UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE

FACOLTÀ DI ECONOMIA "GIORGIO FUÀ"

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

LA VALUTAZIONE DELL'AVVIAMENTO

THE EVALUATION OF GOODWILL

Relatore:

Prof. Marco Gatti

Rapporto Finale di:

Simone Pulcini

Anno Accademico 2025/2026

INDICE

Introduzione ……...…… 2

CAPITOLO I - L'AVVIAMENTO: DEFINIZIONE E CARATTERISTICHE

1.1 Concetto di avviamento ……....4

1.2 Goodwill e Badwill……..……..6

1.3 L'avviamento diretto e indiretto……..…….11

1.4 Cenni sul trattamento contabile e ammortamento dell'avviamento.....14

CAPITOLO II - LA VALUTAZIONE DELL'AVVIAMENTO

2.1 I metodi di valutazione dell'azienda e dell'avviamento.....18

2.2 Il metodo patrimoniale.....20

2.3 Il metodo reddituale.....23

2.4 Il metodo misto patrimoniale-reddituale.....26

2.5 Il metodo finanziario.....31

Conclusioni…….....…..36

Bibliografia …….....38

Ringraziamenti …….....42

INTRODUZIONE

Il presente lavoro di tesi si propone di analizzare e approfondire il concetto di avviamento, analizzando, in un primo momento, la sua natura concettuale e contabile e, successivamente, le principali metodologie applicabili per la sua valutazione.

Nel primo capitolo, in particolare, si cerca di definire l'avviamento partendo dalle sue fondamenta teoriche, tenendo presente che la nozione di avviamento è stata oggetto di numerosi studi ma, nella dottrina economica-aziendale, non si è ancora giunti ad una definizione univoca. Viene, successivamente, trattata la distinzione tra goodwill (avviamento positivo) e badwill (avviamento negativo), esaminando le cause economico-aziendali che ne determinano il valore e analizzando i pensieri di due dei più importanti studiosi aziendalistici italiani, quali Besta e Zappa, che hanno sviluppato due metodi opposti di calcolo di tale valore, distinguendo tra il metodo diretto e il metodo indiretto.

Il capitolo si conclude accennando alla rappresentazione contabile dell'avviamento secondo quanto previsto dalla normativa civilistica e dai principi contabili nazionali (OIC) vigenti.

Nel secondo capitolo viene analizzato l'aspetto quantitativo dell'avviamento, esponendo quelli che sono i metodi più diffusi nella prassi per determinarne il valore.

L'elaborato si propone, quindi, di delineare un quadro d'insieme del concetto di avviamento, integrando la prospettiva teorica-aziendale con gli aspetti contabili e valutativi.

CAPITOLO I

L'AVVIAMENTO: DEFINIZIONE E CARATTERISTICHE

1.1 Il concetto di avviamento

Per avviamento comunemente si intende la capacità di un'azienda o di un suo ramo di generare un extra-profitto (nuova ricchezza incrementale), cioè l'attitudine concreta a produrre guadagni superiori rispetto alla media del settore di riferimento[1]; esso è rappresentato da un insieme tipicamente indistinto di condizioni immateriali (l'immagine e il prestigio aziendale, la clientela, l'organizzazione, il management, la qualità dei prodotti, la rete commerciale) che esprimono, qualificandola, la capacità competitiva dell'impresa sul mercato.

Il peculiare concetto di avviamento è stato affrontato, in termini di rendita differenziale, da economisti classici come Malthus e Ricardo[2].

Il concetto si è poi evoluto, con l'intervento di giuristi e aziendalisti, acquisendo un più articolato significato economico-strategico, che trova la sua motivazione in

1 Moro Visconti R., 2009, La valutazione economica dell'avviamento, *Il diritto industriale,* n. 5, p. 470

2 Malthus, T. R., *Principi di economia politica considerati dal punto di vista della loro applicazione pratica (1820)*, trad. it., Istituto Centrale di Statistica, UTET, Torino, 1936; Ricardo D., Principi di economia politica e dell'imposta, UTET, Torino, 2006

vantaggi competitivi di prezzo o di differenziazione, in base ai quali l'extra-reddito trova giustificazione o nella capacità di vendere beni e servizi a costi più bassi della clientela, o facendoli preferire per le loro caratteristiche qualitative o merceologiche, differenziandoli dalla concorrenza, giustificando un *price premium*. Risulta frequente l'associazione dell'avviamento a marchi registrati e brevetti poiché sono concetti che, spesso tendono a sovrapporsi e, talora impropriamente, a confondersi.

La dottrina aziendalistica distingue l'avviamento oggettivo, intendendo con questo quella parte di avviamento che è ricollegabile a fattori che permangono anche al mutare della proprietà dell'azienda (ad esempio, la capacità di produrre a prezzi competitivi di un complesso macchinario industriale), dall'avviamento soggettivo, legato alla particolare abilità dell'imprenditore (ad esempio, nell'accrescere e mantenere la clientela, nel trattare con i clienti e con i fornitori, nel combinare in modo unico e particolare i fattori produttivi, e così via)[3].

Una definizione puntuale dell'avviamento è fornita dall'OIC 24 - punto 10 che lo individua nell'*"attitudine di una azienda a produrre utili che derivino o da fattori specifici che, pur concorrendo positivamente alla produzione del reddito ed essendosi formati nel tempo in modo oneroso, non hanno un valore autonomo, ovvero da incrementi di valore che il complesso dei beni aziendali acquisisce*

[3] Zappa G., *Il reddito d'Impresa. Scritture doppie, conti e bilanci di aziende commerciali*, Giuffrè, Milano, 1937

rispetto alla somma dei valori dei singoli beni, in virtù dell'organizzazione delle risorse in un sistema efficiente".[4]

In altre parole, l'avviamento è l'insieme delle risorse immateriali legate ai vantaggi competitivi che l'azienda possiede rispetto ai propri concorrenti. Da un punto di vista strettamente economico esso è legato e dipende dalla capacità dell'impresa di generare rendimenti superiori a quelli di mercato nel medio lungo periodo, espressi in termini di flussi finanziari o economici.

1.2 Goodwill e badwill

L'avviamento positivo, o goodwill, può essere definito come il plusvalore legato al complesso di beni organizzati dell'azienda rispetto alla semplice sommatoria del valore degli stessi[5]. Esso è espressione della capacità prospettica dell'organizzazione di riuscire a produrre maggiori risultati economici d'esercizio, attraverso quel rapporto di strumentalità e di complementarità che lega, tra loro, i vari beni in maniera proficua e redditizia. Il concetto di avviamento, quindi, è strettamente legato a quello di azienda.

Tra i fattori immateriali che compongono l'avviamento rientrano l'ubicazione, l'organizzazione, le qualità tecniche e morali del personale, l'esperienza

[4] Organismo Italiano di Contabilità, OIC*, Principi contabili nazionali, revisione D.lgs. n.139,* 29 dicembre 2017

[5] Sabatino P, 2019, Avviamento: metodi di valutazione e rilevazione in bilancio, *Fisco & Contabilità*, n. 15, p. 1

accumulata, la tradizione produttiva, la clientela, il buon nome sul mercato, i rapporti con i fornitori, il credito nel mercato monetario e in quello finanziario e altri, che concorrono, insieme alla gestione aziendale, a formare un valore superiore del capitale posseduto dalla stessa rispetto a quello che normalmente può individuarsi in aziende simili.

L'azienda, pertanto, può essere differentemente definita come la somma algebrica dei beni o elementi che compongono il suo capitale, oppure come un aggregato efficiente atto al raggiungimento del fine per il quale è stato costituito, ossia l'attitudine al conseguimento di un reddito grazie al suo sistema di operazioni e alla gestione perfezionata nel tempo che le consente di conseguire un reddito relativamente superiore a quello che può essere ottenuto da imprese simili sullo stesso mercato.[6]

Il concetto di avviamento così definito risale già ai primi del Novecento, quando il goodwill era inteso come l'aspettativa di un profitto futuro derivante da un buon avviamento dei rapporti con i clienti e i fornitori, con il personale, con le banche. Questi buoni rapporti potevano assumere un loro valore nel mercato, in quanto accrescevano il valore dell'intera impresa, tanto che, se non ben avviati, erano intesi come una responsabilità piuttosto che come un punto di forza[7].

[6] Zappa G., *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Vol. I, Giuffrè Editore, Milano, 1956
[7] Commons J.R., *Industrial Goodwill*, McGraw-Hill Book Company, New York, 1919

Considerato l'avviamento come quella condizione per cui il complesso dei beni aziendali vale più della somma delle parti che lo compongono, si vuole illustrare questa proprietà da un punto di vista matematico:

$$GOODWILL = W - K > 0$$

dove (W) rappresenta il valore economico dell'azienda, (K) il patrimonio netto rettificato e il GOODWILL si manifesta nei casi in cui il risultato è maggiore di zero.

Besta considera il goodwill come il valore attuale dei maggiori utili che si formeranno, dato lo stesso capitale, nell'ipotesi di condizioni privilegiate e superiori a quelle medie nello svolgere la medesima attività o una simile[8]. Zappa, invece, rappresenta il goodwill unicamente come la capacità dell'azienda di produrre redditi futuri, quindi, con una visione dinamica e prospettica[9].

In questa prospettiva, l'avviamento dell'impresa assume valore positivo quando il reddito generato dalla stessa inizia a essere superiore al reddito normalmente prodotto dall'impiego di capitale, sia proprio sia di terzi, e di lavoro, generando un sovra-reddito. Nel considerare l'avviamento, tuttavia, non bisogna limitarsi a considerare un unico esercizio. Al contrario, è opportuno valutare la capacità economica dell'impresa a produrre maggiori profitti nel futuro.

[8] Besta F., *La Ragioneria*, Vallardi, Milano, 1922
[9] Zappa G., *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Vol. I, op. cit.

Riassumendo, l'avviamento è un concetto immateriale che comprende delle best practices ed è generato all'interno dell'azienda. E' quella parte invisibile che riesce a raggruppare i singoli beni dell'azienda e far sì che essi non siano produttori di un semplice reddito, bensì di un maggior reddito, un extra-profitto tale da far accrescere il valore commerciale dell'azienda nel suo insieme.

Finora, si è attribuito all'avviamento sempre un'accezione positiva, definendolo come un extra-profitto generato dall'organizzazione aziendale nel suo complesso che, con capitali simili ad altre imprese, riesce ad ottenere un reddito maggiore rispetto a quello normalmente previsto. Non sempre, però, l'azienda riesce ad ottenere un maggior reddito, come sovente accade in periodi di crisi; infatti, si possono verificare casi in cui si genera un avviamento negativo, detto badwill, ed in linea teorica anche un avviamento nullo.

L'avviamento negativo si manifesta quando l'impresa, intesa come aggregato, è così scarsamente efficiente che il suo valore è inferiore al valore corrente della somma dei singoli beni che la compongono[10]; in questi casi, il valore del capitale economico appare inferiore rispetto al valore corrente del patrimonio netto aziendale. Per parlare di avviamento negativo bisogna supporre la possibile e conveniente risanabilità dell'azienda, altrimenti l'azienda non avrebbe alcun valore economico e dovrebbe essere posta in liquidazione. Infatti, le aziende che

[10] L. Marchi, S. Marasca, *Introduzione all'economia aziendale. Il sistema delle operazioni e le condizioni di equilibrio aziendale*, Torino, Giappichelli Editore, 2021

sono in perdita in modo sistematico hanno una gestione non adeguata a remunerare i fattori produttivi di cui necessitano e, a volte, non dispongono neppure di un adeguato sostegno finanziario che soddisfi i fabbisogni aziendali.

Pertanto, si potrebbe affermare che l'avviamento negativo per un'azienda si manifesta quando, attraverso la gestione caratteristica e le relazioni con gli operatori interni ed esterni (rapporti con i lavoratori, i clienti, i fornitori, rapporti con i finanziatori, ecc.), l'azienda non riesce ad ottenere un profitto adeguato nel corso del tempo, o purtroppo consegue solo delle perdite. Se l'impresa non trova una soluzione per risanare la situazione e ottenere dei redditi maggiori nel futuro, presenta un valore complessivo minore del valore della somma dei singoli beni di cui è composta l'azienda stessa. In questo caso, la differenza che andrebbe a intaccare il patrimonio dell'azienda è, appunto, l'avviamento negativo o badwill[11]. Tuttavia, l'azienda nel suo complesso, anche se in perdita, per il solo fatto di essere già funzionante, potrebbe avere dei valori immateriali positivi, secondo la teoria del *going concern value*[12].

[11] Guatri L., *L'avviamento d'impresa, un modello quantitativo per l'analisi e la misurazione del fenomeno*, Giuffrè Editore, Milano, 1957.
[12] Zanda G., Lacchini M., *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, 1994.

1.3 Avviamento diretto e indiretto

La prassi contabile e gli analisti finanziari sono soliti calcolare l'avviamento d'azienda ricorrendo a diversi metodi di calcolo che prevedono, dunque, diverse configurazioni dello stesso. Le due fondamentali impostazioni concettuali sulla natura dell'avviamento si riconoscono in due metodi di calcolo: metodo di stima diretto e metodo di stima indiretto. Seguendo questa impostazione è possibile, in altre parole, distinguere tra avviamento direttamente valutato ed avviamento indirettamente valutato[13].

L'avviamento determinato direttamente si ottiene attraverso l'attualizzazione di un flusso prospettico di profitto economico, senza passare dalla preventiva valutazione sintetico-reddituale del complesso aziendale. Varie sono le procedure che possono condurre alla stima diretta dell'avviamento. Le stesse possono essere suddivise principalmente in due gruppi: 1) tecniche basate sulla capitalizzazione/attualizzazione dei sovra-redditi futuri; 2) tecniche basate sulla stima analitica dei singoli elementi immateriali componenti la posta dell'avviamento.

Per quanto riguarda il primo gruppo di procedure, nella maggior parte delle applicazioni, esso consiste nella capitalizzazione del sovra-reddito medio atteso, che può essere calcolato attraverso tre metodi, a seconda dell'estensione

[13] Beretta Zanoni A., *Il valore delle risorse immateriali. Equilibrio economico aziendale, beni immateriali e risorse intangibili,* Il Mulino, Bologna, 2005

temporale delle capitalizzazioni: metodo della capitalizzazione limitata del sovra-reddito medio; metodo della capitalizzazione illimitata del sovra-reddito medio, che varia dalla precedente per l'estensione temporale di riferimento (si ipotizza che il sovra-reddito sia prodotto indefinitamente nel tempo); metodo dell'attualizzazione dei sovra-redditi di su un periodo limitato di esercizi futuri.

Il secondo gruppo di metodologie per la stima del valore dell'avviamento diretto consiste nel pervenire all'importo della posta in esame apprezzando in modo analitico tutti i singoli fattori immateriali che sono riferibili ad essa[14]. Questo procedimento trova difficilmente un riscontro pratico nella realtà in quanto presenta diversi limiti rappresentati dalla difficoltà, ad esempio, nell'individuare gli elementi intangibili inerenti all'avviamento, ovvero nella mancata capacità di individuare quei beni immateriali che nascono dalle sinergie con ulteriori beni, o ancora, la non considerazione del *going concern element*, che consiste nella presenza di un valore maggiore derivante dalla considerazione del capitale come un insieme di elementi piuttosto che una singola somma di beni.

Con il termine di avviamento indiretto si intende, invece, il valore di avviamento il cui calcolo avviene mediante la differenza tra due diverse configurazioni di capitale, quella economica e quella di funzionamento. L'avviamento, perciò, è determinato come differenza tra il valore del capitale economico ed un valore

[14] Bianchi Martini S., *Interpretazione del concetto di avviamento. Analisi dei principali orientamenti della dottrina italiana,* Giuffrè Editore, Milano, 1996

analitico del capitale, determinato tenendo conto degli elementi patrimoniali componenti (attività e passività). Il minuendo della sottrazione coincide, quindi, con il capitale economico determinato tramite la capitalizzazione dei presunti redditi futuri attesi. Il sottraendo, invece, può assumere diverse configurazioni che, solitamente, si riferiscono al capitale risultante dal bilancio, ovvero al capitale netto di funzionamento[15].

In altre parole, con il metodo di stima indiretto, l'avviamento costituisce un valore di tipo residuale scaturente dal confronto tra due grandezze. Attraverso questo metodo, tale valore risulta diverso a seconda delle modalità usate per il calcolo del capitale aziendale che può essere apprezzato con diverse prospettive.

La corretta valutazione dell'avviamento è, pertanto, un tema che ha attirato l'attenzione di importanti organismi, non solo in ambito nazionale, ma anche internazionale. La giusta determinazione risulta un aspetto essenziale per le aziende in quanto, come è evidente, il suo valore è in grado di influenzare tutto il patrimonio aziendale.

[15] Bianchi Martini S., *Interpretazione del concetto di avviamento. Analisi dei principali orientamenti della dottrina italiana,*, op. cit.

1.4 Cenni sul trattamento contabile e sull'ammortamento dell'avviamento

L'avviamento è disciplinato, a livello nazionale, sia dal Codice Civile che dal Principio Contabile OIC 24. Esso può essere iscritto nel bilancio d'esercizio, alla voce B.15 dell'Attivo, in base alle disposizioni del Codice Civile, all'art 2426 comma 6: "*l'avviamento può essere iscritto nell'attivo, con il consenso, ove esistente, del collegio sindacale, se acquisito a titolo oneroso, nei limiti del costo per esso sostenuto*".

L'iscrizione dell'avviamento in bilancio, quindi, può avvenire alle seguenti condizioni:

• se acquisito a titolo oneroso, nei limiti del costo sostenuto;

• se approvato dal Collegio Sindacale, in caso di esistenza dello stesso.

Pertanto, secondo quanto disposto dal Codice Civile non è possibile contabilizzare ed iscrivere in bilancio l'avviamento originato interamente dall'impresa.

Per quanto riguarda l'OIC 24, esso segue tendenzialmente la linea del Codice Civile; per la sua iscrizione e per il suo trattamento contabile, l'avviamento rappresenta solo la parte di corrispettivo riconosciuta a titolo oneroso. Non può essere attribuita ai singoli elementi patrimoniali acquisiti di un'azienda ma è, piuttosto, inerente al suo valore intrinseco, che può riguardare, in generale, motivazioni come il miglioramento del posizionamento dell'impresa sul mercato, il reddito extra che può essere generato da prodotti innovativi o di ampia richiesta, la creazione di valore attraverso sinergie produttive o commerciali.

Condizioni necessarie per l'iscrizione dell'avviamento nell'Attivo dello Stato Patrimoniale sono:

• acquisizione a titolo oneroso (derivante dall'acquisizione di un'azienda o di un ramo d'azienda oppure da un'operazione di conferimento, fusione o scissione);

• possesso di un valore quantificabile perché incluso nel corrispettivo pagato;

• presenza di oneri e costi ad utilità differita nel tempo che garantiscono benefici economici futuri (es. conseguimento di utili futuri);

• recuperabilità del relativo costo (quindi non siamo in presenza di un cattivo affare).

Anche secondo l'OIC 24, l'avviamento generato internamente non può essere capitalizzato tra le immobilizzazioni immateriali; esso, infatti, non è suscettibile di vita propria indipendente e separata dall'azienda, non può essere considerato come un bene immateriale individuale, con diritti e rapporti autonomi, in quanto rappresenta una qualità dell'azienda[16].

Per quanto riguarda l'ammortamento dell'avviamento, ci si riferisce, sempre a livello nazionale, al Codice Civile e al Principio Contabile OIC 24.

L'art. 2426 c.c., comma 6, stabilisce che *"l'ammortamento dell'avviamento è effettuato secondo la sua vita utile; nei casi eccezionali in cui non è possibile*

[16] Organismo Italiano di Contabilità, OIC*, Principi contabili nazionali, revisione D.lgs. n.139,* 29 dicembre 2017

stimarne attendibilmente la vita utile, è ammortizzato entro un periodo non superiore a dieci anni".

L'OIC 24 ricalca quanto stabilito dalle norme del Codice Civile, disponendo che l'ammortamento dell'avviamento debba essere operato secondo la vita utile di quest'ultimo, la quale viene definita in sede di rilevazione iniziale dello stesso e non può essere modificata successivamente. Per il calcolo della vita utile dell'avviamento, l'azienda deve tenere in considerazione i fattori utili a stimare l'arco temporale entro il quale avranno manifestazione i benefici economici relativi all'avviamento.

Secondo l'OIC 24, per la stima della vita utile possono essere considerati come punto di riferimento l'arco temporale entro il quale l'azienda si attende di percepire benefici economici addizionali, il periodo di tempo entro il quale l'azienda si attende di recuperare l'investimento effettuato (*payback period*) sulla base di quanto deciso dall'organo decisionale della società o la media ponderata delle vite utili delle principali attività (*core assets*) acquisite con l'operazione di aggregazione aziendale[17].

Se, eccezionalmente, non si riesce a stimare la vita utile, l'OIC 24 prevede un periodo di ammortamento non superiore a 10 anni. Se vi dovesse essere una stima

[17] Laghi E., *L'ammortamento dell'avviamento*, Giappichelli Editore, Torino, 1994

della vita utile superiore a dieci anni, occorre una verifica delle circostanze e degli elementi oggettivi di tale stima. La vita utile non può, comunque, superare un arco temporale di venti anni.

CAPITOLO II

LA VALUTAZIONE DELL'AVVIAMENTO

2.1 I metodi di valutazione dell'azienda e dell'avviamento

La valutazione dell'avviamento deriva indirettamente dal valore che assume l'intera azienda in quanto lo stesso, essendo un tutt'uno con l'azienda, potrà assumere un determinato valore solo in base alle caratteristiche della stessa. Risulta, quindi, inscindibile la valutazione dell'avviamento dalla valutazione dell'azienda[18].

Esistono diversi metodi per determinare il valore di un'azienda come complesso economico in funzionamento e la scelta del metodo più opportuno varia in base al tipo di operazione economica per la quale la valutazione è richiesta, dal settore economico in cui l'azienda opera o dall'attività da essa svolta[19].

In generale, i metodi di valutazione cercano di esprimere il valore dell'azienda partendo da una determinata caratteristica dell'impresa, come potrebbe essere la

[18] Onida P., *Le valutazioni di bilancio: il capitale d'impresa*, Giuffrè Editore, Milano, 1947
[19] Paganelli O., *Valutazione delle aziende. Principi e procedimenti*, UTET, Torino, 1990

capacità di produrre redditi, oppure il valore del patrimonio che si è formato nel tempo, o ancora la capacità di generare flussi di cassa elevati.

I vari metodi utilizzati nella prassi per valutare le aziende, anche se alternativi tra di loro, proprio perché si basano sul fatto di dare maggior peso a un aspetto particolare dell'azienda, determinano risultati molto diversi. Così, la stessa impresa potrebbe avere un valore economico alto, se la valutazione avviene attraverso il metodo patrimoniale, e, allo stesso tempo, un basso valore se valutata con il metodo reddituale; questa differenza nasce dal fatto che si mettono a confronto due grandezze di natura differente, il patrimonio e il reddito, il primo rappresenta di norma un valore statico dell'azienda, mentre il secondo è un valore flusso, che si genera ogni anno e può variare per molteplici condizioni interne ed esterne all'azienda e del settore in cui opera. I due valori, anche se collegati, se considerati singolarmente mal rappresentano il valore dell'azienda, nel senso che non lo rappresentano appieno, non sono in grado cioè di far emergere, a volte, il valore complessivo dell'intera azienda che è rappresentata dal suo capitale economico in grado di generare un reddito nel tempo. Infatti, solo valorizzando congiuntamente capitale e reddito si è in grado di percepire e valorizzare l'avviamento.

I diversi metodi di valutazione dell'azienda che verranno analizzati nei paragrafi seguenti sono: il metodo patrimoniale, il metodo reddituale, il metodo "misto" patrimoniale-reddituale e il metodo finanziario.

2.2 Il metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale determina il valore dell'azienda in funzione del suo patrimonio, attraverso la valutazione delle sue componenti attive e passive, prescindendo dalla "capacità di reddito" dell'azienda e l'individuazione di un avviamento, positivo o negativo che sia; inoltre, è molto importante effettuare una distinzione tra il cosiddetto metodo patrimoniale "semplice" e "complesso".

Il metodo patrimoniale semplice definisce il valore del capitale economico come l'espressione a valori correnti di tutti i cespiti presenti nell'azienda e di tutti gli elementi attivi e passivi del patrimonio aziendale, cioè il patrimonio netto rettificato a valori correnti:

$$W = K$$

Questo metodo si caratterizza per la semplicità e oggettività riscontrabile nella stima del valore del patrimonio aziendale. Infatti, si valutano analiticamente i valori correnti di sostituzione dei beni e delle attività e passività presenti in azienda, non permettendo, però, di verificare la presenza di un avviamento positivo o negativo.

Al metodo patrimoniale semplice, che non considera il valore dei beni immateriali presenti in azienda, si affianca il metodo patrimoniale complesso che, al contrario, considera anche tali beni[20].

[20] Guatri L., *Valore e "intangibles" nella misura della performance aziendale*, EGEA Spa, Milano, 1997.

Il metodo patrimoniale complesso è definito di 1° grado quando valuta distintamente i beni immateriali, anche non contabilizzati in azienda, basandosi su delle stime di mercato, cioè il prezzo corrente per i beni simili a quello specifico che si intende valutare, come ad esempio il valore delle licenze commerciali, dei marchi, dei brevetti ecc. Di norma, non si dispone di un prezzo negoziato recente per questi beni immateriali specifici; tuttavia, si possono avere indicazioni su prezzi incassati o costi sostenuti per beni simili a quelli considerati per caratteristiche quantitative e qualitative. Spesso si rende necessario adattare il prezzo alla specifica situazione analizzata, poiché non vi è omogeneità tra il bene specifico da valutare e i beni di cui si hanno informazioni. A volte, invece, si hanno delle indicazioni sui prezzi dei beni similari che definiscono un minimo e un massimo entro i quali va contenuta la stima del bene.

Il metodo patrimoniale complesso di 2° grado, invece, è utilizzato per valutare i beni immateriali che non hanno un prezzo di mercato e la stima si basa sul costo o sulla redditività dei beni, attraverso quattro possibili procedimenti:

1. il costo di sostituzione o di riproduzione del bene, di generale diffusione, si basa sulla stima di quanto costerebbe oggi ricostruire da zero il bene, nell'ipotesi che esso non esistesse;
2. procedimento basato sulla capitalizzazione di costi effettivamente sostenuti, anche se questi non sono stati contabilizzati tra i cespiti nell'attivo dello stato patrimoniale in tutto o in parte;

3. procedimento di derivazione nord-americana, il cosiddetto costo della perdita o cost of loss, che esprime la stima di quanto sarebbero disposti a pagare i responsabili di un'azienda per riavere subito uno strumento operativo che è venuto improvvisamente a mancare;
4. procedimento, infine, basato sulla redditività attesa da un certo bene immateriale come, ad esempio, il valore di marchi rilevanti che può essere stimato in base alle royalties ottenibili per concessione a terzi.

I metodi patrimoniali complessi devono essere considerati come uno sforzo in più, rispetto al metodo patrimoniale semplice, di oggettivare la stima dell'azienda, tenendo in considerazione anche specifici beni i cui valori sono calcolati con obiettività e suscettibili di controllo[21]. Tuttavia, anche la stima patrimoniale complessa è una valutazione non definitiva dell'azienda: è solo un'informazione che, insieme ad altre, concorre alla razionale composizione delle scelte finali in ordine a tale valutazione.

Inoltre, il metodo patrimoniale può assumere una nuova valenza qualora attribuisca il giusto valore ai beni immateriali e alla dinamica del suo valore, senza però dimenticare che, per valorizzare correttamente tali beni, bisogna sempre fare riferimento ai flussi che creano. L'informazione patrimoniale è allora sempre utile, non solo per dividere il valore complessivo dell'azienda trovato

[21] Brugger G., La valutazione dei beni immateriali legati al marketing e alla tecnologia, in *Finanza, Marketing e Produzione,* n. 3, 1985; Fellegara A.M., *I valori delle immobilizzazioni immateriali nelle sintesi di esercizio,* Giuffrè, Milano, 1995.

nelle sue parti, ma anche per produrre rilevanti informazioni e osservazioni quali: la misura dell'avviamento, inteso come differenza tra valore globale dell'azienda e capitale netto investito; il valore dei beni immateriali e la loro dinamica nel tempo; la dinamica del valore dell'impresa, dal quale emerge senza dubbio anche la dinamica sull'avviamento; la determinazione del capitale proprio per ricostruire la struttura finanziaria dell'impresa e determinare il profilo del rischio e quindi la scelta del tasso di attualizzazione dei flussi; la misurazione del valore generato per comprendere se si crea o si distrugge valore.

Il metodo patrimoniale diventa, allora molto utile quale complemento di altri metodi valutativi, in quanto favorisce la comprensione della composizione aziendale e, in questo modo, anche l'eventuale avviamento rinvenibile in azienda.

2.3 Il metodo reddituale

Il metodo reddituale fonda il proprio presupposto sulla capacità dell'azienda di generare un flusso reddituale riproducibile in futuro. Il valore del capitale economico (W) viene, dunque, stimato, sul piano quantitativo, come funzione del reddito atteso (R). Pertanto, si può affermare che il valore di una impresa è

direttamente correlato ai redditi che essa è in grado di produrre: tanto più alto sarà il reddito atteso, tanto maggiore sarà il valore dell'impresa[22].

Tale metodo può essere applicato con due diversi procedimenti:

- determinando il reddito netto atteso di singoli esercizi per tutta la durata di vita dell'azienda, scontato all'epoca della valutazione, ed aggiungendo ad esso il valore attuale del prezzo di realizzo dell'azienda alla fine del periodo considerato;
- determinando il reddito medio-normale atteso (R), da capitalizzare con idoneo tasso di capitalizzazione (i), applicando, a seconda dei casi, la formula della rendita perpetua ($W = R/i$), se l'azienda ha una durata indefinita, o del valore attuale di una rendita temporanea di n anni ($W = R \cdot a_{n|i}$), se la durata residua può essere esattamente individuata.

La durata dell'azienda, in linea di principio, può essere considerata illimitata e, in alcuni casi particolari, si può individuare, con sufficiente approssimazione, una specifica durata.

La determinazione del reddito medio-normale atteso è, invece, molto importante e, in merito a ciò, possono essere utilizzati diversi procedimenti[23]:

- la media dei risultati "storici" degli ultimi tre-cinque anni;

[22] Zanda G., *Il valore economico del capitale d'impresa. La valutazione delle aziende*, Torino, Giappichelli Editore, 2015.
[23] Guatri, L., & Bini, M., *Nuovo trattato di valutazione delle aziende,* EGEA, Milano, 2007

- l'estrapolazione dei risultati "storici" nel futuro per tener conto di alcuni elementi che possono modificare in modo rilevante il reddito conseguito negli ultimi esercizi;
- la determinazione del reddito in base ai piani e ai programmi di gestione dell'impresa;
- la determinazione del reddito attraverso il "metodo dell'innovazione", facendo riferimento al reddito virtualmente attendibile;

Generalmente, questi metodi possono essere utilizzati anche simultaneamente, ad esempio il metodo dei risultati storici e il metodo del reddito programmato, tuttavia, quanto più ci si distacca da dati effettivi e storicamente conseguiti, tanto più si rischia di stimare tale reddito sulla base di congetture che potrebbero, in futuro, rivelarsi infondate.

Aspetto fondamentale da tenere in considerazione, indipendentemente dal metodo utilizzato, è che il reddito deve essere, oltre che "medio", anche "normale", ossia al netto di componenti straordinarie, come costi e ricavi (rivalutazioni e svalutazioni straordinarie, sopravvenienze ecc.) derivanti da operazioni anomale e non ripetibili. Resta poi da determinare il tasso di capitalizzazione che rappresenta l'operazione più delicata e importante poiché, a parità di reddito, a piccole variazioni del tasso, corrispondono rilevanti differenze nel valore dell'azienda[24].

[24] Organismo Italiano Di Valutazione (OIV), *Principi Italiani di Valutazione (PIV)*, EGEA, Milano, 2015

Il procedimento per la determinazione del tasso si sostanzia in due fasi fondamentali:

- determinazione del tasso di rendimento per investimenti di una certa durata, privi di rischio o a rischio limitato che deve essere reale, al netto d'inflazione e al netto d'imposta;
- determinazione una maggiorazione di tale tasso, che tenga conto della specifica rischiosità dell'investimento nell'azienda da valutare, consentendo poi di individuare un tasso intermedio tra i due (minimo e massimo).

Questo metodo, in via generale, è da preferirsi a quello patrimoniale in quanto, considerando il reddito, si tiene conto del possibile avviamento anche se esso non è stimato autonomamente ma solo indirettamente come differenza.

In conclusione, il metodo reddituale, generalmente, viene applicato nelle aziende nelle quali la componente reddituale è assolutamente prevalente rispetto alla struttura patrimoniale mentre, deve ritenersi inopportuno per la stima del valore di aziende neo-costituite, di aziende inattive o in declino.

2.4 Il metodo "misto" patrimoniale-reddituale

Il metodo di valutazione misto patrimoniale reddituale con stima autonoma del *goodwill*, molto usato nella pratica, soprattutto in Europa, è considerato un buon metodo di valutazione soprattutto per le piccole e medie imprese.

Infatti, questo metodo, che attua una sorta di mediazione tra pregi e difetti dei criteri patrimoniali e reddituali, consente di considerare tanto le prospettive di reddito dell'azienda, quanto la sua effettiva consistenza patrimoniale: la stima sarà idonea a riflettere gli elementi di obbiettività e verificabilità propri dell'analisi patrimoniale (valutazione dell'attivo, ivi compresi i beni e i diritti, al netto dei capitali dei terzi investiti in azienda), senza tuttavia trascurare le attese reddituali, concettualmente più rappresentative del valore economico dell'azienda[25].

In sostanza, si cerca di unire insieme il metodo patrimoniale, che, come si è detto in precedenza, non è sufficiente da solo a individuare il valore dell'impresa, con il metodo reddituale, che in questo caso è utilizzato per calcolare il valore dell'avviamento. Il medesimo prevede, in concreto, la determinazione del valore del patrimonio netto dell'azienda, mediante la verifica della consistenza delle attività ivi investite, al netto delle corrispondenti passività, a cui si aggiunge l'avviamento che rettificherà in aumento (goodwill) o in diminuzione (badwill), il già menzionato valore patrimoniale[26].

Nel modello di base, il valore del capitale economico di una determinata impresa al momento t_0 è ottenibile dalla somma algebrica del valore del patrimonio netto (K) al momento t_0, espresso a valori correnti, con il valore di avviamento, positivo o negativo.

[25] Zanda G., op cit; Guatri L., op. cit.
[26] Pavone P., *La valutazione delle aziende. Metodologie e casi applicativi,* Franco Angeli, Milano, 2021

Pertanto, il valore dell'impresa è così individuato:

$$W = K + A$$

dove *W* identifica il valore complessivo dell'impresa, *K* il valore patrimoniale rettificato e *A* il valore dell'avviamento, che potrebbe essere anche negativo e quindi rappresentare un badwill.

Il valore dell'avviamento viene determinato tramite il metodo reddituale poiché si parte dall'assunto che l'avviamento non è altro che la capacità di un'azienda di produrre maggiori profitti.

Si cerca, allora, di calcolare l'avviamento (A) in rapporto al reddito e al patrimonio aziendale, se si considera un'azienda con durata illimitata, si ha la seguente formula:

$$A = (R - Ki)\ a_{n}|_{i},$$

dove *R* e *K* rappresentano il reddito e il patrimonio aziendale rettificato, *i* rappresenta il tasso di remunerazione medio del patrimonio investito, che spesso coincide con il rendimento medio del settore in cui opera l'azienda oppure con il tasso utilizzato nel metodo reddituale (sommatoria del tasso di rendimento per investimenti a rischio zero e il premio per il rischio), mentre $a_{n}|_{i}$, rappresenta il coefficiente di attualizzazione, cioè il valore attuale, all'interesse composto, di una rendita unitaria annuale posticipata del sovra-reddito.

Questa ipotesi semplicistica, utilizzata operativamente per la sua semplicità di calcolo, non tiene conto di alcune riflessioni nello scegliere i valori di *R* e *K*.

Infatti, nella formula generale non si tiene conto del variare di *K*. Esso è considerato uguale per tutto il periodo di riferimento, anche se questo difficilmente si verifica nella realtà, infatti ogni anno varia in ragione dell'utile non distribuito e per la parte di incrementi (o decrementi) sul valore di mercato delle immobilizzazioni materiali e immateriali. Inoltre, il valore di *K* varia a seconda che si utilizzi una stima patrimoniale semplice, che non include il valore dei beni immateriali, piuttosto che una stima complessa, che include nel valore di *K* alcuni beni immateriali valutati attraverso determinate metodologie.

Invece, R rappresenta il reddito medio-normale, calcolato cioè con riferimento a normali condizioni di mercato e di esercizio del business per l'azienda considerata.

Altro punto rilevante è il rapporto di coerenza che dovrebbe esistere tra il valore rettificato attribuito a K, capitale, e il valore del reddito R; infatti, ad esempio, se è aumentato il valore di un bene strumentale impiegato nell'attività, quantomeno dovrà essere rivisto l'ammortamento che è imputato nel singolo esercizio e che, quindi, si traduce in una diminuzione del valore reddito.

Il pregio di utilizzare questo metodo è la volontà di determinare l'avviamento tramite un procedimento autonomo e che rispecchia, in parte, quello che è il concetto di avviamento.

Si cerca così di indagare se effettivamente il reddito prodotto dall'azienda si scosta, e se sì di quanto, rispetto al reddito prodotto da normali aziende.

Tuttavia, anche qui occorre stabilire cosa sia normale, cioè qual è il tasso *i* tale da remunerare normalmente o in modo congruo il capitale, e come deve essere scelto[27].

Al riguardo, il tasso *i* dovrebbe misurare il rendimento minimo che giustifica l'investimento nel capitale di rischio della specifica azienda oggetto di valutazione, tuttavia la valutazione di tale tasso non è mai semplice e, per lo più, si presta alla valutazione soggettiva degli operatori.

L'orizzonte temporale da adottare per il calcolo dell'avviamento (*n* nella espressione $a_{n|i'}$) è da stimare in base alla natura delle circostanze che danno luogo ai sovra-redditi, pur sapendo che orizzonti temporali molto lunghi sono difficilmente realistici in quanto le condizioni generatrici di reddito sono destinate ad estinguersi o ad attenuarsi nel corso degli anni. Prudenzialmente, si tende a valutare l'avviamento con *n* che può variare tra 3 e 5 anni; tuttavia, per alcune aziende dotate di stabile ed elevata redditività, si può ragionevolmente elevare l'arco temporale in considerazione fino a 8-10 anni.

Il tasso di attualizzazione del sovra-reddito *i'* è da riferirsi al puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo, cioè un mezzo per trasferire i valori dal tempo t_i al tempo iniziale t_0, senza essere collegato a fattori di rischio specifico dell'azienda ma, piuttosto, a parametri finanziari a rischio zero.

---

[27] Pizzo M., *L'avviamento nella valutazione d'azienda. Profili dottrinali e applicativi*, CEDAM, Padova, 1999

Anche se *i* ed *i'* potrebbero coincidere, ciò sarebbe un'eccessiva semplificazione, e quindi generalmente *i'* è da intendersi come la combinazione di più elementi: la pura remunerazione finanziaria del capitale investito (tasso *risk - free*) e il rischio della specifica azienda (variabilità del suo rendimento atteso rispetto a quella del rendimento medio del mercato azionario).

2.5 Il metodo finanziario

Nell'ambito dei metodi indiretti basati su grandezze flusso, i metodi finanziari si ispirano al concetto generale che il valore di un'azienda è pari al valore attualizzato di tutti i flussi di cassa che essa sarà in grado di generare. L'azienda viene considerata come un'entità, una particolare forma di investimento che genera flussi finanziari[28].

Il metodo finanziario, o *Discounted Cash Flow*, è in grado di attribuire un valore a qualsiasi iniziativa indipendentemente dalle sue caratteristiche[29]. Ciò è possibile poiché tale metodo misura il valore dell'impresa tramite l'attualizzazione dei flussi di cassa che questa genererà per i suoi azionisti e questo è indubbio in qualsiasi settore operi l'impresa.

---

[28] Caratozzolo M., *I bilanci straordinari. Profili economici civilistici e tributari*, Giuffrè Editore, Milano, 1996

[29] Damodaran A. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). John Wiley & Sons, 2012.

Pertanto, il valore economico di un'azienda è pari alla somma dei componenti dati dal valore netto attuale e dal valore finale, in cui il primo è dato dai flussi di cassa che l'azienda sarà in grado di generare per un numero definito di anni, facenti parte di una previsione analitica esplicita, mentre il valore finale è dato da un flusso di cassa sostenibile in perpetuità dall'azienda negli anni successivi al periodo analitico esplicito considerato per la determinazione del valore netto attuale.

La valenza del metodo finanziario è innegabile, data la rilevanza dei flussi di cassa; tuttavia, l'affidabilità delle stime sulla misura e il tempo in cui le risorse finanziarie si genereranno e si libereranno si scontra, nella pratica, con la difficoltà di prevedere i flussi finanziari, il che restringe notevolmente l'ambito di applicazione di questo metodo ai soli casi in cui sia sufficientemente affidabile la previsione sui flussi finanziari. Inoltre, i flussi finanziari possono essere assunti al lordo degli oneri finanziari, in questo caso il metodo finanziario è definito *unlevered*, che è anche la metodologia più utilizzata, oppure possono essere assunti al netto dell'incidenza degli oneri finanziari, o metodologia *levered*.

La formula che esprime il valore atteso dal metodo finanziario è la seguente:

$$W = \Sigma_1^{\ n} FCt/(1+i)^t + Vr/(1+i)^n$$

dove *W* indica il valore dell'azienda che è dato dalla sommatoria per *t* che va da 1 a *n* dei flussi di cassa (*FC*) disponibili al tempo *t* attualizzati al tasso *i*, a cui si somma il valore residuo dell'azienda (*Vr*) al tempo *n*.

La maggiore criticità nell'applicare questo metodo deriva dalla difficoltà nel determinare i flussi attesi in un arco temporale necessariamente ampio, di norma non oltre i cinque anni, poiché l'affidabilità del modello è strettamente correlata al grado di obiettività e coerenza nella stima degli elementi utilizzati per la costruzione dei flussi.

Il calcolo del flusso di cassa, utilizzando il metodo *unlevered*, si può così rappresentare[30]:

Utile netto d'esercizio (fatturato-costi operativi)
+ oneri finanziari
- proventi finanziari
+ imposte dell'esercizio
= reddito lordo
- imposte ricalcolate
= reddito operativo
+ ammortamenti
+/- accantonamenti TFR e altri fondi
+/- incrementi/decrementi capitale fisso
+/- incrementi/decrementi capitale circolante
+/- incrementi/decrementi debiti medio lungo termine
= flusso di cassa (FCt) o *free cash flow*

Con riferimento alla struttura appena esposta, è doveroso precisare che gli ammortamenti e accantonamenti costituiscono dei costi non finanziari, cioè non rappresentano degli utilizzi di risorse finanziarie; tuttavia, concorrono alla determinazione del reddito imponibile e, perciò, vanno ricompresi nel calcolo dei flussi.

[30] Pivato G., *Trattato di finanza aziendale*, Franco Angeli, Milano, 1986,

Per capitale circolante netto operativo si intende la differenza tra la somma dei crediti verso clienti e le giacenze di magazzino, da un lato, e la somma dei debiti commerciali dall'altro, senza tener conto delle disponibilità liquide. Le variazioni del capitale circolante netto operativo influenzano il flusso di cassa dell'azienda, infatti, gli incrementi costituiscono degli impieghi finanziari, mentre le riduzioni del capitale circolante sono una fonte finanziaria. Ciò è da considerare nel calcolo dei flussi di cassa poiché un incremento del capitale circolante comporta una riduzione dei flussi disponibili e, quindi, un assorbimento delle risorse finanziarie disponibili.

Determinati i flussi di cassa attesi, bisognerà stabilire il valore del tasso di attualizzazione che, nel caso del metodo *levered,* è sostanzialmente simile al tasso considerato in precedenza con il metodo reddituale (sommatoria del tasso sugli investimenti privi di rischio e del premio per il rischio) mentre, nel caso *unlevered,* si tende ad utilizzare il costo medio ponderato del capitale (sia proprio che di terzi) *WACC*, utilizzato anche come tasso di attualizzazione del valore residuo[31].

Infine, il valore residuo aziendale può essere determinato in tre differenti modi:

- il capitale netto, considerato proprio come la differenza tra attività e passività patrimoniali risultanti dal bilancio finale;

[31] Massari, M. & Dallochio, M**.,** *Finanza aziendale. Valutazione, mercati, corporate governance*, McGraw-Hill Education, Milano, 2020

- la stima reddituale, cioè l'attualizzazione del reddito medio degli ultimi 3/5 anni;
- il valore finanziario, quale stima del valore patrimoniale aziendale rettificato dei flussi di finanziamento e di investimento.

Il metodo finanziario, pur restando per la dottrina il metodo per eccellenza poiché la logica di tale metodo è ineccepibile sul piano teorico, trova comunque molteplici difficoltà dal punto di vista pratico. Ai fini dell'avviamento, il metodo finanziario si ricollega ai metodi indiretti, affiancandosi così a quello reddituale, poiché permette di calcolare il valore complessivo dell'azienda senza considerare la composizione del patrimonio aziendale.

Quindi, nel metodo finanziario, anche se nei flussi considerati si può ipotizzare che una parte sia ricollegabile all'avviamento presente in azienda, poiché il flusso di cassa deriva anche dal reddito operativo conseguito dall'azienda, non è possibile ricollegare direttamente l'avviamento al flusso generato, poiché quest'ultimo potrebbe dipendere esclusivamente dalla gestione finanziaria degli elementi presenti nell'attivo e nel passivo dell'azienda.

CONCLUSIONI

Il presente lavoro ha preso in esame una tematica complessa e dibattuta dell'economia aziendale e della dottrina contabile: la valutazione dell'avviamento. Si è analizzato l'avviamento sotto il profilo concettuale e contabile ma anche sotto l'aspetto più strettamente operativo e quantitativo, delineando le caratteristiche di un asset immateriale che rappresenta una componente importante del valore aziendale.

Nel primo capitolo è stata approfondita la natura concettuale dell'avviamento, distinguendolo chiaramente tra goodwill e badwill, e specificando la distinzione tra avviamento diretto, legato a fattori interni e specifici dell'organizzazione, e avviamento indiretto, derivante da sinergie esterne e condizioni di mercato. La panoramica sul trattamento contabile e l'ammortamento ha approfondito gli aspetti contabili e di bilancio di un elemento per sua natura intangibile e dinamico.

Il secondo capitolo ha costituito la parte principale della tesi, focalizzandosi sui principali modelli sviluppati dalla dottrina per la stima quantitativa dell'avviamento. Dal confronto dei diversi approcci emergono le seguenti considerazioni di sintesi.

Il metodo patrimoniale, pur offrendo una solida base di partenza ancorata ai valori correnti dei singoli elementi attivi e passivi, si dimostra parziale poiché non riesce

a catturare l'attitudine del complesso aziendale a generare ricchezza prospettica in quanto sistema organizzato.

Il metodo reddituale e finanziario identificano, invece, l'avviamento come la capitalizzazione del sovrareddito o dei flussi di cassa attesi, superiori alla norma. La loro applicazione pratica, tuttavia, risente dell'inevitabile soggettività insita nella formulazione delle previsioni economico-finanziarie e nella scelta dei tassi di attualizzazione.

Il metodo misto patrimoniale-reddituale si configura, spesso, come la soluzione più equilibrata e diffusa nella prassi professionale in quanto, combinando la consistenza patrimoniale con la capacità di produrre reddito, questo approccio corregge i limiti dei singoli metodi e valorizza l'avviamento come l'attualizzazione del differenziale di profitto (extra-reddito) per un arco temporale definito.

In conclusione, la valutazione dell'avviamento non può essere ridotta ad un semplice calcolo matematico. Essa si configura, invece, come un processo di giudizio integrato, in cui la scelta dei metodi di valutazione deve necessariamente tenere conto delle caratteristiche proprie delle aziende e delle dinamiche strategiche d'impresa. L'equilibrio tra la consistenza del patrimonio e la sostenibilità dei redditi futuri esprime un valore d'azienda che sia non solo tecnicamente corretto, ma economicamente fondato.

BIBLIOGRAFIA

BALDUCCI D., *La valutazione dell'azienda*, Edizioni FAG, Milano, 2006

BERETTA ZANONI A., *Il valore delle risorse immateriali. Equilibrio economico aziendale, beni immateriali e risorse intangibili,* Il Mulino, Bologna, 2005

BESTA F., *La Ragioneria*, Vallardi, Milano, 1922

BIANCHI MARTINI S., *Interpretazione del concetto di avviamento. Analisi dei principali orientamenti della dottrina italiana,*, Milano, Giuffrè Editore, 1996

BRUGGER G., La valutazione dei beni immateriali legati al marketing e alla tecnologia*,* in *Finanza, Marketing e Produzione,* n. 3, 1985

CARATOZZOLO M., *I bilanci straordinari. Profili economici civilistici e tributari*, Giuffrè Editore, Milano, 1996

COMMONS J.R., *Industrial Goodwill*, McGraw-Hill Book Company, New York, 1919

DAMODARAN A. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). John Wiley & Sons, 2012

FELLEGARA A.M., *I valori delle immobilizzazioni immateriali nelle sintesi di esercizio,* Giuffrè, Milano, 1995

GUATRI L., *L'avviamento d'impresa, un modello quantitativo per l'analisi e la misurazione del fenomeno*, Giuffrè Editore, Milano, 1957

GUATRI L., *Valore e "intangibles" nella misura della performance aziendale*, EGEA Spa, Milano, 1997

GUATRI, L., & Bini, M., *Nuovo trattato di valutazione delle aziende,* EGEA, Milano, 2007

L. MARCHI, S. MARASCA, *Introduzione all'economia aziendale. Il sistema delle operazioni e le condizioni di equilibrio aziendale*, Torino, Giappichelli Editore, 2021

LAGHI E., *L'ammortamento dell'avviamento*, Giappichelli Editore, Torino, 1994

MALTHUS, T. R**.,** *Principi di economia politica considerati dal punto di vista della loro applicazione pratica (1820)*, trad. it., Istituto Centrale di Statistica, UTET, Torino, 1936

MASSARI M. & DALLOCHIO M**.,** *Finanza aziendale. Valutazione, mercati, corporate governance*, McGraw-Hill Education, Milano, 2020

MORO VISCONTI R., 2009, La valutazione economica dell'avviamento, Il diritto industriale, n. 5, p. 470

ONIDA P., *Le valutazioni di bilancio: il capitale d'impresa*, Giuffrè Editore, Milano, 1947

Organismo Italiano di Contabilità, OIC*, Principi contabili nazionali, revisione D.lgs. n.139,* 29 dicembre 2017

Organismo Italiano Di Valutazione (OIV), *Principi Italiani di Valutazione (PIV)*, EGEA, Milano, 2015

PAGANELLI O., *Valutazione delle aziende. Principi e procedimenti*, UTET, Torino, 1990

PAVONE P**.,** *La valutazione delle aziende. Metodologie e casi applicativi,* Franco Angeli, Milano, 2021

PIVATO G., *Trattato di finanza aziendale*, Franco Angeli, Milano, 1986

PIZZO M., *L'avviamento nella valutazione d'azienda. Profili dottrinali e applicativi*, CEDAM, Padova, 1999

RICARDO D., *Principi di economia politica e dell'imposta, UTET, Torino, 2006*

SABATINO P, 2019, Avviamento: metodi di valutazione e rilevazione in bilancio, *Fisco & Contabilità*, n. 15

ZANDA G., *Il valore economico del capitale d'impresa. La valutazione delle aziende*, Torino, Giappichelli Editore, 2015

ZANDA G., LACCHINI M., *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, 1994

ZAPPA G., *Il reddito d'Impresa. Scritture doppie, conti e bilanci di aziende commerciali*, Giuffrè, Milano, 1937

ZAPPA G., *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Vol. I, Giuffrè Editore, Milano, 1956

RINGRAZIAMENTI

Arrivare alla stesura dei ringraziamenti significa che questo percorso universitario è giunto al termine. Sono stati anni intensi, fatti di ostacoli e difficoltà ma anche e soprattutto di bei momenti e di grandi soddisfazioni. In questo cammino non sono mai stato solo, ed è per questo che desidero ringraziare di cuore tutte le persone che mi hanno accompagnato.

Vorrei partire dai miei genitori, Gianni e Paola, perché senza di loro non sarebbe stato possibile intraprendere questa strada. Mi hanno dato la forza per iniziare e la determinazione per continuare questo percorso e, anche quando ci siamo scontrati o abbiamo visto le cose in maniera diversa, in fondo ho capito che ogni loro parola è sempre stata dettata solo dal desiderio di vedermi felice e realizzato. Un ringraziamento particolare va a mio padre Gianni che mi ha sempre supportato, aiutato e spinto a non mollare nel momento più difficile.

A mia sorella Anna che, nonostante la differenza di età e le solite piccole litigate, rimarrà sempre la persona su cui posso fare affidamento qualsiasi cosa accada e la mia più grande complice con cui posso confidarmi senza paura di essere giudicato.

Ai miei nonni, Pietro, Lucia, Pasquale e Dina, ai miei zii Massimiliano e Rosaria e ai miei cugini Silvia e Luca che hanno seguito ogni momento di questo percorso trasmettendomi sempre la loro gioia ed entusiasmo per ogni traguardo raggiunto.

A Frank, il mio cane, leggenda.

Alla mia ragazza, Denise, con cui ho passato i tre anni migliori della mia vita, con cui sono cresciuto e migliorato e sicuramente senza la quale non sarei la persona che sono ora. Un ringraziamento speciale va a lei per tutti gli incoraggiamenti, i consigli e il grande supporto che mi ha dato in questi anni, riuscendo a trovare sempre le parole giuste per sostenermi nei momenti più difficili e aiutandomi a risolvere ogni mio piccolo problema.

Al mio gruppo di amici, le persone che mi conoscono da una vita. A loro devo gran parte dei momenti più belli in questi anni e so che, in qualsiasi momento, positivo o negativo, posso contare su di loro.

Desidero ringraziare il mio Relatore, il Prof. Marco Gatti, per la disponibilità e per tutte le preziose indicazioni fornite durante la stesura della tesi che mi hanno permesso di portare a termine nel migliore dei modi questo lavoro.

Infine, voglio ringraziare me stesso, per la persona che sono diventato e per aver finalmente capito l'importanza dei sacrifici, dell'impegno e della dedizione che ho necessariamente dovuto dedicare in questo percorso e che mi hanno permesso di raggiungere il traguardo che mi ero prefissato.