



di Alfonso Scarano\* e Giuseppe Di Napoli\*\*

## Calcolo del Terminal Value (TV) e rispetto delle condizioni di coerenza

### Abstract

L'analista finanziario utilizza spesso come modello di stima, nella pratica corrente di valutazione dei titoli quotati, un modello *Discounted Cash Flow (DCF)* a due stadi, ovvero un primo periodo di stima esplicita dei flussi monetari attesi (generalmente tra i 5 e gli 8 anni) ed un valore residuo detto *Terminal Value (TV)*, che impatta notevolmente sul risultato finale della valutazione. Ma sia all'autore della valutazione che al lettore del risultato della stessa dovrebbe essere ben messo in rilievo il rispetto delle condizioni di coerenza che se non adottate darebbero luogo ad un risultato che generalmente si definisce con un certo tatto "incoerente" ma più precisamente dovremmo definire "errato" o con linguaggio tecnico "cannato". Obiettivo di questo articolo è di chiarire quale filo di ragionamento conduce alla fissazione delle condizioni di coerenza, e di segnalare al lettore di una valutazione che una mancanza di esemplare trasparenza analitica su questo importante aspetto dovrebbe far accendere una maggiore attenzione riguardo la qualità dello studio.

### Il Terminal Value, questo sconosciuto!

L'analista finanziario utilizza spesso come modello di stima, nella pratica corrente di valutazione dei titoli quotati, un modello *Discounted Cash Flow (DCF)* a due stadi, ovvero un primo periodo di stima esplicita dei flussi monetari attesi (generalmente tra i 5 e gli 8 anni) ed un valore residuo detto *Terminal Value (TV)*. Analiticamente possiamo esprimere il modello come:

Valore di Impresa =

$$\sum_{i=1}^T \frac{FCFF_i}{(1+wacc)^i} + \frac{\text{Terminal Value}}{(1+wacc)^{T+1}}$$

in cui *Terminal Value (TV)* =

$$= \frac{FCFF_T * (1+g)}{(wacc_{T+1} - g)}$$

e dove  $g$  = tasso di crescita di lungo periodo atteso

La stessa formula diventa pertanto:

Valore Impresa =

$$\sum_{i=1}^T \frac{FCFF_i}{(1+wacc)^i} + \frac{FCFF_T * (1+g)}{(wacc_{T+1} - g) * (1+wacc)^{T+1}}$$

Apprendiamo da un recente articolo<sup>1</sup> pubblicato sulla rivista dell'Associazione Italiana degli Analisti Finanziari, i risultati di una ricerca condotta presso l'università di Bergamo sulla congruità del valore del *TV*, effettuato su un campione rappresentativo di *reports* di valutazione su società quotate europee (circa 800 *reports*).

Lo studio evidenzia che circa il 10% dei *reports* di analisi riporta un valore di *TV* incoerente con le logiche sottostanti al modello *DCF*. Infatti la premessa tecnica e metodologica per poter calcolare il *TV* come rendita perpetua dell'ultimo flusso di cassa della previsione esplicita

con un dato tasso di crescita ( $g$ ), è che l'azienda abbia raggiunto, nell'anno da cui parte il calcolo del valore residuo, una fase di sostanziale stazionarietà della crescita (*steady state*). Si va ad ipotizzare che da quell'anno l'impresa cresca costantemente ad uno stesso tasso per sempre.

Le forze di mercato e della concorrenza agiscono continuamente per limare gli extraprofiti raccolti dall'azienda, ovvero il guadagno dell'impresa rispetto al costo del capitale investito dalla stessa. Al massimo l'impresa potrà crescere ad un tasso compatibile con quello della crescita economica generale ma allo stesso tempo in linea con la sostenibilità dell'investimento aggiuntivo che sostiene la crescita. Per quanto concerne il primo dei due aspetti è doveroso sottolineare che nessuna impresa può crescere nel lungo periodo (*steady state*) ad un tasso superiore a quello del sistema economico in cui opera, perché alternativamente significherebbe ammettere che nel lungo termine quell'impresa arriverà ad avere un volume di ricavi maggiore del PIL nazionale. In tal senso la ricerca

#### NOTE

\* Socio Aiaf dal 1997, Consigliere nel Direttivo AIAF, Diploma CEFA, Docente ai Corsi; AD FinAnalitica Srl (scarano@finanalitica.com).

\*\* AD Gecofin Srl (www.areagecofin.it) società di consulenza finanziaria specializzata nel supporto alle PMI (dinapoli@agevolando.it).

<sup>1</sup> I reports degli analisti: un'indagine svolta nell'Università di Bergamo; di Lucio Cassia e Silvio Vismara. **Valuation accuracy and infinity horizon forecasts**, anno 2005, *Department of Economics and Technology Management University of Bergamo*.



## Calcolo del Terminal Value (TV) e rispetto delle condizioni di coerenza



condotta dall'Università di Bergamo mette in evidenza un tasso medio di crescita di lungo periodo del campione di reports esaminati pari all'1,77% (con una forchetta che va dall'1,67% all'1,82%) quindi non superiore alla variazione attesa dei prezzi di lungo periodo nell'area Euro.

Per il secondo aspetto occorre ricordare che esiste una relazione diretta fra crescita delle aziende in termini di fatturato, redditività, flussi di cassa e quota di reddito re-investito nell'attività, oltre che naturalmente dal rendimento dei nuovi investimenti.

Lo studio dei ricercatori dell'Università di Bergamo è stato uno stimolo importante per approfondire nel dettaglio tecnico le questioni rilevanti per il calcolo analitico del TV.

Possiamo dividere metodologicamente le scelte effettuate dall'analista in:

1. scelta dell'orizzonte temporale del primo stadio, con l'esplicitazione analitica del dettaglio dei flussi ne deriva implicitamente la scelta del valore del flusso considerato poi nella valutazione del TV;
2. scelta del tasso di crescita  $g$ ;
3. verifica della sostenibilità di crescita del flusso ( $g$ ) coerentemente alla sostenibilità dell'investimento aggiuntivo, che è il fattore abilitante perché il flusso stesso cresca.

Non affrontiamo i primi due punti, che sono specifici della singola analisi, ma ci concentriamo sul tema della sostenibilità della crescita del flusso ( $g$ ).

È infatti logico pensare che una quota di reddito operativo, netto delle imposte che definiamo come  $h_T$ , coefficiente di reinvestimento del *Nopat*, debba essere re-investito per finanziare la crescita dell'impresa.

La crescita ( $g$ ) del *cash flow* che appare nella formula del calcolo del TV, appare come il prodotto tra la redditività marginale ( $ROIC_{NI}$ ) ed appunto la quota parte di *Nopat* reinvestita ( $h_T$ ).

$$g = ROIC_{NI} * h_T$$

Con un esempio se  $ROIC_{NI}=4\%$ ,  $h_T=50\%$  avremo che  $g=4\%*50\%=2\%$  (tasso di crescita di lungo periodo)

Si ottiene un calcolo del TV coerente se la crescita è sostenibile e dunque se è opportunamente finanziata nella parte di investimento specificamente dedicata alla crescita, per mezzo di una quota di *Nopat*. La crescita è ininfluente se il costo medio del capitale investito eguaglia il rendimento che l'impresa può esprimere ( $WACC=ROIC_{NI}$ ), poiché il rendimento dei nuovi investimenti eguaglia il costo medio del capitale associato, nel senso che la crescita c'è anche ma non porta un contributo al valore del TV perché non vi è differenziale tra guadagno dell'impresa e costo medio del capitale investito

$$g = wacc * h_T$$

In sostanza abbiamo ripreso in forma tecnica quanto espresso precedentemente circa il fatto che nella fase di crescita stabile, l'impresa non riesce più ad ottenere extra-rendimenti dai suoi investimenti ( $ROIC > wacc$ ) così come poteva fare nella fase precedente (per via della concorrenza e dell'allineamento verso performance medie di settore) e quindi continuerà a crescere senza ottenere extra-profitti con un graduale allineamento del rendimento del capitale investito al suo costo ( $ROIC = wacc$ ).

Vediamo ora in dettaglio la condizione di coerenza del reinvestimento della quota di *Nopat*.

Partiamo dalla formula di calcolo del TV

vista all'inizio:

$$TV = \frac{FCFF_T * (1 + g)}{wacc_{T+1} - g}$$

ricordandoci che i flussi di cassa derivano dal reddito operativo disponibile al netto delle imposte e del re-investimento, e che quindi esiste il seguente legame fra flussi e *Nopat*

$$FCFF_{T+1} = Nopat_{T+1} * (1 - h_T)$$

che per semplicità esponiamo così

$$FCFF_{T+1} = Nopat(\text{normalizzato})_{T+1}$$

quota di *Nopat* netta della parte reinvestita. La formula del TV cambia nel seguente modo

$$TV = \frac{Nopat(\text{normalizzato})_{T+1}}{wacc_{T+1} - g}$$

vedremo successivamente come calcolare il coefficiente di reinvestimento  $h_T$  coerente con la sostenibilità e cosa accade quando questo eguaglia il rapporto tra tasso di crescita e redditività dei nuovi investimenti:  $h_T = g / ROIC_{NI}$  e dunque sostituendo:

$$Nopat(\text{normalizzato})_{T+1} = Nopat_{T+1} * (1 - g / ROIC_{NI})$$

La formula completa diventa dunque:

$$TV = \frac{Nopat_{T+1} * (1 - g / ROIC_{NI})}{wacc_{T+1} - g}$$

dove:

- $Nopat_{T+1}$  è il reddito operativo al netto delle tasse dell'anno successivo a quello di previsione esplicita
- $g$  = tasso di crescita del *Nopat* di lungo periodo

- $wacc_{T+1}$  = costo medio ponderato del capitale nel periodo di crescita stabile
- $ROIC_{NI}$  = tasso di rendimento dei nuovi investimenti

L'azienda può crescere all'infinito ma solo ad un tasso costante ( $g$ ), dovendo investire ogni anno una percentuale di flussi costante ( $Nopat * h_T$ ) per sostenere la crescita, ottenendone un tasso di rendimento per i nuovi investimenti anch'esso costante ( $ROIC_{NI}$ ).

In altri termini l'azienda consegue, nel tempo successivo al primo stadio, un tasso di rendimento sul capitale investito sostanzialmente costante ( $ROIC_{NI}$ ), il che implica di ottenere un margine operativo costante nel tempo ( $Nopat$ ) ed un tasso di rotazione del capitale investito costante anch'esso ( $\Delta CI$ ).

Andiamo a vedere in dettaglio il termine

di normalizzazione del  $Nopat$  che rende sostenibile la crescita  $g$ , ovvero la quota di  $Nopat$  ( $h_T$ ) che viene reinvestita ( $\Delta CI$ ) per sostenere la crescita ( $g$ )

$$\Delta CI = h_T * Nopat$$

dove:

- $\Delta CI$  = variazione di capitale investito ad esempio se il tasso di reinvestimento del  $Nopat$  è il 50%, il  $Nopat$  ammonta a 2.000 avremo che:

- $\Delta CI = 50\% * 2.000 = 1.000$  (ammontare di investimento aggiuntivo, ovvero variazione del capitale investito)

dato il rendimento del capitale investito che si ottiene dalla relazione:

$$ROIC_{NI} = \frac{Nopat_{T+1}}{CI_T}$$

da cui si ricava:

$$Nopat_{T+1} = ROIC_{NI} * CI_T$$

se il  $Nopat$  è cresciuto ad un tasso  $g$ , avremo:

$$Nopat_T * (1 + g) = ROIC_{NI} * (CI_{T-1} + \Delta CI_T)$$

da cui:

$$Nopat_T + Nopat_T * g = ROIC_{NI} * CI_{T-1} + ROIC_{NI} * \Delta CI_T$$

essendo:

$$Nopat_T = ROIC_{NI} * CI_{T-1}$$

si ottiene:

$$Nopat_T * g = ROIC_{NI} * \Delta CI_T$$

dunque la variazione di capitale investito come quota di  $Nopat$  è dato da:

$$\Delta CI / Nopat_T = g / ROIC_{NI}$$

e ricordando che:

$$h_T = \Delta CI / Nopat$$

si ottiene:

$$h_T = g / ROIC_{NI}$$

# CIWM®

Certified International  
Wealth Manager

**Diploma Internazionale  
di Wealth Manager:  
un passaporto della professione  
nel mondo ottenibile  
con la Formazione Aiaf**

per info: [formazione@aiaf.it](mailto:formazione@aiaf.it) – [www.aiaf.it](http://www.aiaf.it)

Associazione  
Italiana degli  
Analisti Finanziari



**aiaf®**

financial school

## Calcolo del Terminal Value (TV) e rispetto delle condizioni di coerenza



che è il termine di correzione che cercavamo della quota di *Nopat* re-investito per sostenere la crescita. Il risultato è anche esprimibile come:

$$g = ROIC_{NI} * h_T$$

che mostra appunto come il tasso di crescita attesa del *Nopat* dipenda

dall'entità degli investimenti aggiuntivi effettuati e dal rendimento di tali investimenti.

Nel caso specifico in cui si abbia:

$$ROIC_{NI} = wacc$$

e dunque sostituendo nella precedente equazione si ha:

$$g = wacc * h_T$$

otteniamo che il tasso di rendimento sui nuovi investimenti eguaglia il costo medio del capitale e la formula completa del calcolo del *TV*, che ricordiamo è la seguente:

$$TV = \frac{Nopat_{T+1} * (1 - g / ROIC_{NI})}{wacc_{T+1} - g}$$

Calcolo dei flussi di cassa														
MODELLO DCFA 3 STADI	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>NOPAT</b>	<b>7,4</b>	<b>9,2</b>	<b>9,9</b>	<b>14,4</b>	<b>20,6</b>	<b>26,3</b>	<b>26,4</b>	<b>28,4</b>	<b>29,0</b>	<b>29,6</b>	<b>30,1</b>	<b>30,7</b>	<b>31,4</b>	<b>32,0</b>
Ammortamenti & Accantonamenti & svalutazioni	5,30	5,40	5,70	5,20	5,60	5,50	5,40	5,50						
Variazione di capitale circolante netto (CCN)		1,90	(7,90)	(0,50)	(1,30)	(1,40)	(2,36)	(2,23)						
Variazione fondo TFR		0,60	0,40	0,40	0,30	0,51	0,50	0,61						
Investimenti netti (Capex)	0,00	(1,10)	(8,70)	(2,38)	(4,34)	(9,18)	(8,70)	(13,80)	(2,6)	(3,2)	(3,9)	(4,9)	(6,0)	
<b>Flusso di cassa operativo</b>	<b>12,67</b>	<b>16,48</b>	<b>(1,01)</b>	<b>17,00</b>	<b>20,88</b>	<b>20,15</b>	<b>21,25</b>	<b>18,49</b>	<b>26,38</b>	<b>26,35</b>	<b>26,20</b>	<b>25,88</b>	<b>25,36</b>	

Tabella 1

Verifica della condizione di Convergenza del ROIC al WACC nel periodo di crescita stabile														
MODELLO DCFA 3 STADI	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
<b>Flusso di cassa operativo</b>	<b>12,67</b>	<b>16,48</b>	<b>(1,01)</b>	<b>17,00</b>	<b>20,88</b>	<b>20,15</b>	<b>21,25</b>	<b>18,49</b>	<b>26,38</b>	<b>26,35</b>	<b>26,20</b>	<b>25,88</b>	<b>25,36</b>	
Scenario di previsione (l=1 anno)				0,50	1,50	2,50	3,50	4,50	5,50	6,50	7,50	8,50	9,50	
Fattore di sconto				0,95	0,86	0,78	0,71	0,64	0,58	0,53	0,48	0,44	0,40	
Flusso di cassa scontato				16,19	18,03	15,78	15,10	11,92	15,43	13,98	12,61	11,29	10,04	
<b>DCF cumulato</b>				<b>16,19</b>	<b>34,22</b>	<b>50,01</b>	<b>65,10</b>	<b>77,02</b>	<b>92,45</b>	<b>106,42</b>	<b>119,03</b>	<b>130,32</b>	<b>140,36</b>	
Capitale investito netto CIN	66,9	59,6	70,5	67,9	67,6	73,8	79,0	88,9						
CIN medio		63,3	65,1	69,2	67,7	70,7	76,4	83,9	86,5	89,7	93,6	98,5	104,5	
variazioni di CIN medio			1,8	4,1	(1,4)	3,0	5,7	7,5	2,6	3,2	3,9	4,9	6,0	
<b>WACC</b>	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%
ROIC		14,5%	15,2%	20,8%	30,4%	37,2%	34,6%	33,9%						
<b>ROIC marginale</b>			39,7%	108,4%	-431%	193,3%	1,3%	26,6%	21,9%	18,1%	15,0%	12,4%	10,2%	10,2%

Tabella 2

si riduce a:

$$TV = \frac{Nopat_{T+1}}{wacc_{T+1}}$$

Il che equivale a dire che la crescita del *Nopat* (*g*) non porta valore aggiuntivo al *TV*, per il semplice fatto che il rendimento dei nuovi investimenti ( $ROIC_{NI}$ ) eguaglia il costo medio del capitale associato (*WACC*). Si può vedere questo caso anche in termini di *EVA* quando, dopo il periodo di previsione esplicita, l'*EVA* cessa di crescere e dunque i nuovi investimenti non portano ulteriore valore alla società. Vediamo ora con un esempio quanto illustrato nelle pagine precedenti: l'esempio si riferisce ad una ipotetica valutazione aziendale effettuata con un modello a tre stadi, costruito in modo che il  $ROIC_{marginale}$  ( $ROIC_{NI}$ ) converga al *WACC* al termine del secondo stadio. In questa maniera abbiamo imposto al modello che il *Terminal Value* venga calcolato con la formula semplificata precedentemente indicata:

$$TV = \frac{Nopat_{T+1}}{wacc_{T+1}}$$

Nell'esempio si prevede una prima fase di crescita sostenuta (*Nopat* +15% annuo dal 2007 al 2011) seguita da un secondo periodo di crescita più modesta (*Nopat*+2% annuo dal 2012 al 2016).

Notiamo nella parte bassa della tabella l'indice  $ROIC_{marginale}$  che rappresenta in percentuale l'incremento di redditività operativa sul capitale investito marginale ( $Nopat_T - Nopat_{T-1} / \Delta CIN$  medio, che passa dal 26,6% (2011) al 10,2% (2016): ossia il  $ROIC_{marginale}$  decresce fino a raggiungere nell'ultimo anno del secondo stadio il valore del *WACC*

realizzando così l'obiettivo della convergenza.

Nel 2011, il  $ROIC_{marginale}$  è pari a  $ROIC_{marginale} = (28,4-26,4)/7,5 = 26,6\%$

Le fasi di verifica della condizione di convergenza possono essere articolate nel seguente modo:

1. Individuazione del tasso costante di variazione del  $ROIC_{marginale}$  verso il *WACC* (da applicare nel secondo stadio);
2. Determinazione, per ciascun anno del secondo stadio, del  $ROIC_{marginale}$  applicando il tasso di variazione di cui al punto precedente;
3. Determinazione, per ciascun anno del secondo stadio, della variazione di Capitale investito medio coerente con il livello di rendimento incrementale ( $WACC = ROIC_{marginale}$ ) sopra determinato, e quindi in grado di spiegare/supportare il tasso *g* di crescita atteso del *Nopat* nel secondo stadio;
4. Correzione dei flussi di cassa operativi per effetto della variazione di Capitale investito medio sopra determinata.

Per quanto riguarda i primi due step del procedimento, il tasso di variazione del  $ROIC_{marginale}$  verso il *WACC* può essere determinato secondo la seguente formula:

tasso di variazione

$$ROIC_{marginale\ 2011-2016} \text{ vs } WACC = \left[ (WACC / ROIC_{mediana\ 2007-2011})^{\frac{1}{5}} \right] - 1$$

nel nostro esempio tasso di variazione

$$ROIC_{marginale\ 2011-2016} \text{ vs } WACC = \left[ (10,2 / 26,5)^{\frac{1}{5}} \right] - 1 = 17,3\%$$

questo significa che al fine di raggiungere

la convergenza fra  $ROIC_{marginale}$  e *WACC*, il rendimento sui capitali dovrà diminuire ogni anno dal 2011 al 2016 ad un tasso del 17,3%. Nel nostro esempio il punto di partenza è rappresentato nel 2012 da un livello di  $ROIC_{marginale}$  pari al livello mediano del periodo 2007-2011 di 26,5% per cui:

$$ROIC_{marginale\ 2012} = 26,5\% * (1 - 17,3\%) = 21,9\%$$

$$ROIC_{marginale\ 2013} = 21,9\% * (1 - 17,3\%) = 18,1\%$$

e così via fino al 2016 anno in cui si raggiunge la convergenza fra *WACC* e  $ROIC_{marginale}$

Per quanto concerne infine il calcolo del *Terminal Value*, essendo  $WACC = ROIC$  non si pone la questione doverosa in altri casi della normalizzazione del *Nopat*, e si può procedere applicando direttamente la formula semplificata e

$$TV = \frac{Nopat_{T+1}}{wacc_{T+1}}$$

precedentemente indicata.

Dal 2017 la crescita del *Nopat* (*g*) non porta valore aggiuntivo al *TV*, per il semplice fatto che il rendimento dei nuovi investimenti (*ROIC*) eguaglia il costo medio del capitale associato (*WACC*).

## Conclusioni

Il calcolo del *TV* incide anche significativamente in una valutazione di impresa (il peso medio negli 800 reports analizzati dai ricercatori di Bergamo è pari al 64%). E' buona pratica considerare attentamente le ipotesi alla base del modello *DCF* che implicitamente impongono una coerenza ed una sostenibilità dell'eventuale crescita per un tempo



## Calcolo del Terminal Value (TV) e rispetto delle condizioni di coerenza



Calcolo dei flussi di cassa													
MODELLO DCFA 3 STADI	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>NOPAT</b>	<b>7,4</b>	<b>9,2</b>	<b>9,9</b>	<b>14,4</b>	<b>20,6</b>	<b>26,3</b>	<b>26,4</b>	<b>28,4</b>	<b>29,0</b>	<b>29,6</b>	<b>30,1</b>	<b>30,7</b>	<b>31,4</b>
Investimenti netti (Capex) 1° stadio	0,00	(1,10)	(8,70)	(2,38)	(4,34)	(9,18)	(8,70)	(13,80)					
Variazione CIN medio 2° stadio									(2,6)	(3,2)	(3,9)	(4,9)	(6,0)
<b>Flusso di cassa operativo</b>	<b>12,67</b>	<b>16,48</b>	<b>(1,01)</b>	<b>17,00</b>	<b>20,88</b>	<b>20,15</b>	<b>21,25</b>	<b>18,49</b>	<b>26,38</b>	<b>26,35</b>	<b>26,20</b>	<b>25,88</b>	<b>25,36</b>

Tabella 3

illimitato dell'impresa con il calcolo del valore residuo attraverso la semplice formula di una rendita perpetua.

L'azienda si deve trovare in una condizione stazionaria e la crescita, se si ritiene che ci sia, può essere al massimo costante per sempre.

Una buona politica di controllo della qualità delle valutazioni fatte dagli analisti è di verificare proceduralmente che vi sia coerenza nel calcolo del TV tra tasso di crescita costante ( $g$ ) del *Nopat* e la quota di *Nopat* ( $hT = g/ROIC$ ), sempre costante, necessaria a sostenere tale crescita. Un tasso di crescita non supportato da coerenti investimenti con utili caratteristiche di rendimento è ovviamente insostenibile e comporta un conseguente errore della stima del valore di impresa.

Il modello a tre stadi che vi abbiamo presentato elimina la problematica della normalizzazione del *Nopat* nel calcolo del TV, perchè la condizione di eguaglianza fra ROIC e WACC ci permette di impiegare la formula semplificata

$$TV = \frac{Nopat_{T+1}}{wacc_{T+1}}$$

**L'interessante studio dei ricercatori dell'università di Bergamo denuncia un non trascurabile tasso di errore verificato nel campione di studi preso in considerazione. Per migliorare la qualità del lavoro degli analisti, l'organizzazione degli uffici studi equity dovrebbe farsi carico di procedure che controllino alcune, essenziali, regole di coerenza.**

Per informazioni sul Gruppo di Studio Valutazione delle Piccole Medie Imprese andare al sito [www.aiaf.it](http://www.aiaf.it) alla sezione gruppi di lavoro, oppure scrivere a: [scarano@finanalitica.com](mailto:scarano@finanalitica.com).

(Riproduzione riservata)