

Stock option e valore d'impresa, gli interessi degli azionisti sono da tutelare

di **Alberto Lanzavecchia**, ASSI, *The EVA[®] company* - Docente a contratto
Università di Parma.



Il disegno dominante che sta alla base di un piano di *stock option* consiste nel voler definire il valore della retribuzione variabile prevista per l'Alta Dirigenza. Permane il sospetto, però, che questa operazione in realtà nasconda l'intenzione di offrire compensi consistenti, senza alcun legame con gli interessi degli azionisti. Piani di *stock option* con obiettivi di ROE rappresentano un evidente indizio e sono la conferma che questo costo deve essere reso esplicito e percepibile.

Le *stock option* (SO nel seguito), intese come strumento per la remunerazione variabile del *management*, sono spesso oggetto di discussione ed approfondimento da parte di coloro che vogliono affrontare questo tema sotto una pluralità di aspetti. L'argomento si presenta esteso ed è articolato, coinvolge aspetti normativi, fiscali, previdenziali, finanziari ed economici e tocca questioni di natura strategica e interessa le risorse umane. A titolo esemplificativo la Tavola 1 espone alcuni elementi che delineano ciascuna area di analisi. Tuttavia, solo in modo marginale e di rado viene affrontata la questione della coerenza dello strumento finanziario in esame con gli obiettivi degli azionisti.

Nel seguito del presente contributo saranno analizzate le SO da un punto di vista finanziario, sia proponendo un metodo che serva per quantificare il valore e la corretta misurazione della *performance* periodale, sia verificando la loro idoneità quali utile strumento per il *value based management*. Si cercherà di fornire una risposta ai seguenti quesiti: In che modo motivare tutti i collaboratori, non solo il *management*, ad agire per la creazione di valore? Come premiare il dipendente per il valore *da lui* creato con la gestione? Come quantificare il reale costo di un piano di SO? In che forma apprezzare l'utilità delle SO stabilendo eventuali strumenti alternativi?

Quando il management crea valore

Gli elementi centrali del processo di creazione del valore (1) poggiano, oltre che sulla misurazione della *performance* su un corretto sistema di incentivi che sia in grado di allineare gli interessi del *manager* con

quelli della proprietà. Al raggiungimento della *performance* minima attesa dall'azionista deve scattare un meccanismo stimolante che ricompensi il *manager*, attribuendogli parte del valore da lui creato.

Si consideri, per semplicità, un investitore razionale che acquista un'azione o una quota di un fondo. Quale potrà essere il rendimento che si aspetta e in che modo valuta la *performance* dell'investimento (o del gestore)?

È probabile che l'investitore confronti il rendimento ottenuto con altri analoghi per tipologia di rischio e durata. Sarà soddisfatto qualora consegua un rendimento superiore al tasso minimo atteso. Questa semplice supposizione viene spesso smentita dai piani di SO in concreto avviati.

È opinione diffusa che la crescita del prezzo delle azioni, lungo un certo arco temporale, sia di per sé sufficiente a giustificare generosi compensi agli amministratori per l'operato svolto. Si assume che la crescita della capitalizzazione di borsa equivalga ad una corrispondente crescita del valore creato. L'incremento nella quotazione del titolo tra la data di assegnazione e la data di esercizio delle SO assegnate *at-the-money* costituisce valore aggiunto e quindi nuova ricchezza per l'azionista il quale, pertanto, è disposto a cedere

Note:

[®] EVA, COV, MVA sono marchi registrati da Stern Stewart & Co. negli Stati Uniti, UK, Italia e altri Paesi nel mondo. Tutti i diritti riservati.

(1) Si veda A. Rappaport, «*Creating shareholder value*», Free Press, 1998, chapter 7.

una parte al *management*. A tale ragionamento si possono muovere almeno due preliminari osservazioni.

Qualora il *bonus* pagato al *management* fosse solamente legato al prezzo delle azioni è condivisibile l'opinione di chi afferma che, in tale circostanza, non c'è alcun legame tra visione strategica, decisioni operative e remunerazione variabile: il mercato potrebbe essere altamente volatile, in fase di declino (o in forte crescita), interpretare male delle informazioni fornite dalla società o formulare delle aspettative diverse sui fondamentali dell'impresa (2). In termini quantitativi, non esiste una correlazione significativa tra prezzo delle azioni e valori contabili o *cash flow*: al crescere/decrescere dell'uno non è detto che cresca/decresca l'altro. Lo stipendio del *manager* sarebbe così determinato dalle fluttuazioni del mercato, non dal suo autonomo agire.

Secondariamente, anche ammesso che la crescita del prezzo delle azioni generi valore per l'azionista, non è sufficiente un incremento qualsiasi. Se almeno si tenesse conto del rendimento totale per l'azionista, si potrebbe far notare che occorre confrontare il

prezzo d'esercizio della SO con il montante atteso dall'investitore, considerando cioè sia il *capital gain* sia i flussi di capitale (dividendi, *buy back*).

Ogni giorno l'investitore è sottoposto al costo-opportunità nel detenere un certo strumento finanziario: solo se il rendimento è superiore a tale soglia limite vi sarà ricchezza aggiunta. Ogni investimento con un tasso interno di rendimento (IRR) inferiore al costo del capitale distrugge valore. Ad esempio, ipotizzando un costo del capitale del 10%, se il prezzo di un'azione è cresciuto del 30% in tre anni (IRR del 9,1%), il suo valore attuale sarà del 2,3% inferiore al prezzo pagato: è stata distrutta ricchezza per un ammontare pari al 2,3% del capitale investito.

Per porre un rimedio a questa situazione incresciosa,

Nota:

(2) Si veda: F. Weissenrieder, «If you have problems with your bonus system, then you have problem measuring value creation and profitability», Dagens Industri, October 1996. Disponibile on line all'indirizzo www.anelda.com/articles/e4.html

Tavola 1 • Prospettive di analisi e questioni specifiche connesse

Prospettive di analisi	Questioni specifiche
Normativo	<ul style="list-style-type: none"> • Vincoli formali della delibera assembleare; informativa di bilancio; ricorso all'analogia per fattispecie non disciplinate. • L'adattabilità dei piani di SO esteri alle società italiane del Gruppo.
Fiscale	<ul style="list-style-type: none"> • Vendita delle azioni assegnate alla generalità dei dipendenti entro i tre anni, chi deve effettuare la trattenuta sul reddito (diventato imponibile IRPEF)? Il datore è al corrente della vendita delle azioni del dipendente? • Se il dipendente ha lasciato l'azienda e vende successivamente, chi è il sostituto d'imposta? • Qual'è il momento impositivo per le opzioni offerte a valore inferiore a quello di mercato: l'esercitabilità del diritto (rinunciare al <i>benefit</i> significa averlo acquisito), effettivo esercizio (ciò che rileva è solamente il <i>capital gain</i>) o distinguere se l'opzione è cedibile o meno? • Quanto deve essere lungo il periodo di <i>lock up</i> per i piani rivolti a soggetti particolari?
Giuslavoristico e contributivo	<ul style="list-style-type: none"> • È ammissibile l'esclusione del diritto di esercizio di una opzione per cessazione del rapporto di lavoro? Come distinguere se connesso a licenziamento, dimissioni, pensionamento anticipato o decesso? • Come recuperare le azioni cedute al dipendente cessato? È ammissibile l'obbligo di vendita? A che prezzo (divieto del patto commissorio)? • È possibile compensare la retribuzione maturata con il lavoro straordinario con azioni/opzioni? Avrebbero natura retributiva, quindi soggette a contribuzione? • La perdita del beneficio fiscale, implica automaticamente l'assolvimento degli obblighi previdenziali?
Finanziario	<ul style="list-style-type: none"> • Come calcolare il <i>fair value</i> di un piano di <i>stock option</i>? • «Effetto Dit» in caso di aumento di capitale • Quali effetti sulla <i>performance</i> periodale di impresa? • Quali effetti sul valore di impresa?
Economico	<ul style="list-style-type: none"> • Esternalizzazione e variabilizzazione del costo del lavoro • Mancata contabilizzazione
Risorse umane	<ul style="list-style-type: none"> • Attrazione di talenti • Fidelizzazione e <i>retention</i> dei dipendenti chiave • Motivazione sul lavoro e gratificazione • Orientare i comportamenti e riduzione del conflitto tra proprietà e lavoratori. • Spirito di Gruppo e senso di appartenenza

lo *strike price* della SO dovrebbe almeno essere fissato sul prezzo attuale capitalizzato a scadenza (opzione *out-of-the-money*), o vincolare l'esercizio dell'opzione assegnata *at-the-money* al raggiungimento del prezzo atteso (3).

Le SO sono allora inutili e dannose? No, solamente il problema è stato sinora aggirato, perché l'analisi fin qui svolta è ancora troppo legata al prezzo delle azioni. La creazione di valore è senza dubbio l'obiettivo principale di un moderno sistema di *value based management* e il suo raggiungimento deve essere stimolante ed altamente gratificante per i soggetti coinvolti. Tuttavia, la crescita del prezzo delle azioni non è un parametro adatto a tale scopo: posto che il valore d'impresa (*enterprise value*) è dato dalla somma del valore di mercato del debito e dell'*equity*, solamente la differenza tra *enterprise value* e capitale investito (*Market Value Added*, MVA) è valore che il mercato, ad una certa data, aggiunge all'investimento fatto dagli azionisti. L'obiettivo del *manager* diventa di conseguenza far crescere il MVA, non la capitalizzazione di borsa! Algebricamente, l'equazione che definisce il valore percepito netto (VPN) nell'anno è la seguente (4):

$$\Delta MVA + d + s - (MV_0 * k) = VPN$$

dove:

d = *dividendi staccati nell'anno*;

s = *shares buy back*;

k = *costo opportunità del capitale*;

MV = *valore dell'impresa all'inizio dell'anno*.

Più precisamente, occorre considerare non solo il differenziale nella capitalizzazione di Borsa, ma anche la variazione di capitale investito, i flussi di capitale intercorsi nel periodo (incassi di valore) e il *costo-opportunità* del capitale investito.

I ragionamenti fin qui svolti permettono di sostenere una prima conclusione. Le SO non sono di per sé uno strumento sbagliato come parte integrante di un sistema d'incentivi, ma devono essere legate alla reale creazione di valore. L'andamento del prezzo delle azioni non è un parametro utilizzabile a tal fine, sia perché non è direttamente governabile dal *management* sia perché non sono espressione della creazione di valore per l'azionista. Un valido rimedio può essere costituito dall'utilizzo di indicatori di *performance* sintetici, chiari e condivisi all'interno dell'impresa, come, a titolo esemplificativo e senza pretese di esaudività, *l'Economic Value Added* (EVA).

Stock option e sistema di misurazione del valore

Destinare valore al *management*, tramite il conferimento di azioni od opzioni, senza accertare in anticipo

po che sia avvenuta una reale creazione di valore per l'azionista, non ha alcun legame con il *value based management*. Può essere utile, ad esempio, per attrarre e trattenere un «dipendente chiave», impedire che un nuovo *competitor* crei la propria rete di vendita o di assistenza fidelizzando i propri collaboratori, posticipare costi del personale in momenti successivi o altre motivazioni. Nei casi appena delineati si tratta di scelte che riguardano la politica retributiva o la strategia competitiva, non certo l'allineamento degli interessi tra proprietà e dipendenti.

Trasformare i dipendenti in «coimprenditori» implica anche l'assunzione di parte del rischio tipico d'impresa: guadagni e perdite teoricamente illimitati. Un moderno sistema premiante dovrebbe legare la parte variabile dello stipendio al raggiungimento di *performance* economiche determinate dalle azioni del management e misurabili. In generale, una parte del *bonus* maturato (se presente) dovrebbe essere pagato nell'anno, e una parte accantonata per essere disponibile solo se

la *performance* sarà confermata negli anni successivi.

Un aspetto che appare di indubbio interesse è legare le SO con la *performance* periodale misurata con l'EVA. Sono ipotizzabili almeno le seguenti varianti:

1. è possibile legare l'esercizio dell'opzione solo al conseguimento di una certa *performance* economica minima attesa. Ciò significa svincolarsi dal prezzo delle azioni e contemporaneamente mettere il *manager* nelle condizioni di raggiungere l'obiettivo perché determinato dal suo autonomo agire;
2. è possibile suddividere il bonus calcolato sulla *performance* EVA in due parti: l'una pagata *cash*, l'altra tramite l'assegnazione di SO *at-the-money*. In tal caso, il prezzo d'esercizio dovrebbe crescere al costo del capitale dell'impresa, aggiustato per i dividendi e la non negoziabilità dello strumento (5).

Qualcuno potrebbe obiettare che nel primo caso il *manager* potrebbe raggiungere l'obiettivo di *perfor-*

Note:

(3) È da rilevare che, a parità di valore del piano di SO, nel primo caso deve essere attribuito un numero maggiore di opzioni perché il valore unitario è più basso. Al momento dell'esercizio, ciò implicherebbe la cessione al *management* di un maggior numero di azioni. Il CdA dell'ENI S.p.A. del 26/09/2000 ha deliberato un piano di SO che coinvolge 185 top manager del gruppo. Le *strike price* è stato fissato a € 6,496, purché nel luglio 2001 il titolo quoti € 7,2 e nel luglio 2002 € 8,4. Lo stesso principio è stato applicato anche ai piani di SO in Saipem e Italgas.

(4) Si fa riferimento al tema dell'*excess return*. Si veda a tal fine: S. O'Byrne, «EVA and Value Based Management», McGraw-Hill, 2001, chapter 2.

(5) Il numero delle azioni opzionate è pari al prodotto del bonus periodale per un coefficiente espressione del valore attribuito, diviso il prezzo delle azioni. Si veda: J. Stern, J. Shilley, I. Ross, «The EVA challenge», Wiley, 2001.

manca economica attesa, ma trovarsi nell'impossibilità di esercitare l'opzione a causa delle condizioni sfavorevoli di mercato. Non si capisce tuttavia che alternative offrirebbe un piano di SO tradizionale se non la capziosa pratica di ridefinizione al ribasso dello *strike price* (essendo intrinseca nella natura dell'opzione la facoltà e non l'obbligo di acquisto, proprio per azzerare le possibili perdite prevedendo al tempo stesso guadagni illimitati). In realtà, anche nell'ipotesi di congiuntura sfavorevole, il *manager* con il sistema EVA riceverebbe comunque la parte del *bonus* pagata in contanti, come accennato nel punto 2. Infine, raramente è stabilito che l'opzione sia esercitabile solo ad una data prefissata, ma è prassi prevedere un certo arco temporale in cui lo è, differendo così solamente la data dell'incasso.

Rilevare il costo delle stock option

L'esigenza di una corretta rilevazione del costo di un piano di SO è emersa negli Stati Uniti e due soluzioni sono già state avanzate: l'APB Opinion No. 25 del 1972, e il FASB Statement No. 123 del 1995 (6). Riteniamo che il secondo sia sicuramente preferibile perché utilizza un valido criterio finanziario per la quantificazione del *fair value*.

In Italia, solo recentemente la Consob, con la comunicazione n. 11508/2000 ha raccomandato di inserire nella relazione di gestione del bilancio informazioni dettagliate «allo scopo di fornire un'informazione complessiva sui dati delle *stock option*, nonché di evidenziare l'evoluzione nel tempo dei piani stessi e l'onere, in capo agli azionisti della società, ...». Tuttavia, la Consob non dice quale sia la metodologia da utilizzare per calcolarne il costo, né come rettificare la *performance* finanziaria dell'impresa per tale valore.

Al di là dei principi contabili per la redazione del bilancio di esercizio e i vincoli di informativa ai mercati regolamentati, un analista finanziario, così come l'Alta Direzione di un'impresa, deve poter quantificare l'impatto finanziario del piano di SO. Il problema per l'analisi finanziaria è già stato esposto ed affrontato con efficacia e sistematicità su questa rivista (7). Si vuole ora soffermare il lettore sugli effetti del piano di SO, in particolare sul legame tra valore attribuito dagli azionisti al *management* e reale *performance* periodale dell'impresa.

Stock option come investimento

La Tavola 2 espone tre differenti alternative di analisi: il valore attuale dei diversi trattamenti fornisce il

medesimo risultato, ma la metodologia EVA permette di misurare ed evidenziare la *performance* periodale. Si può partire da strade differenti (contabilità, APB 25/1972 o FASB 123/1995), ma attraverso opportuni aggiustamenti devono essere sterilizzate le distorsioni contabili e ricondotta l'analisi in ambito economico.

Il caso base prevede un risultato operativo netto da imposte (NOPAT) di € 2,3 milioni, un capitale investito di € 13 milioni, un costo del capitale del 10%: la differenza del NOPAT con il prodotto del capitale

per il costo del capitale determina un EVA di € 975 mila. Il valore delle attività correnti (*Current operation value*, COV), definito come somma del capitale investito e valore attuale degli EVA futuri ammonta a € 23,725 milioni. Il valore del piano di SO, calcolato utilizzando un modello di *pricing* delle opzioni, coerente con le indicazioni del FASB 123 (8), ammonta a € 5.243.139.

Le tre ipotesi alternative attribuiscono una natura e un trattamento economico differenziato: l'ipotesi A considera il valore assegnato al *management* come un investimento di durata infinita, l'ipotesi B effettua un «ammortamento economico» dell'investimento in tre anni (vita utile), l'ipotesi C carica l'intero valore sul risultato gestionale nell'anno di assegnazione.

L'ambito di analisi non è sul confronto tra il valore attuale dei *free cash flow* e il valore attuale degli EVA futuri, ma sulla diversa rappresentazione della *performance* periodale, originata da un diverso trattamento economico. Riteniamo che, coerentemente con la natura di investimento pluriennale e con la vita utile del piano di SO, l'ipotesi B (ammortamento economico sulla vita utile) sia da preferire perché permette ogni anno di attribuire alla gestione caratteristica il valore economico di competenza. La soluzione proposta appare convincente anche nel caso in cui il piano di SO sia *rolling*, cioè rinnovato periodicamente in modo che ve ne sia sempre almeno uno in esse-

Un sistema premiante deve legare la parte variabile dello stipendio alle performance economiche raggiunte dal management e misurabili. Una quota del bonus maturato verrebbe versato nell'anno; una parte, invece, andrebbe accantonata per essere disponibile solo quando la performance sarà confermata negli anni successivi. Legare stock option, quindi, con la performance periodale misurata con l'EVA.

Note:

(6) Per un confronto tra le due metodologie proposte, si veda: A. Nadel, B. Neuhausen, G. Kopp, «Accounting for stock-based compensation», in *The Stock Option Book*, National center for Employee Ownership, 1999.

(7) Si veda: G. Tagliavini, «Il valore dell'azienda sconta il piano di stock option?», *Amministrazione & Finanza*, 20/2000.

(8) Per stimare il *fair value* dell'opzione al momento dell'assegnazione (*grant*), il FASB 123 suggerisce, implicitamente, di utilizzare il modello di Black-Scholes-Merton, o un modello binomiale (Cox-Ross-Rubinstein) per società quotate, il *minimum value approach* negli altri casi.

re: in tal caso, l'ipotesi B permetterebbe comunque di individuare il costo specifico di ciascun piano e di caricare sul NOPAT la quota di competenza dell'anno.

Inoltre, la metodologia proposta permette di evidenziare univocamente il valore complessivo del piano di SO, quantificato a valori di mercato, ed esprimere un giudizio di congruità: solo se al terzo anno verrà creata ricchezza aggiunta per un ammontare superiore al valore assegnato inizialmente al *management*, allora non sarà stata impoverita l'impresa.

Conclusioni

Le SO sono oramai diventate un elemento comune a molte imprese quotate ed un'attenta dottrina e giurisprudenza stanno affrontando con serietà tutti i punti critici coinvolti. Tralasciando gli aspetti di questo strumento che sono rivolti all'azionariato diffuso fra i dipendenti, la finalità dominante riguarda il modo di definire il livello del compenso variabile previsto per l'Alta Dirigenza. Il sospetto che si insinua in questa logica è che venga proposto uno strumento in grado di offrire remunerazioni elevate, senza alcun legame con gli interessi degli azionisti. L'esistenza di piani di stock option con obiettivi di ROE, appunto, rafforzano, se non l'avessero già confermato, questo sospetto.

Un programma di SO è assai costoso in termini di valore e, spesso, fiscalmente indeducibile. Appare dunque necessario non solo individuare una forma chiara che espliciti il «costo occulto», come suggerito dal *FASB 123/1995*, ma accertare in modo preventivo la coerenza dello strumento con gli obiettivi prefissati. La forma tecnica suggerita permette, oltre che di quantificare il costo a valori di mercato, di misurare la *performance* finanziaria periodale dell'impresa attraverso la corretta imputazione al risultato gestionale dell'ammortamento economico di tale investimento. Allorché la finalità dello strumento contenga un energico stimolo verso la creazione di valore per l'azionista, allora, non ha senso affrancare l'esame della performance dalla verifica dell'obiettivo raggiunto. La finanza aziendale insegna che il giudizio di convenienza di un qualsiasi investimento deve avvenire sul *valore attuale netto* dei flussi finanziari futuri. È chiaro, quindi, che la medesima regola deve valere anche per l'investimento realizzato attraverso le erogazioni sotto forma di compensi variabili destinate ai *management*. Il modo, semplice, in cui andrebbe effettuata tale prova potrebbe consistere nel confrontare il valore dell'azienda all'atto della consegna alla responsabilità del *management* con il valore aziendale a scadenza.

Tavola 2 • Alternative nell'analisi del valore d'impresa

Piano di stock option					
Strike price: 300€; Prezzo corrente: 535€; dividendo annuale: 10€					
Vita utile dell'opzione: 3 anni; numero azioni opzionate: 20.000					
Volatilità storica 3 anni: 36%; aliquota fiscale: 35%					
Ipotesi A	0	1	2	3	Terminal Value
Net operating profit	3.500.000	3.500.000	3.500.000	3.500.000	
Aggiustamenti					
NOPAT	2.275.000	2.275.000	2.275.000	2.275.000	
Total Assets		13.000.000	13.000.000	13.000.000	13.000.000
Aggiustamenti		5.243.139	5.243.139	5.243.139	
Capitale investito EVA	13.000.000	18.243.139	18.243.139	18.243.139	
Costo del capitale	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Capital charge	1.300.000	1.824.314	1.824.314	1.824.314	
EVA	975.000	450.686	450.686	450.686	4.506.861
Valore attuale	975.000	409.715	372.468	338.607	3.386.072
COV	18.481.861				
Ipotesi B	0	1	2	3	Terminal Value
Net operating profit	3.500.000	3.500.000	3.500.000	3.500.000	
Aggiustamenti	- 1.747.713	- 1.747.713	- 1.747.713		
NOPAT	527.287	527.287	527.287	2.275.000	

(segue)

Analisi finanziaria

(segue)

Tavola 2 • Alternative nell'analisi del valore d'impresa

Ipotesi B	0	1	2	3	Terminal Value
Total Assets	13.000.000	13.000.000	13.000.000	13.000.000	
Aggiustamenti		3.495.426	1.747.713		
Capitale investito EVA	13.000.000	16.495.426	14.747.713	13.000.000	
Costo del capitale	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Capital charge	1.300.000	1.649.543	1.474.771	1.300.000	
EVA	- 772.713	- 1.122.256	- 947.484	975.000	9.750.000
Valore attuale	- 772.713	- 1.020.232	- 783.045	732.532	7.325.319
COV	18.481.861				
Ipotesi C	0	1	2	3	Terminal Value
Net operating profit	3.500.000	3.500.000	3.500.000	3.500.000	
Aggiustamenti	- 5.243.139				
NOPAT	- 2.968.139	2.275.000	2.275.000	2.275.000	
Total Assets	13.000.000	13.000.000	13.000.000	13.000.000	
Aggiustamenti					
Capitale investito EVA	13.000.000	13.000.000	13.000.000	13.000.000	
Costo del capitale	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Capital charge	1.300.000	1.300.000	1.300.000	1.300.000	
EVA	- 4.268.139	975.000	975.000	975.000	9.750.000
Valore attuale	- 4.268.139	886.364	805.785	732.532	7.325.319
COV	18.481.861				
Caso base (senza Stock option)	0	1	2	3	Terminal Value
Net operating profit	3.500.000	3.500.000	3.500.000	3.500.000	
Aggiustamenti					
NOPAT	2.275.000	2.275.000	2.275.000	2.275.000	
Total Assets	13.000.000	13.000.000	13.000.000	13.000.000	
Aggiustamenti	-	-	-	-	
Capitale investito EVA	13.000.000	13.000.000	13.000.000	13.000.000	
Costo del capitale	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Capital charge	1.300.000	1.300.000	1.300.000	1.300.000	
EVA	975.000	975.000	975.000	975.000	9.750.000
Valore attuale	975.000	886.364	805.785	732.532	7.325.319
COV	23.725.000				
Differenza di valore	5.243.139				