

Il calcolo dei costi figurativi nella stima del capitale economico delle piccole imprese

1. Introduzione

La stima del valore di cessione dell'azienda in funzionamento ha riscosso e riscuote grande interesse nella dottrina e nella pratica¹. Più frequentemente l'attenzione degli studiosi si è appuntata sulle problematiche inerenti la valutazione di complessi aziendali medio - grandi e più di rado su quelle relative alle piccole imprese.

Statisticamente, il fenomeno dei contratti di cessione di piccole imprese operanti sia nel settore commerciale, sia in quello industriale od artigianale, è stato ed è assai rilevante. Occorre rimarcare, però, che nei pochi casi nei quali per tali transazioni commerciali viene elaborata (ex ante o ex post) una perizia tecnica valutativa, questa si limita, nella maggioranza di essi, a stime approssimative e spesso legate a «formulette pratiche» destinate soprattutto a non discostarsi troppo dai grossolani procedimenti adottati dagli uffici tributari. Riteniamo, peraltro, che la valutazione di una piccola impresa da un punto di vista scientifico merita grande attenzione, data la presenza, in essa, di elementi di giudizio talora assenti nelle stime dei grandi complessi aziendali.

¹ La letteratura sull'argomento è veramente imponente, esula però all'economia del presente lavoro un esame completo dalla vasta bibliografia che tratta della valutazione dell'azienda: ricordiamo soltanto, fra le pubblicazioni più recenti L. GUATRI - M. MASARI, *La diffusione del valori*, EGEA, Milano, 1992 che è la prosecuzione del volume di LUIGI GUATRI apparso l'anno precedente con il titolo *La teoria di creazione del valore una via europea*, stesso Editore. Nel prosieguo, indicheremo soltanto quelle pubblicazioni che abbiamo avuto modo di consultare con riferimento ai singoli problemi affrontati nello studio di alcune particolarità da noi riscontrate nelle piccole e medie aziende. Per una rassegna bibliografica sull'argomento completa e di agevole consultazione, rinviando a GIUSEPPE CERIANI, *Il trasferimento dell'impresa in economia aziendale*, Cedam, Padova, pag. 193 e segg.

2. La scelta tra le varie metodologie di valutazione ricorda un'antica questione presente nella letteratura economica

L'origine del valore delle «cose», la causa del rapporto mediante il quale esse si scambiano fra loro ha da sempre costituito oggetto d'indagine da parte degli economisti: particolare elaborazione sistematica della teoria del valore si cova in due diverse scuole di pensiero, che, partendo quasi contemporaneamente dalle medesime basi², giunsero a conclusioni diametralmente opposte. Davide Ricardo³ afferma che le merci si scambiano fra di loro secondo la rispettiva quantità di lavoro che esse hanno richiesto per essere prodotte. Giovanni Battista Say⁴, al contrario, attribuisce all'utilità dei beni la causa del loro valore. Un superamento delle contrapposizioni viene tentato da Francesco Ferrara⁵ che formula una teoria del valore fondato sul concetto di «costo di riproduzione».

In effetti, mentre l'attribuire fondamentale importanza al costo di produzione rispecchia, in un certo senso, l'ottica del produttore-venditore e l'enfasi sull'utilità, nel senso di capacità di soddisfare i bisogni, rappresenta il punto di vista dell'acquirente - consumatore, il costo di riproduzione consiste nel costo che l'acquirente dovrebbe sostenere per procurarsi un bene avente la medesima utilità di quello oggetto dell'osservazione, con un effettivo avvicinamento sia alla prima che alla seconda posizione.

A questo punto, possiamo domandarci: il valore di scambio di un'azienda in funzionamento risente delle medesime leggi economiche della domanda e dell'offerta che regolano lo scambio di tutti gli altri beni, o no? Per rispondere a questa domanda dobbiamo in primo luogo accertare se l'azienda è «un» bene o «un insieme» di beni: al proposito, la dottrina è unanime⁶ nel respingere una visione «atomistica» dell'azienda e nel considerare gli elementi del sistema aziendale come parti del tutto, non valutabili, sinché l'impresa è in vita, separatamente gli uni dagli altri. Ciò posto, occorre individuare se, ed in che misura, le sopraindicate «teorie del valore», possono aiutarci nell'interpretare le diverse possibilità di scelta dei metodi di valutazione del capitale economico d'azienda, offerti dalla letteratura che tratta dell'argomento.

² La dottrina di Adam Smith.

³ (1772-1823) La principale opera è rappresentata da «Principles of political economy and taxation», edita nel 1817.

⁴ (1767-1832) Sua principale opera il *Traité d'économie politique*, edita nel 1803.

⁵ (1810-1900).

⁶ Si cfr. in tal senso OSVALDO PAGANELLI, *Valutazione delle aziende, principi e procedimenti*, Utet, Torino, 1990, pag. 3 e 4 ed i riferimenti bibliografici ivi indicati.

Ha senso parlare di «costo di produzione» e di «utilità», con riferimento al «bene-azienda»? Crediamo di sì.

Si è soliti⁷ parlare di «valore di cessione», quando viene formulato nell'ottica del cedente e di «valore di acquisizione» quando, per contro, viene formulato nell'ottica del possibile acquirente: orbene, a nostro avviso, il venditore tenderà a fissare un limite minimo del prezzo di cessione commisurato a due parametri fondamentali: l'entità dell'investimento a suo tempo effettuato (un concetto di costo) e le opportunità di reinvestimento offerte dal mercato. Il possibile acquirente, invece, calcolerà un valore massimo, al di sopra del quale non intende eseguire la transazione commerciale: tale valore non sarà certamente commisurato al costo sostenuto dal venditore per acquisire la propria azienda! Invero, tale dato potrebbe essergli del tutto sconosciuto e, comunque, di scarso interesse.

Per individuare quale sia il parametro fondamentale che determina il valore massimo al quale il possibile acquirente è disposto a stipulare il contratto, occorre domandarsi quale sia il motivo che lo spinge all'acquisto: in altre parole quale sia «l'utilità» che egli si attende, una volta effettuato l'investimento. Data la natura del «bene-azienda», la motivazione dell'acquisto non può non essere legata alle prospettive di reddito che si ritiene l'azienda possa produrre e/o erogare.

Il possibile acquirente, pertanto, stimerà il valore massimo dell'azienda a lui offerta in funzione del reddito producibile e/o prelevabile⁸ («utilità») che egli prevede di poter ottenere, in futuro, dall'azienda stessa⁹.

I parametri di detta funzione verranno dedotti dal confronto con impieghi alternativi di capitale: ovvero con investimenti diversi, ma paragonabili, tenuto conto dell'entità dei vari redditi ipotizzabili per ciascuno di essi, convenientemente ponderati con congrui tassi di rischiosità.

A ben vedere, però, questo ragionamento non si discosta dal principio enunciato dal Ferrara, secondo il quale, il valore è legato al concetto di «costo di riprodu-

⁷ Cfr. in tal senso PAGANELLI, *op. cit.*, pag. 8. Su tale argomento GIOVANNI FERRERO (*Il ruolo delle valutazioni analitico-patrimoniali nei processi estimativi di azienda oggetto di rilievo*. In saggi di ragioneria e di economia aziendale. Scritti in onore di Domenico Amedeo - Cedam - Padova 1937 - pag. 419) indica due «intorni di valore» che definiscono il confine «a monte» ed il «confine a valle» dell'«area di dibattito del globale prezzo di offerta».

⁸ Trattasi, comunque, di due concetti profondamente diversi tra loro.

⁹ Occorre però rilevare come talora l'acquirente possa essere motivato, nell'acquisto di un'azienda, anche da altri obiettivi non sempre conoscibili con sufficiente chiarezza; nel GUATRI-MASSARI, *La diffusione*, cit. pag. 26 leggiamo «mentre esiste... sufficiente chiarezza almeno sul piano dei metodi di stima in ordine alla determinazione del limite di prezzo oltre il quale un'operazione di acquisizione non porterebbe vantaggi agli azionisti della società acquirente ben poco si sa circa i criteri che possono guidare una stima seppure di larga massima, del prezzo che i concorrenti, interessati all'operazione potrebbero essere disposti ad offrire».

zione»: gli investimenti alternativi, infatti, possono essere interpretati come costo (o altra forma d'investimento) analogo, in termini di redditività futura a parità di rischio, a quello oggetto della valutazione.

A questo punto, potremmo azzardare un paragone: i metodi patrimoniali sono legati all'entità del costo sostenuto, più o meno rettificato per esprimerlo a valori correnti, e potrebbero rappresentare l'ottica del venditore¹⁰, mentre quelli reddituali o finanziari, facendo dipendere il valore dell'azienda dalla sua redditività futura, esprimono «l'utilità» che il possibile acquirente ritiene di poter ottenere.

3. L'oggetto della valutazione

Nell'impresa medio - piccola possono essere riscontrate delle caratteristiche capaci d'influenzare in modo sostanziale la valutazione del capitale economico. Una di esse consiste nel fatto che, normalmente, in tali aziende coincidono il soggetto economico e l'alta direzione: ciò comporta che la strategia e la politica aziendale risentano fortemente delle capacità imprenditoriali del venditore.

Inoltre, nel caso di ditte individuali e di società di persone a ristretta base societaria può accadere che il titolare od i soci svolgano all'interno dell'azienda delle mansioni che potrebbero essere affidate a personale dipendente, come la direzione tecnica, amministrativa, commerciale od altro.

Ovviamente, se tali mansioni vengono svolte a titolo gratuito, il risultato economico evidenziato in bilancio è al lordo dei corrispondenti oneri figurativi.

In altre parole, per poter stimare un «valore di cessione», occorre preventivamente individuare quale parte del sistema aziendale può essere oggetto di cessione (e quindi entrare nella valutazione) e quale no¹¹.

Per chiarire il concetto, riportiamo le parole con le quali Carlo Caramiello, già nel 1977¹², spiegava quale fosse la «forza di reddito» da prendere in considerazione per «il problema della valutazione d'aziende in caso di cessione».

«La forza di reddito dell'azienda si basa a sua volta su due forze: 1) una forza obiettiva, patrimoniale, promanante appunto dagli elementi patrimoniali predisposti

¹⁰ È vero però, che il venditore potrebbe essere interessato alla capacità di reddito futuro della propria azienda, nella fissazione del prezzo d'offerta indipendentemente dal costo sostenuto: trattasi infatti dell'opportunità alla quale egli rinuncerà in controprestazione del prezzo pattuito.

¹¹ È questo concetto diverso da quello proprio di un visione «atomistica» dell'azienda, che distingue fra «fattori trasferibili» e «fattori intrasferibili» ed arriva a considerare l'avviamento come avente un «valore proprio» di scambio isolato dal resto dell'azienda: trattasi invece di individuare quelle «condizioni reddituali attualmente facenti parte del sistema aziendale» che si ritiene verranno a mancare successivamente alla vendita.

¹² In «Rivista italiana di ragioneria ed economia aziendale», marzo 1977, pag. 95 e 96.

in modo complementare dall'imprenditore; 2) una forza soggettiva, personale, pro-manante dalla capacità imprenditoriale, dall'impegno dell'imprenditore».

«In sede di funzionamento aziendale le due forze anzidette si complementano intensamente, fino a fondersi in una: appunto la forze di reddito dell'azienda».

«In sede di cessione esse possono scindersi, nella misura in cui il trasferimento dal cedente al cessionario non riguarda entrambe le classe di fattori dai quali le due forze promanano».

«Per comprendere l'entità del reddito da porre a base del calcolo del valore di cessione si tratterà per ciò di stimare, se ciò sarà possibile, quale parte della forza di reddito verrà trasferita dal cedente al cessionario».

«In un'azienda in cui la capacità imprenditoriale è accentrata nella persona del cedente, la cessione non può non implicare il solo trasferimento della parte della forza di reddito che abbiamo definito obbiettiva».

«In un'azienda in cui la capacità imprenditoriale è, parzialmente o totalmente, delegata ad uno staff dirigenziale (come accade frequentemente nelle aziende non individuali, ed in parte anche in queste, specialmente se di dimensioni non esigue), il trasferimento della forza di reddito può essere completo; può riguardare cioè sia la parte obbiettiva che quella soggettiva».

«Il problema dunque è risolto correttamente laddove si giunga a stimare, mediante l'analisi delle sue componenti, la forza di reddito che il cedente è in grado di trasferire al cessionario».

«Non quindi un calcolo basato sul reddito storico, poiché si riferisce ad una forza di reddito "irripetibile" ».

«Non quindi un calcolo basato sul reddito presunto futuro, poiché esso si riferisce ad una forza di reddito "immeritata" per il cedente, ad una forza di reddito che non è completamente attribuibile al cedente, bensì, in parte più o meno estesa a seconda dei casi, al cessionario».

«Questi infatti non infrequentemente modifica o intensifica la parte obbiettiva della forza di reddito con l'introduzione di nuovi elementi patrimoniali o con la modifica delle combinazioni precedenti; non meno frequentemente modifica od intensifica anche la parte soggettiva, con l'introduzione di una nuova capacità imprenditoriale».

«Dunque: non reddito storico semplice né reddito presunto futuro, bensì reddito storico "trasferito" dal cedente al cessionario. Su di esso, e su di esso soltanto, deve basarsi la valutazione in discorso».

Occorre infine notare che, per talune imprese commerciali, il reddito prodotto è favorevolmente influenzato da un fenomeno connesso con la «rischiosità» che vincola la formazione del prezzo di mercato dell'uso degli immobili. Finché il canone d'affitto, che l'imprenditore paga al proprietario dell'immobile, non copre completa-

mente l'eventuale «rendita di posizione», la parte non coperta sarà compresa nel reddito che non potrà essere quindi considerato «puro profitto» e, soprattutto, si dovrà tener conto della sua possibile breve durata.

Da tutto quanto sopra esposto deriva che nelle piccole imprese la stima del reddito medio prospettico, cui è legata la valutazione del capitale economico, può risultare complicata dalle previsioni degli elementi sopra descritti.

Nelle imprese di minore dimensione, inoltre, spesso non viene sviluppata in modo organico l'attività di pianificazione, rendendo ancor più ardua la proiezione negli esercizi futuri dei dati riferiti agli andamenti reddituali riscontati a consuntivo. Riassumendo, possiamo rilevare che, per la stima del reddito medio prospettico, è possibile procedere mediante le seguenti fasi¹³:

- 1) controllo dei dati storici e loro «deflazione»;
- 2) interpolazione mediante congrua funzione matematica (o, più semplicemente, grafica);
- 3) confronto dei risultati con le previsioni disponibili e controllo di compatibilità con alcuni parametri essenziali, quali ad esempio gli ordini in portafoglio;
- 4) rettifica del valore R (reddito medio prospettico) così ottenuto attraverso lo storno dei costi figurativi e di quella parte di profitto attribuibili alla capacità imprenditoriale del venditore, allo scopo di calcolare la «forza di reddito trasferibile» al cessionario, come precedentemente specificato.

4. Il metodo di calcolo

Una volta stimato R, nell'accezione adottata nel precedente paragrafo, occorre definire la funzione (f) che lega a tale entità il valore di cessione dell'azienda (V) nella relazione di base.

$$V = f(R)$$

La dottrina¹⁴ si è, in quest'ultimo ventennio, ampiamente espressa illustrando in modo sistematico e complesso le possibili metodologie di calcolo e prevedendo alcune conclusioni che possono orientare nella scelta:

¹³ È questo il metodo che il GUATRI (*La valutazione delle aziende. Teoria e pratica a confronto*, EGEA, Milano, 1990, pag.127) chiama *di proiezione dei risultati storici* e che a nostro avviso è quello preferibile in mancanza di un budget annuale attendibile e di altrettanto attendibili piani pluriennali.

¹⁴ Ultimamente (cfr. GUATRI, *La teoria di creazione del valore*, cit., pag. 99 e segg.) viene investigato il valore del capitale economico in un'ottica innovativa: trattasi del concetto di «valore potenziale» del capitale economico: esso aggiunge al concetto tradizionale quello di «opportunità di

- 1) i metodi finanziari, che sostituiscono al concetto di «reddito prodotto» quello di «dividendi erogabili», pur essendo talora preferibili (in poche e ben individuabili fattispecie), sono normalmente viziati da «arbitrarietà e soggettivismo»¹⁵;
- 2) i metodi patrimoniali, non rispecchiano il «ragionamento economico dell'investitore» sono caratterizzati da una «...razionalità...piuttosto discutibile...»¹⁶;
- 3) i metodi reddituali «sembrano recepire i criteri di razionalità che ispirano la "formula teorica" di valutazione dell'azienda» e quindi «raggiungono complessivamente un'accettabile grado di razionalità»¹⁷; si afferma anche che il metodo sintetico è «...il fondamentale ed unico procedimento teoricamente applicabile...»¹⁸.

Viene poi preso atto che nella pratica esistono metodi di valutazione che non appartengono a nessuna delle tre categorie sopra specificate e che vengono considerati «...soluzioni di compromesso, discutibili concettualmente»¹⁹, ovvero procedimenti «di comodo», cioè validi «solamente a fini operativi»²⁰.

A fronte del rigore metodologico richiesto dalla Scienza, esiste il dato di fatto che, nelle stime effettivamente elaborate dai periti per la valutazione delle aziende o rami d'azienda²¹ in caso di cessione, fusione, scorpori ecc., i metodi di gran lunga più applicati proprio quelli definiti «misti» e soprattutto quello della *stima autonoma del valore d'avviamento*²².

crescita». Gli studi sin ora sviluppati sull'argomento sembrano però rivolti principalmente alle imprese di grandi dimensioni: per esse, se con titoli quotati in borsa, è possibile inoltre quantificare un «valore di mercato del capitale» espresso tipicamente dalle quotazioni di borsa, contrapposto al «valore di capitale economico», inteso dell'accezione corrente di valore teoricamente attribuibile al complesso aziendale in funzionamento.

¹⁵ Cfr. GUATRI, *La valutazione*, cit., pag. 16.

¹⁶ Cfr. PAGANELLI, *op. cit.*, pag. 24.

¹⁷ Cfr. GUATRI, *La valutazione*, cit., pag. 18-19.

¹⁸ Cfr. CERIANI, *op. cit.*, pag. 29.

¹⁹ Cfr. PAGANELLI, *op. cit.*, pag. 61. Il D'Ippolito (*La valutazione delle Aziende in avviamento*, III Ed., ABBACO, Roma e Palermo, 1955, pag. 31) respinge il procedimento indiretto di valutazione dell'azienda avviata, «...perché illogico».

²⁰ Cfr. EDOARDO ARDEMANI, *La determinazione del prezzo di cessione* in «Saggi di ragioneria ed economia aziendale. Scritti in onore di Domenico AMODEO», Cedam, Padova, 1987, pag. 19.

²¹ In particolare, per la valutazione di rami d'azienda, cfr. G. CAPODAGLIO, *La valutazione del conferimento di un ramo d'azienda* in «Rivista italiana di ragioneria ed economia aziendale», n. 1/2, 1988.

²² Il CASSANDRO (*L'avviamento e la sua valutazione*, in «Scritti vari», Cacucci, Bari, 1991, pag. 304) sottolinea peraltro che «sovente nei contratti di cessione aziendale l'indicazione di un distinto «valore d'avviamento», più che per esigenze contabili del venditore o del compratore, si fa per ragioni fiscali».

Inoltre, le associazioni professionali sembrano preferire decisamente l'adozione dei metodi «misti», è questo il caso dell'UEC (Union Européenne des Experts Comptables Economiques et Financiers) che pur riconosce la preminenza teorica di altri metodi, indica in quelli «misti» i più raccomandati in pratica, e del Consiglio Nazionale dei dottori commercialisti, che ha istituito la «Commissione di studio per le perizie, consulenze tecniche e valutazioni»: essa è presieduta dal prof. Enrico Viganò.

In una recentissima²³ pubblicazione si possono leggere le conclusioni alle quali è giunta la Commissione: il metodo prescelto è proprio quello «...misto patrimoniale - reddituale» della stima autonoma dell'avviamento.

L'ONIDA (*Economia aziendale*, II edizione, UTET, Torino 1965, pag. 660) precisa che «L'impossibile valutazione autonoma dell'avviamento, ..., non toglie che il prezzo globale o il complessivo valore d'apporto di un'azienda acquistata o assorbita possa - nel bilancio d'esercizio dell'azienda acquirente o incorporata - essere variamente frazionata attribuendo particolari valori a singole attività e passività e rilevando eventualmente una parte dal prezzo o dal valore di apporto, sotto la voce di «costo di avviamento» di azienda acquistata o incorporata».

²³ Cfr. Insetto speciale su «Il giornale dei dottori commercialisti» gennaio 1993 - pag. 33 e segg. Metodo di valutazione proposto per le imprese industriali in normale funzionamento.

Metodo prescelto.

Un metodo di valutazione suggerito è quello misto, patrimoniale reddituale, la cui formula è:

$$W = K(R - ixK)a_{n-i1}$$

La scelta è stata dettata da molteplici circostanze:

- consente di tener conto delle prospettive dell'impresa, trascurate dal metodo patrimoniale puro, senza comportare le incertezze connesse al metodo reddituale puro;
- considera il valore del patrimonio dell'impresa;
- è il metodo più diffuso in Italia e nell'Europa continentale e che, probabilmente, meglio risponde alle condizioni presenti nel nostro Paese.

Definizione degli elementi della formula.

K è il patrimonio netto rettificato a valori correnti, ottenuto partendo dal capitale netto contabile, comprensivo dell'utile maturato alla data di riferimento della valutazione e al netto dei dividendi eventualmente deliberati o della quota di presumibile deliberazione. Il secondo membro del rapporto, definito dagli elementi di seguito specificati, costituisce il valore atteso, al tasso $i1$, di n annualità posticipate, rappresentate dalla differenza $(R-ixK)$. L'importo in questione è assimilabile, in pratica, all'avviamento di cui gode l'impresa per l'effetto della vecchia gestione è espresso dal flusso di sovrarredditi futuri. Infatti:

- R è il reddito medio futuro normalizzato (privo cioè di venti eccezionali, non ricorrenti), calcolato sulla base degli ultimi tre esercizi;
- n indica la durata dell'avviamento;
- $i1$ è il tasso di natura finanziaria che vale ad attualizzare la corrente futura di sovrarredditi;
- i esprime il rendimento normale dell'impresa, tenuto conto del settore in cui opera e delle sue dimensioni, ed include, in tal modo, il rischio connesso all'investimento a-

Anche la dottrina più rigorosa, inoltre, riconosce delle limitazioni ai metodi reddituali²⁴, connesse in particolare con le «incertezze e le difficoltà applicative» che li caratterizzano.

Nell'ambito dei metodi reddituali, inoltre, si reputa²⁵ indispensabile un'attenta considerazione dell'entità del patrimonio dell'azienda oggetto di compravendita allo scopo di «... delimitare l' "area di dibattito del globale prezzo di offerta"». Non si può negare, poi, che una rigida applicazione dei metodi reddituali non può prescindere dall'esame della situazione patrimoniale in quanto²⁶ «le diverse composizioni delle attività e/o delle passività, possono infatti influenzare le valutazioni di due aziende non nei termini di mere informazioni che riguardano il passato, ma proprio in quanto esprimono tali «punti di forza o di debolezza», quelli cioè quantificabili nell'ambito del bilancio, che si renderanno operativi nel futuro procedere della gestione».

«I punti di forza o di debolezza insiti nella struttura patrimoniale interagiscono con le variabili ambientali, sicché non si sottovalutano queste ultime ai fini della stima della futura produttività dell'azienda, ma, al contrario, se ne enfatizza gli effetti e, contestualmente, si sottolineano i limiti del reddito prodotto, in un arco di tempo passato, ai fini della stima del reddito prospettico».

L'entità del patrimonio aziendale, pertanto, in un modo o nell'altro, condiziona sempre la determinazione del valore del capitale economico d'impresa, vuoi nell'influenzare la previsione del reddito medio prospettico, vuoi nella scelta del tasso di attualizzazione.

Nel caso particolare della valutazione di piccole e medie imprese, nelle quali la stima del reddito medio prospettico è resa più difficoltosa dalle caratteristiche evidenziate nel precedente paragrafo, si potrebbe essere spinti a considerare il metodo della stima autonoma dell'avviamento come quello preferibile in senso assoluto, dato che, mediante l'introduzione del parametro K, limita il peso di R che, come abbiamo visto, risente massimamente di fenomeni di tipo soggettivo.

In questa sede, vorremmo tentare di meglio individuare (anche innovandola) tale scelta e di «giustificarla» anche all'interno dei criteri di razionalità cui la dottrina non consente di rinunciare.

ziendale.

²⁴ Cfr. in tal senso O. PAGANELLI, *op. cit.*, pag. 45.

²⁵ Cfr. GIOVANNI FERRERO, *Il ruolo delle valutazioni patrimoniali*, cit., pag. 419.

²⁶ Cfr. ISA MARCHINI, *La situazione patrimoniale nella valutazione dell'azienda*, in «Saggi di ragioneria ed economia aziendale. Scritti in onore di Domenico AMODEO», Cedam, Padova, 1987, pag. 527.

Per fare ciò, partiamo dalla distinzione, fatta da Caramiello²⁷ tra «forza di reddito» trasferibile e non trasferibile: in altre parole, restando nel metodo reddituale puro²⁸ occorre in primo luogo depurare il reddito medio prospettico da tutti quelli elementi che, normalmente, non sono trasferibili, come ad esempio la parte attribuibile alla capacità imprenditoriale del venditore ed i costi figurativi relativi a fattori non cedibili.

Se noi però procedessimo nel calcolo eliminando tutti i costi figurativi, ivi compreso l'interesse di computo sul capitale proprio investito, otterremmo una configurazione di R definibile come puro profitto.

A nostro avviso una siffatta impostazione non è da scartare «a priori»; non è infrequente, infatti, che determinati elementi del patrimonio aziendale, come ad esempio crediti e debiti esistenti alla data di cessione, vengano esclusi dal complesso aziendale ceduto; di ciò si deve tener conto, ovviamente, nella determinazione del prezzo: così, continuando nella teorizzazione, potrebbe porsi l'ipotesi di cessione di un'azienda il cui capitale netto fosse pari a zero, per espressa previsione contrattuale che riserva al venditore determinati elementi del patrimonio, ovvero a causa di oggettiva deficienza di capitale proprio dell'azienda.

Per tentare di prevenire ad una formula di «valenza generale», si può, così, in ogni caso escludere dal reddito medio prospettico l'insieme di tutti i costi figurativi; capitalizzando il risultato di tale operazione (il puro profitto) con un metodo reddituale puro, otterremmo il valore attribuibile all'azienda per la sola sua capacità di produrre puro profitto, esclusa ogni influenza relativa all'eventuale capitale netto esistente: sarebbe quindi il valore dell'azienda in ipotesi di capitale netto nullo²⁹.

La formula generale potrebbe quindi essere $V = P/i$ cioè una capitalizzazione, dove $P = R$ -costi figurativi ed un i congruo tasso di sconto. A tale valore andranno poi aggiunti tutti gli elementi che, nelle diverse fattispecie, saranno inclusi nel complesso aziendale ceduto, fra quelli che erano stati precedentemente esclusi dal calcolo di R.

In particolare, potrebbe capitare che, nel contratto di compravendita dell'azienda, venga previsto l'obbligo per il cedente di continuare a svolgere determinate mansioni, dopo la data dell'atto, per alcuni anni³⁰.

In tale ipotesi, nel valore dell'azienda ceduta, sarà compreso quello di una rendita temporanea pari al costo figurativo delle mansioni svolte dal cedente. Se indi-

²⁷ Cfr. il precedente paragrafo 2.

²⁸ Riteniamo si possa applicare il ragionamento sia al metodo semplice, sia - con qualche precisazione - a quello complesso.

²⁹ Cfr. in tal senso ALDO AMADUZZI, *L'azienda nel suo insieme e nell'ordine delle sue rilevazioni*, III Ed., UTET, Torino, pag. 279.

³⁰ Una simile ipotesi non è infrequente nelle cessioni di piccole aziende.

chiamo tale costo con C_1 , il valore da aggiungere sarà $C_1 a_{n-i_1}$, dove n è il numero di anni previsto per lo svolgimento della mansione in oggetto ed i_1 è il tasso legato al rischio connesso con l'eventualità che tale mansione non venga svolta, oltre ovviamente, al «normale» saggio di sconto.

Se l'azienda, come normalmente avviene, è trasferita con una dotazione di capitale proprio, alla somma prima calcolata andrà aggiunto il valore di una rendita, che in questo caso si può considerare perpetua, pari all'interesse di computo sul capitale proprio investito (interesse figurativo che, ricordiamo, non è compreso in R). Chiamando K il capitale proprio investito ed i_2 il tasso di computo stimato³¹ dovremo aggiungere il valore dell'espressione

$$\frac{K i_2}{i_3} \quad \text{e cioè} \quad K \frac{i_2}{i_3}$$

Dove i_3 rappresenta un tasso di attualizzazione normalmente maggiore di i_2 , in quanto sconta l'incertezza connessa con la stima di quest'ultimo.

5. Conclusioni

La «formula generale» potrebbe quindi essere così indicata:

$$1) \quad V = \frac{P}{i} + C_1 a_{n-i_1} + K \frac{i_2}{i_3}$$

Nel caso, assai frequente nelle piccole imprese, in cui il reddito medio prospettico si basi su di un consistente contributo di quegli elementi che abbiamo definito «intrasferibili» nell'accezione riportata³², la formula enfatizza l'incidenza relativa di K nella determinazione del valore V .

Per determinare l'entità di K , si potrebbe ipotizzare la sua valutazione come entità del capitale proprio investito, non necessariamente ottenuta dalla riesposizione degli elementi patrimoniali a valori di sostituzione, ma dall'adeguamento a valori correnti delle somme via via investite nell'azienda, sia sotto forma di capitale d'apporto, sia di autofinanziamento³³.

³¹ Per un'ipotesi di calcolo di tale costo figurativo cfr. G. CAPODAGLIO, *Autofinanziamento, investimenti e variazioni dei prezzi*, CLUEB, Bologna, 1988, pag. 23 e segg.

³² Cfr. precedente paragrafo 2.

³³ Si confronti, in tal senso, il concetto di *capitale degli azionisti* in ROBERT N. ANTHONY, *Contabilità e bilancio: uno schema concettuale*, Franco Angeli Editore, Milano, 1986, pag. 192 e segg.

Questa rappresenterebbe la tipica visione del venditore, mentre quella dell'acquirente potrebbe essere la nota stima a «valori di rimpiazzo» o di «riproduzione», esaminata nel primo paragrafo.

Se confrontiamo la formula con quella della stima autonoma dell'avviamento e cioè:

$$\text{II) } V = K + (R - Ki)a_{n-i_1}$$

possiamo constatare la loro rassomiglianza, che diventa identità nel caso in cui sussistano tutte le seguenti condizioni particolari:

- a) si consideri «sicura» la stima dell'interesse di computo sul capitale proprio investito, per cui

$$i_2 = i_3$$

- b) non esistano altri costi figurativi inerenti «fattori trasferibili», per cui $C_1 = 0$;

- c) la stima del profitto (o soprareddito)

$$P = R - Ki$$

non sia considerata attendibile, se non per un periodo limitato e pertanto P debba essere capitalizzato con la formula della rendita temporanea, anziché perpetua.

Il vantaggio di utilizzare la formula I) anziché la II), a nostro avviso, consiste nel fatto che la prima può considerarsi una variante dei metodi reddituali, mentre la seconda, almeno nella maggioranza dei casi, rimarrà sempre legata ad un metodo «misto».