

Collana di Finanza aziendale  
della Sapienza – Università di Roma

**•25•**



ALESSANDRO GENNARO

**LA VALUTAZIONE D'IMPRESA  
NELLA PROSPETTIVA  
FINANZIARIA: L'ADJUSTED  
PRESENT VALUE**





aracne



ISBN  
979-12-218-0044-9

PRIMA EDIZIONE  
ROMA GIUGNO 2022

# INDICE

7 *Introduzione*

II Capitolo I

Valore finanziario d'impresa

1.1. Ottica finanziaria, 11 – 1.2. Valutazione finanziaria: modelli, approcci e procedimenti, 16 – 1.2.1. Approccio equity side, 17 – 1.2.2. Approccio asset side, 19 – 1.2.3. Problematiche di scelta e applicazione, 22 – 1.3. Configurazione dei capitali e dei risultati aziendali, 23 – 1.3.1. Investimenti e finanziamenti nella logica gestionale, 24 – 1.3.2. Risultati economici e finanziari nella logica gestionale, 28 – 1.4. Relazioni tra capitali, ritorni e valori aziendali, 31.

33 Capitolo II

Struttura finanziaria e valore: teorie e modelli

2.1. Introduzione, 33 – 2.2. Modigliani-Miller Theory, 35 – 2.2.1. Imposte personali, 39 – 2.3. Agency Theory, 40 – 2.3.1. Option Pricing Model, 44 – 2.4. Trade-off Theory, 46 – 2.4.1. Flessibilità finanziaria, liquidità e valore, 49.

53 Capitolo III

Procedura Adjusted Present Value

3.1. Introduzione, 53 – 3.2. Componenti del valore secondo la teoria finanziaria, 54 – 3.3. L'Adjusted Present Value: procedimento analitico e varianti sintetiche, 55 – 3.4. Valore *unlevered*: determinanti e valorizzazione, 58 – 3.4.1. Previsioni puntuali e piani aziendali, 61 – 3.4.2. Durata aziendale, orizzonte previsionale, terminal value, 66 – 3.4.3. Metodo dei tassi attualizzati e Competitive Advantage Period, 78 – 3.5. Beneficio fiscale: determinanti e valorizzazione, 82 – 3.5.1. Stima del tax shield, 86 – 3.5.2. Scelta del tasso di attualizzazione, 89 – 3.6. Rischio di insolvenza: determinanti e valorizzazione, 90 – 3.6.1. Rischio di insolvenza e possibili adattamenti

del DCF, 92 – 3.6.2. Valutazione separata dell'insolvency risk: brevi considerazioni, 98 – 3.6.3. Stima delle probabilità di default, 102.

105 **Capitolo IV**

Costi del capitale nell'APV

4.1. Introduzione, 105 – 4.2. Costi del capitale originari e derivati, 106 – 4.3. Incertezza, rischio, aspettative soggettive, 108 – 4.3.1. Teorie delle aspettative, 109 – 4.3.2. Aspettative e probabilità soggettive, 111 – 4.4. Principi generali di stima del costo del capitale, 113 – 4.4.1. Avversione al rischio, 113 – 4.4.2. Coerenza tasso-flusso, 115 – 4.4.3. Sostituibilità dell'investimento, 116 – 4.5. Business valuation e costo del capitale, 118 – 4.5.1. Qualificazione e analisi della rischiosità aziendale, 119 – 4.5.2. Natura dei flussi di cassa attesi, 121 – 4.5.3. Quantificazione del rischio, 124 – 4.5.4. Stima dell'*unlevered cost of capital*, 128 – 4.6. Metodi e modelli di stima dell'*unlevered cost of capital*, 130 – 4.6.1. Metodi di stima fondati su modelli teorici, 131 – 4.6.2. Metodi di stima fondati su approcci empirici, 139 – 4.7. Metodi di stima del *cost of debt*, 141 – 4.7.1. Metodi di stima fondati su modelli teorici, 143 – 4.7.2. Metodi di stima fondati su criteri empirici, 144.

149 **Capitolo V**

Criticità valutative e tenuta dell'APV

5.1. Introduzione, 149 – 5.2. Stazionarietà e limitazione della vita utile aziendale, 150 – 5.2.1. Applicazione dell'APV, 150 – 5.2.2. Applicazione dell'ADR<sup>as</sup>, dell'ACF e dell'ADR<sup>es</sup>, 153 – 5.2.3. Cause delle divergenze, 155 – 5.2.4. Divergenze e politiche di finanziamento, 158 – 5.2.5. Stima del costo del capitale e incoerenza dei procedimenti, 161 – 5.3. Crescita regolare e limitazione della vita utile aziendale, 168 – 5.3.1. Applicazione dell'APV, 168 – 5.3.2. Applicazione dell'ADR<sup>as</sup>, dell'ACF e dell'ADR<sup>es</sup>, 171 – 5.3.3. Cause delle divergenze, 173 – 5.3.4. Divergenze e politiche di finanziamento, 178 – 5.3.5. Stima del costo del capitale e incoerenza dei procedimenti, 181 – 5.4. Irregolarità e limitazione della vita utile aziendale, 188 – 5.4.1. Applicazione dell'APV, 189 – 5.4.2. Applicazione dell'ADR<sup>es</sup>, dell'ACF e dell'ADR<sup>es</sup>, 193 – 5.4.3. Cause delle divergenze, 194 – 5.4.4. Stima del costo del capitale e incoerenza dei procedimenti, 197 – 5.4.5. Divergenze valutative e crescita terminale, 202 – 5.5. Considerazioni conclusive, 211.

213 *Bibliografia*

## INTRODUZIONE

La *valutazione finanziaria d'impresa*, basata sui flussi di cassa attualizzati, consente di adottare due possibili *approcci*:

- quello *asset side* permette di stimare il valore dell'intera azienda (*firm valuation*) attualizzando i flussi di cassa disponibili per gli investitori (*free cash flow to the firm*) con un tasso che riflette la rischiosità del business e le fonti di finanziamento utilizzate;
- quello *equity side* consente di stimare il valore del patrimonio netto (*equity valuation*) attualizzando i flussi di cassa disponibili per la proprietà (*free cash flow to equity*) con un tasso che ne riflette la rischiosità.

L'approccio *asset side* permette l'applicazione di tre *procedimenti* alternativi ma teoricamente (a date condizioni) equivalenti:

- il più utilizzato nella prassi professionale si dirà *Adjusted Discount Rate (ADR)*, e considera gli effetti dell'indebitamento sul *firm value* attraverso rettifiche del tasso di attualizzazione;
- una variante del precedente, più aderente alla teoria finanziaria, si dirà *Adjusted Cash Flow (ACF)*, e cattura gli effetti dell'indebitamento sul *firm value* attraverso rettifiche dei flussi di cassa;
- un terzo procedimento, ben noto in letteratura ma poco utilizzato dai *practitio-*

ners, è l'*Adjusted Present Value (APV)*, che prevede la stima degli effetti dell'indebitamento separata da quella del valore delle attività operative.

L'*APV*, oggetto di esame e di approfondimento nel presente lavoro, perviene al *firm value* muovendo dalla constatazione che, in linea generale, il debito aziendale determina sia effetti positivi dovuti a benefici fiscali (per la deducibilità degli oneri finanziari), sia effetti negativi legati al rischio d'insolvenza. Tale procedimento riflette, e rende quindi palesi, le relazioni ampiamente indagate nella letteratura finanziaria tra struttura finanziaria, costi del capitale e valore d'impresa. Queste relazioni fanno sì che le politiche finanziarie influenzino sostenibilità, rischiosità e profittabilità di un business, impattando così sul valore dell'impresa che lo gestisce. Diverse sono le variabili, aziendali e ambientali, che possono indirizzare le scelte di indebitamento, e quindi incidere sul valore aziendale; qualunque modello valutativo dovrebbe quindi correttamente tener conto dei distinti effetti, positivi o negativi, derivanti da decisioni finanziarie.

Il procedimento *APV* risponde a tale esigenza consentendo di superare alcune criticità (concettuali e pratiche) che caratterizzano i procedimenti valutativi alternativi, che peraltro risultano essere quelli maggiormente utilizzati in campo professionale. Esso prevede infatti la determinazione del valore aziendale partendo dal "*core value*", legato alla profittabilità e rischiosità operativa dell'impresa, cui si aggiungono componenti addizionali di valore legati alle scelte di struttura finanziaria<sup>(1)</sup>. Ponendo a confronto le procedure alternative prima ricordate, si evidenziano le condizioni per cui le stime ottenute con l'*APV* risultano più precise e attendibili:

- variazioni della struttura finanziaria nell'orizzonte di previsione cui si fa riferimento per la valutazione;
- prospettive di crescita, regolari o irregolari, nell'arco previsionale di riferimento;
- vita utile economica limitata nel tempo.

Per mostrare l'utilità dell'*APV* in tutti quegli ambiti in cui le decisioni economiche richiedono una evidenza del *core value* aziendale, che prescindendo dagli effetti delle decisioni di finanziamento, il presente lavoro si sviluppa in cinque capitoli.

---

(1) Come si vedrà, il numero di componenti addizionali dipende dalla quantità e qualità di informazioni disponibili.



Il primo presenta il tipico modello di valutazione finanziaria, il *Discounted Cash Flow Model (DCF)*, illustrando approcci, procedimenti e formule con cui trova concreta applicazione. Viene poi introdotto l'*APV* che, diversamente dai procedimenti *ADR* e *ACF* (nei quali gli effetti dell'indebitamento sono catturati implicitamente attraverso adeguamenti dei tassi di attualizzazione o dei flussi operativi), separa il valore delle attività operative dagli effetti che su questo derivano dalle scelte di indebitamento.

Nel secondo capitolo si richiamano i fondamenti di Teoria della Finanza sui quali si basa il procedimento *APV*, le cui origini concettuali possono farsi risalire all'articolo del 1963 con cui Modigliani e Miller ammettono l'esistenza di una relazione tra struttura finanziaria e valore. Sulle tesi dei due premi Nobel, si svilupperà la *Trade-off Theory* che ha consentito a Stewart Myers, nel 1974, la prima formalizzazione del procedimento in esame.

Il terzo capitolo è dedicato alla presentazione del procedimento *APV* e all'esplicitazione delle componenti fondamentali del valore aziendale. Sono trattate anche le principali difficoltà applicative causate dal fatto che le informazioni richieste per la sua corretta applicazione non sempre sono disponibili, rendendo necessarie semplificazioni e assunzioni "di comodo".

Nel quarto capitolo si affronta il tema della stima dei due costi del capitale "originari", quello *unlevered* ( $k_u$ ) e quello di debito ( $k_d$ ), necessari per l'applicazione dell'*APV*. Si tratta, probabilmente dell'aspetto più stimolante e interessante sotto il profilo scientifico-concettuale, che richiede la riconsiderazione dei principi teorici di valutazione finanziaria aziendale.

Nel quinto capitolo si verifica la validità dell'*APV* di fronte a situazioni valutative tipicamente foriere di criticità: limitazione della vita utile aziendale; crescita regolare e irregolare; variazioni di struttura finanziaria. Confrontando gli esiti dei procedimenti valutativi *ADR*, *ACF* e *APV* attraverso simulazioni di casi aziendali, si dimostra come soltanto quest'ultimo consenta di appurare valori sempre corretti e coerenti con i modelli teorici passati in rassegna nel secondo capitolo.



## CAPITOLO I

# VALORE FINANZIARIO D'IMPRESA

### 1.1. Ottica finanziaria

La Teoria della Finanza insegna che il valore di un impiego di capitali è pari alla sommatoria dei ritorni monetari che esso genera per l'investitore attualizzati ad un tasso di sconto adeguato alla rischiosità dell'impiego (Palomba e Gennaro, 2016, p. 36).

Da tali principi generali consegue che il valore di una partecipazione (azioni o quote) nel capitale di un'impresa è pari alla somma dei valori attuali:

- dei dividendi attesi che l'impresa distribuirà nel periodo di detenzione (*holding period*) della partecipazione all'investitore (proprietario/socio);
- del prezzo di cessione della partecipazione al termine del periodo di detenzione.

Dunque, nella prospettiva dell'investitore-proprietario, la formula di stima del valore finanziario di una partecipazione nel capitale proprio di un'impresa è la seguente:

$$w_0^{equity} = \sum_{t=1}^h \frac{div_t}{(1 + k_e)^t} + \frac{P_h^{equity}}{(1 + k_e)^h}$$

dove:

- $w_0^{equity}$  indica il valore attuale delle risorse finanziarie investite nell'impresa a titolo di capitale di rischio;
- $div_t$  indica la corrente di dividendi attesi, per ciascuna epoca  $t$ , che l'impresa distribuirà nel periodo di detenzione della partecipazione;
- $k_e$  indica il *cost of equity*, che è funzione del grado di incertezza che caratterizza i dividendi futuri;
- $h$  indica l'*holding period*, ovvero l'orizzonte temporale di detenzione della partecipazione;
- $P_h^{equity}$  indica il capitale recuperabile allo spirare dell'*holding period*, che in questo caso coincide con il prezzo al quale si ipotizza di poter cedere la partecipazione all'epoca  $h$ .

Se l'impiego consiste nella concessione di credito all'impresa (nella forma del titolo obbligazionario o del contratto di prestito), il valore per dell'investimento è pari alla somma dei valori attuali:

- degli interessi che l'impresa corrisponderà durante la vita utile finanziamento, ovvero fino alla cessione del titolo o del contratto;
- dei rimborsi di capitale secondo il piano di ammortamento del finanziamento, ovvero fino alla cessione del titolo o del contratto<sup>(1)</sup>.

Nella prospettiva dell'investitore-finanziatore, la formula di stima del valore dei capitali investiti nell'impresa a titolo di prestito è la seguente:

$$w_0^{debt} = \sum_{t=1}^m \left( \frac{ie_t}{(1+k_i)^t} + \frac{\Delta^- FD_t}{(1+k_i)^t} \right)$$

dove:

- $w_0^{debt}$  indica il valore attuale delle risorse finanziarie concesse all'impresa a titolo di prestito;
- $ie_t$  (*interest expenses*) indica la corrente di interessi passivi, per ciascuna epoca  $t$ , che l'impresa corrisponderà nel periodo di durata del titolo o del contratto;

---

(1) In caso di cessione a terzi del titolo o del contratto, il prezzo pagato al finanziatore uscente può essere considerato come rimborso del capitale residuo.

- $\Delta FD_t$  indica le quote di capitale, per ciascuna epoca  $t$ , che l'impresa rimborserà nel periodo di ammortamento del finanziamento;
- $k_i$  indica il *cost of debt*, il quale è funzione del merito creditizio, e quindi della solvibilità, dell'impresa finanziata;
- $m$  indica la durata residua dell'obbligazione o del prestito.

Qualora il periodo di detenzione  $h$  (*holding period*) sia inferiore a  $m$ , ipotesi che ricorre in caso di cessione anticipata dei titoli di debito o dei prestiti, la formula di stima andrebbe integrata con un terzo addendo che esprime il valore attuale del capitale recuperabile:

$$w_0^{debt} = \sum_{t=1}^h \left( \frac{ie_t}{(1+k_i)^t} + \frac{\Delta^- FD_t}{(1+k_i)^t} \right) + \frac{P_h^{debt}}{(1+k_i)^h}$$

dove:

- $P_h^{debt}$  indica il prezzo al quale si ipotizza di poter cedere il titolo o il contratto all'epoca  $h$ , che indica lo spirare dell'*holding period*.

Poiché i capitali investiti dall'impresa in asset aziendali corrispondono a quelli investiti da proprietari e finanziatori nell'impresa, e poiché la rischiosità dei primi determina la rischiosità dei secondi, il valore aziendale dovrà essere pari al valore attribuibile alle partecipazioni detenute dai proprietari (*equity*) e ai finanziamenti concessi dai creditori (*debt*):

$$FV = EqV + B$$

dove:

- $FV$  (*firm value*) è il valore attuale dei capitali complessivamente investiti nell'impresa;
- $EqV$  è il valore del capitale proprio dell'impresa, teoricamente pari alla sommatoria dei valori delle singole partecipazioni ( $w_0^{equity}$ ) detenute dagli investitori-proprietari;
- $B$  è il valore dell'indebitamento aziendale, teoricamente pari alla sommatoria dei valori delle singole posizioni creditizie ( $w_0^{debt}$ ) in capo agli investitori-finanziatori.

Ne deriva il *modello valutativo finanziario* per la stima del *valore aziendale* fondato sull'attualizzazione dei *cash flow* operativi generati dall'impresa nel corso della sua *vita utile*:

$$FV = \sum_{t=1}^n \frac{fcff_t}{(1 + k_o)^t} + \frac{TV_n}{(1 + k_o)^n}$$

dove:

- $FV$  (*firm value*) è il valore finanziario dell'attivo aziendale di un'impresa indebitata;
- $fcff_t$  (*free cash flow to firm*) indica la corrente di flussi di cassa operativi attesi netti di imposte, che l'impresa genera in ciascuna epoca  $t$  della sua vita utile economica;
- $k_o$  indica il *cost of capital*, il quale è funzione del grado di incertezza che caratterizza i flussi di cassa operativi attesi;
- $n$  indica l'orizzonte temporale entro il quale è possibile effettuare una previsione puntuale dei flussi di cassa che l'impresa potrà generare; può corrispondere alla vita utile aziendale o, come solitamente accade, esserne una porzione piuttosto ridotta;
- $TV_n$  (*terminal value*) indica il valore che si potrà attribuire all'impresa all'epoca  $n$ , sulla base delle (eventuali) residue capacità di generare risultati finanziari soddisfacenti tale epoca.

La formula di stima del  $FV$ , per essere coerente con la precedente condizione di uguaglianza, richiede due condizioni. La prima riguarda i flussi di cassa operativi prodotti dall'impresa che, al netto delle imposte, devono corrispondere ai flussi di cassa percepiti dagli investitori (proprietari e finanziatori). Tuttavia, nella prospettiva dell'impresa, occorre considerare che:

- in particolari periodi della sua vita economica possono determinarsi fabbisogni finanziari che richiedono l'iniezione di nuovi capitali (di rischio,  $\Delta^+E_p$ , o di prestito,  $\Delta^+FD_p$ ), che alterano la struttura finanziaria;
- non tutte le risorse monetarie generate in un periodo vengono erogate ai finanziatori aziendali sotto forma di rimborsi o remunerazioni, ma rimangono nell'impresa incrementandone le disponibilità liquide (*net cash flow, ncf*).

Pertanto, il flusso di cassa operativo netto di imposte prodotto in dato periodo  $t$ , noto come *free cash flow to firm* ( $fcff$ ), è composto dai seguenti addendi:

$$fcff_t = ie_t + \Delta^-FD_t - \Delta^+FD_t + div_t - \Delta^+E_t + ncf_t$$

In ambito valutativo, quindi, utilizzare i  $fcff$  per la stima del valore d'impresa implica assumere che i flussi di cassa prodotti dall'impresa con la sua gestione operativa, decurtate le risorse finanziarie necessarie per il servizio del debito e dell'Erario, siano integralmente corrisposte alla proprietà concorrendo a definire l'*Equity Value*.

La seconda condizione riguarda il costo del capitale operativo (o totale), che deve essere pari alla media ponderata del costo del capitale proprio e di debito:

$$k_o = \frac{k_e \cdot EqV + k_i \cdot B}{FVL}$$

Poiché i *valori finanziari* dell'impresa e dei capitali che la finanziano assumono rilevanza *economica*<sup>(2)</sup> quando utilizzati per analisi di convenienza economica nelle scelte di investimento, la stima dei flussi attesi e la determinazione dei tassi di sconto devono basarsi:

- sull'analisi delle caratteristiche distintive dell'impresa (*business model*, strategie, management, patrimonio, ecc.);
- sulla previsione ragionevole e prudente delle sue future performance economico-finanziarie;
- sulla considerazione delle sue politiche finanziarie (di finanziamento e di dividendo);
- sulla misurazione del suo rischio operativo e finanziario (Gennaro, 2016c).

L'approccio finanziario richiama la concezione dell'impresa come investimento finanziario "complesso" (Colombi, 2003a); l'impresa infatti:

- nasce da un impiego di capitale;
- trasforma continuamente risorse finanziarie (capitale) in risorse tecniche (tangibili, intangibili, umane) e nuovamente in risorse finanziarie (capitale, interessi, dividendi);

(2) In tal senso sono anche detti *valori economici*.

- persegue il fine della creazione di ricchezza per gli investitori<sup>(3)</sup>.

La Finanza Aziendale Condizionata (Colombi, 2003a, Gennaro, 2008 e 2016b) fa propria tale concezione sottolineando però lo stretto legame esistente tra creazione di valore, etica e responsabilità sociale dell'impresa, soggettività delle aspettative e delle scelte manageriali.

## 1.2. Valutazione finanziaria: modelli, approcci e procedimenti

La valutazione finanziaria ha trovato ampia applicazione nell'ambito della *financial community* (Massari e Zanetti, 2004) e negli ultimi decenni si è diffusa anche nella prassi professionale (Guatri e Bini, 2006).

I criteri e i metodi di stima utilizzati dai *financial analyst* vengono sempre più spesso utilizzati anche dai *chartered accountant*, seppur con particolari accorgimenti legati alla finalità delle loro attività professionali. In entrambi i settori, si usa distinguere due differenti, ma collegati, approcci valutativi:

- il primo è detto *equity side* e mira a definire direttamente il valore economico del capitale proprio (*equity value, EqV*);
- il secondo è detto *asset side* e consente di stimare il valore complessivo d'impresa (*firm value, FV*), ovvero il valore economico dei capitali complessivamente investiti in azienda (in linea di prestito e di rischio).

Ciascun approccio richiede l'applicazione di specifiche formule di stima che il valutatore sceglie tenendo in considerazione:

- le specificità della realtà aziendale osservata;
- il contesto nel quale essa opera;
- le finalità per cui si affronta la valutazione;
- la tipologia e qualità delle informazioni a disposizione.

Gli approcci *equity* e *asset* devono condurre a risultati concordanti se le assunzioni a fondamento dei relativi processi valutativi sono le medesime.

---

(3) L'impresa è vista dunque come la forma tecnica che consente, secondo la logica neoclassica che informa la c.d. *Modern Finance*, la realizzazione degli impieghi di risorse finanziarie in investimenti reali al fine della massimizzazione della ricchezza.



Deve infatti potersi verificare l'uguaglianza già richiamata nel precedente paragrafo, per la quale il *firm value* di un'impresa indebitata deve corrispondere all'*equity value* incrementato del valore attuale del capitale di prestito:

$$FV = EqV + B$$

Ovviamente, *EqV* e *FV* coincidono nel caso (assai raro) di aziende non indebitate (cosiddette *unlevered* o *all equity*). L'applicazione pratica del modello finanziario nella prassi professionale richiede alcune considerazioni, di seguito sviluppate.

### 1.2.1. Approccio equity side

Applicando il *Discounted Cash Flow Model (DCF)* seguendo una prospettiva *equity side*, si distinguono due differenti procedimenti valutativi:

- il primo assume il punto di vista dell'investitore e considera le remunerazioni finanziarie percepite dalla proprietà (dividendi distribuiti o *buyback*); tale procedimento corrisponde al modello valutativo noto in letteratura e nella prassi come *Dividend Discount Model (DDM)*;
- il secondo assume la prospettiva dell'impresa e considera i flussi finanziari utilizzabili (ma non necessariamente utilizzati) per remunerare la proprietà; tale procedimento si dirà *Adjusted Discount Rate equity side (ADR<sup>es</sup>)*.

L'applicazione del *DDM* e dell'*ADR<sup>es</sup>* potrebbe non condurre al medesimo *equity value* a causa delle politiche di reinvestimento degli utili adottate dalle imprese. Infatti, le rispettive formule valutative, sebbene basate entrambe sull'attualizzazione di flussi attesi, differiscono per la prospettiva che implicitamente si adotta e, conseguentemente, per la tipologia di flussi utilizzati.

L'*ADR<sup>es</sup>* guarda alla capacità dell'impresa di generare ritorni futuri soddisfacenti come frutto degli impieghi in attività produttive (reali o finanziarie). Il valore esprime quindi l'apprezzamento di tale capacità di generazione di risorse finanziarie, a prescindere dal fatto che vengano poi effettivamente distribuite alla proprietà o vadano ad incrementare le disponibilità liquide aziendali in vista di futuri impieghi. La formula valutativa, infatti, considera

i flussi di cassa prodotti dall'impresa e destinabili (ma non necessariamente distribuiti) alla proprietà, i *free cash flow to equity* (*fcfe*):

$$EqV^{ADR} = \sum_{t=1}^n \frac{fcfe_t}{(1+k_e)^t} + TV_e * (1+k_e)^{-n}$$

dove:

- $fcfe_t$  sono i flussi di cassa disponibili per la proprietà, prodotti dall'impresa in ciascun periodo  $t$  di previsione analitica,
- $k_e$  è il costo del capitale proprio (*cost of equity*),
- $n$  rappresenta la durata del periodo di previsione puntuale dei flussi attesi,
- $TV_e$  è il capitale proprio che si ipotizza di recuperare alla fine del periodo previsionale<sup>(4)</sup>.

Il *DDM* guarda alla capacità dell'impresa di remunerare congruamente e monetariamente il capitale proprio. Il valore che si determina con il *DDM* sconta quindi le politiche di dividendo, che al loro volta condizionano le potenzialità aziendali di crescita autofinanziata (Palomba, 2014; Palomba e Gennaro, 2016). La formula valutativa considera i soli flussi di cassa tempo per tempo distribuiti alla proprietà (i dividendi ordinari e straordinari):

$$EqV^{DDM} = \sum_{t=1}^n \frac{div_t}{(1+k_e)^t} + TV_e \times (1+k_e)^{-n}$$

dove:

- $div_t$  sono i dividendi attesi riferibili a ciascun periodo  $t$  di previsione analitica,
- $k_e$  è il costo del capitale proprio,
- $n$  rappresenta la durata del periodo di previsione puntuale dei dividendi attesi,
- $TV_e$  è il capitale proprio che si ipotizza di recuperare alla fine del periodo previsionale<sup>(5)</sup>.

---

(4) Qualora si ipotizzi una vita utile aziendale che va oltre lo spirare dell' $n$ -esimo anno di previsione puntuale,  $TV_e$  coincide con l'attualizzazione degli ulteriori *fcfe* prospettabili nel periodo di attività ulteriore; qualora, invece, al termine del periodo  $n$  non sia possibile ipotizzare una vita utile residua,  $TV_e$  acquisisce il significato di patrimonio di liquidazione.

(5) Anche in questo caso, qualora si ipotizzi una vita utile aziendale che va oltre lo spirare dell' $n$ -esimo anno di previsione puntuale,  $TV_e$  coincide con l'attualizzazione degli ulteriori dividendi lucrabili nel periodo di attività ulteriore; qualora, invece, al termine del periodo  $n$  non sia possibile ipotizzare una vita utile residua,  $TV_e$  acquisisce il signifi-