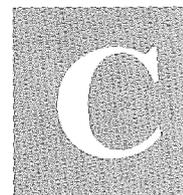


# Il valore di cessione

## Il capitale economico e l'expected discounted cash flow

di Piero Mella

(Prima parte)



Contabilit

*Sia in fase di cessione di aziende funzionanti o di pacchetti azionari di controllo, sia in fase di fusione o di trasformazione societaria, si pone il problema di quantificare il valore dell'azienda considerata quale oggetto unitario.*

*In questo articolo l'autore illustra la logica della formazione del valore di cessione e, in particolare, di due configurazioni che, in concreto, può assumere: il capitale economico e l'expected discounted cash flow. In successivi interventi, dopo avere specificato i problemi di calcolo di tali valori, analizzerà la procedura di determinazione del valore di cessione con metodo analitico ed il problema della misurazione dell'avviamento.*

### 1. La cessione aziendale. Forme di attuazione

La cessazione dell'azienda di produzione può essere *assoluta* o *relativa*. Nel primo caso l'azienda si dissolve (liquidazione); nel secondo cessa in relazione al soggetto giuridico anche se le coordinazioni ed i processi produttivi continuano, pur svolti in diversa forma giuridica (trasformazione) o relativamente ad altro soggetto giuridico (fusione e cessione).

La *cessione* rappresenta, dunque, una delle forme di cessazione relativa dell'azienda di produzione.

Nella cessione, l'azienda è considerata come *oggetto di scambio unico*; essa è scambiata, nella sua unità, contro corrispettivo.

Si hanno varie forme di cessione:

- 1) la *cessione in senso stretto*, che si configura quando l'azienda è scambiata contro denaro;
- 2) la *cessione in senso ampio* o *apporto*, quando l'azienda è ceduta contro-corrispettivo rappresentato da quote sociali di altra azienda già costituita (aumento di capitale) o in fase di costituzione (conferimento *in natura* di azienda funzionante).

La cessione può riguardare:

a) *aziende aventi forma giuridica di imprese individuali*; in questo caso, muta il soggetto giuridico dell'azienda ceduta; il «titolare» proprietario viene sostituito;

b) *aziende aventi forma giuridica di società di persone*; in questo caso, stante la dicotomia tra azienda e società, si assiste: da un lato, al cambiamento del soggetto giuridico dell'azienda ceduta; dall'altro, all'estinzione (in genere) della società;

c) *aziende aventi forma giuridica di società di capitali*; in questo caso, se il trasferimento è dell'azienda, ma non della società, si ricade nel caso b); se la cessione si attua mediante il trasferimento dei titoli rappresentativi del capitale sociale (quote o azioni), si mantiene il soggetto giuridico (in senso stretto) preesistente.

Quest'ultima fattispecie può essere formalmente tenuta distinta:

c.1) *dalla fusione per incorporazione* (nel caso in cui l'acquirente sia una società). In questo caso, infatti, la società dell'azienda ceduta rimane in vita e non si estingue come nel caso dell'incorporazione;

c.2) dalle altre forme di cessione vera e propria; si configura, anziché la cessione d'azienda, la fattispecie della *cessione di quote sociali* che, se in dati aspetti può essere assimilabile alla cessione vera e propria, per altri differisce da questo istituto.

La cessione, inoltre, può essere:

- A) *integrale*, se viene ceduta l'unitaria azienda, con l'intero suo patrimonio;
- B) *parziale*, se viene ceduta l'azienda, ma non l'intero suo patrimonio; il cedente, in questo caso, «trattiene» alcuni componenti patrimoniali (di solito, le liquidità ed i debiti a breve scadenza; non è escluso che non ceda anche alcuni fattori specifici: automezzi, ad esempio) (1).

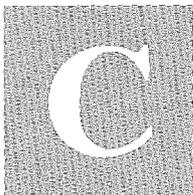
### 2. Il valore di cessione.

**Valore minimo e valore massimo**

In qualsivoglia scambio monetario si osservano:

- 1) *due soggetti*, gli scambisti, denominati venditore o cedente (colui che cede il bene) e acquirente o cessionario (colui che paga il corrispettivo monetario);

(1) Per le specificazioni di tali sommarie nozioni si veda ASTOLFI-NEGRI, *Ragioneria applicata e professionale*, vol. III, Tramontana, pag. 479 e segg., pag. 482 e segg.



- 2) *due oggetti*, gli oggetti di scambio; nello scambio monetario l'oggetto trasmesso dal venditore al compratore è un bene; l'altro è una quantità di moneta. Si denomina valore di scambio monetario, o prezzo, il rapporto tra la quantità di denaro e la quantità di beni oggetti di scambio;
- 3) *due tempi*, le epoche di scambio;
- 4) *due sistemi di altre condizioni di scambio*.

*Nella cessione dell'azienda si realizza uno scambio, nel quale uno dei due oggetti è l'azienda nella sua unità, che viene venduta all'acquirente.*

Si pone il problema di quantificare il prezzo o il corrispettivo dello scambio.

*Perché uno scambio si realizzi — in generale — occorre che ciascun soggetto attribuisca al bene ricevuto un valore superiore a quello attribuito al bene posseduto (2).*

Nella cessione, allora, perché questa si realizzi, occorre che il venditore attribuisca all'impresa, nella sua unità, un valore inferiore a quello attribuito alla medesima dal compratore.

Sia  $C$  il compratore e  $V$  il venditore dell'impresa  $I$ .

Indichiamo con  $vI(C)$  e  $vI(V)$  il valore di  $I$  per  $C$  e  $V$ , rispettivamente. Perché la cessione si manifesti occorre che:

$$vI(C) \geq vI(V)$$

Si denomina *valore di cessione* ( $vI$ ) il valore al quale effettivamente avviene lo scambio.

In genere:

- a) il venditore stabilirà un valore minimo, al di sotto del quale non sarà disposto, in alcun caso, a cedere l'azienda [ $vI(V)$ ];
- b) il compratore stabilirà un valore massimo, al di sopra del quale non sarà disposto, in alcun caso, ad acquistare l'azienda [ $vI(C)$ ].

Il valore di cessione sarà, allora:

$$vI(V) \leq vI \leq vI(C)$$

(2) Più compiutamente, nella valutazione della convenienza ad investimenti, occorrerebbe affermare che ciascun scambista deve realizzare, nello scambio, un *margin di convenienza positivo*. Denominiamo *costo opportunità* di un investimento il rendimento del migliore tra tutti gli alternativi investimenti cui si rinunciarebbe per dar corso a quello in esame. Il margine di convenienza è la differenza tra il rendimento dell'investimento in esame e quello del migliore tra gli investimenti cui si rinuncia. In termini ancora diversi, si può affermare che ciascun scambista deve trarre dall'investimento (o dal disinvestimento) un rendimento maggiore del costo del capitale necessario per attuare l'investimento, sia esso costo esplicito (costo del reperimento del capitale) o implicito (costo per mancato rendimento del capitale). Su tali nozioni si vedano: J.T.S. PORTERFIELD, *Decisioni di investimento e costo di capitale*, ISEDI, Milano 1975; E. SOLOMON, *The theory of financial management*, Columbia University Press, 1966; C. STAPLETON, *The theory of corporate finance*, George G. Hany, 1970; P. MELLA, *L'azienda di produzione quale trasformatore economico*, GJES, Pavia 1980.

### 3. Elementi che influiscono sul valore di cessione

*Il valore di cessione è, perciò, il valore dell'impresa funzionante, considerata quale oggetto di scambio unitario.*

Ci si pone immediatamente il quesito di quali elementi influiscano sul valore di cessione.

In linea generale, si può affermare che esso dipende, tra l'altro, dai seguenti, tra i molti che nelle realtà concrete di scambio potrebbero essere individuati:

- 1) *valore attribuibile all'azienda di produzione nella sua unità operativa* che, a sua volta, dipende dalle *prospettive di futuro funzionamento* dell'azienda medesima;
- 2) *potere negoziale dei contraenti* che, a sua volta, dipende dalle *motivazioni all'acquisto ed alla vendita*.

Le due classi di elementi sono interrelate. Solo per convenienza possono considerarsi disgiuntamente.

Iniziamo con l'analisi del primo elemento.

*All'azienda, quale unità operativa, può essere attribuito un valore unico atto a quantificare il valore di un potenziale investimento necessario per attivarne e svolgerne i futuri processi produttivi.*

Questo valore non deve essere identificato con quello di cessione. Sarà una base per la determinazione di questo; il valore di cessione dipende, infatti, anche dalle condizioni del gruppo 2 (potere negoziale).

Molte sono le possibilità di quantificare un valore unitario dell'azienda per un investitore potenziale.

Ciascuna dipende dalla diversa concezione — o schema osservativo — dell'azienda stessa.

In termini generali, si può affermare che:

- a) se si osserva l'azienda quale *trasformatore economico*, si può quantificare il valore unico denominato *capitale economico*;
- b) se si osserva l'azienda quale *trasformatore monetario*, si può quantificare il valore unico denominato *cash flow attualizzato atteso o expected discounted cash flow*.

Considereremo le due nozioni nell'ordine.

### 4. L'azienda di produzione quale trasformatore economico

L'azienda di produzione può essere intesa quale *trasformatore economico*; essa, tramite una trasformazione fisico-tecnica di qualche specie, cerca di conseguire una differenza positiva tra la somma dei valori positivi, connessi alla vendita delle produzioni cioè i *ricavi*, e quella dei valori negativi, connessi all'acquisto e al consumo dei fattori, cioè i *costi*.

Si consideri la figura 1a. In essa sono indicati

i valori positivi — ricavi —  $r(t)$ , e negativi — costi —  $c(t)$ , quali funzioni temporali (per semplicità, supposte continue) istantaneamente definite.

La figura 1b, invece, considera i valori cumulati di quelle funzioni: i costi totali ed i ricavi totali per ogni istante  $t$  (le unità di scala delle due figure sono differenti per ragioni di rappresentazione grafica).

Il reddito totale, all'istante  $t$ , è rappresentato dalla differenza:

$$\underline{\underline{R}}(t) = R(t) - C(t)$$

Figura 1a - Curve dei flussi di ricavi,  $r(t)$ , e di costi,  $c(t)$ , istantaneamente definite

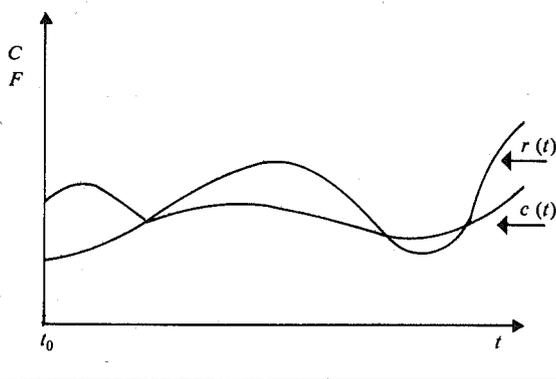
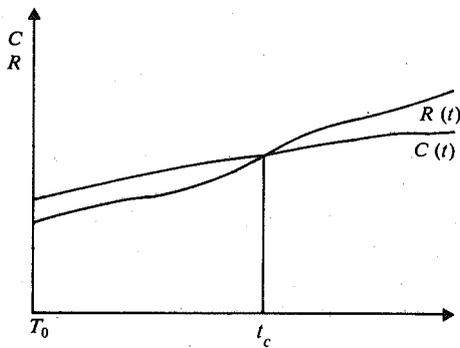


Figura 1b - Curve dei ricavi e dei costi cumulativi:  $R(t)$  e  $C(t)$



### 5. Classi di attese di un investitore in capitale aziendale

Si consideri un investitore che voglia investire a  $t_0$  per dar vita ad un'azienda di produzione o per acquisire un'impresa in funzionamento.

Egli, investendo  $K_0$ , acquisendo o facendo nascere un'impresa, avrà quattro classi di attese:

- 1) che  $\underline{\underline{R}}(T)$  con  $T$  pari all'intera vita dell'azienda, sia positivo;
- 2) che  $\underline{\underline{R}}(T)$  sia maggiore della remunerazione massima tra tutte le alternative di investimento di  $K_0$ , cioè che il costo opportunità dell'investimento in impresa sia tale da consentire la

quantificazione di un margine di convenienza positivo;

- 3) che, al termine di  $T$ , sia nuovamente disponibile  $K_0$ ;
- 4) che  $K_0$  sia liquidabile in qualunque istante anteriore al termine della vita dell'impresa.

Ipotizzando non realizzabile sia la condizione 3) sia la 4), come ipotesi rafforzativa della tesi, in quanto si assume che le aziende abbiano vita illimitata e che non sia possibile il «realizzo» dell'investimento, il *valore dell'investimento*,  $K_0$ , non potrà eccedere il *valore attuale dei redditi futuri, attualizzati ad un prefissato tasso «i», non inferiore a quello dell'investimento alternativo migliore che si prospetta all'investitore in fase di valutazione della convenienza ad investire  $K_0$ .*

Ipotizzando che  $T = N$  anni, che  $\underline{\underline{R}}(n)$  sia il reddito annuo, la precedente equazione diventa:

$$\underline{\underline{R}}(T) = \sum_{n=1}^N \underline{\underline{R}}(n) v^n, \quad \text{con } v = (1+i)^{-1}$$

### 6. Un esempio

Si ipotizzi che un soggetto possa investire una data somma,  $K_0$ , in un'impresa per un anno, senza rimborso, al termine dell'anno della somma  $K_0$  investita.

Al termine dell'anno è previsto un reddito  $R(T) = 1.000$ .

Ci si chiede quanto sarà disposto ad investire quel soggetto per acquisire il reddito dell'impresa dopo un anno (cioè quanto quel soggetto sarà disposto a «pagare» il reddito pari a 1.000).

Supponiamo che la migliore delle alternative di investimento disponibili al soggetto sia l'investimento in obbligazioni e che offra un rendimento pari al 15%, netto.

Se egli investisse 100 lire in obbligazioni al termine di un anno avrebbe, oltre al rimborso del capitale investito, anche un reddito pari a 15, cioè un montante pari a 115.

Ipotizziamo che il nostro soggetto voglia, invece, investire nell'impresa (cioè voglia «acquistare» il reddito pari a  $R(T) = 1.000$ ).

Se egli investisse  $K_0$  in obbligazioni al termine del periodo avrebbe un montante pari a

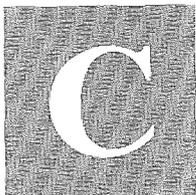
$$K_0 + I = 1.000$$

In questo caso, con  $i = 15\%$  si avrebbe:

$$\begin{aligned} K_0 + K_0 i &= 1.000 \\ K_0 (1 + i) &= 1.000 \\ K_0 &= 1.000 / 1,15 = 869,56521. \end{aligned}$$

In questo caso il soggetto non avrebbe alcuna convenienza ad investire nell'azienda un capitale superiore a  $K_0 = 869,56521$ ; vi sono tre sole possibilità:

- 1) investire proprio un capitale pari a  $K_0 = 869,56521$ ; in questo caso, ovviamente, il sogget-



to sarebbe indifferente tra l'investimento nell'impresa e l'investimento in obbligazioni;

2) investire una somma maggiore di  $K_0$  precedentemente calcolato; in questo caso il soggetto non avrebbe alcuna convenienza ad investire nell'impresa in quanto l'investimento in obbligazioni avrebbe una remunerazione maggiore.

Infatti, investendo, ad esempio,  $K_0 = 900$  per acquistare  $R(T) = 1.000$ , il soggetto rinuncierebbe ad un montante dell'investimento obbligazionario pari a  $900(1 + 0,15) = 1.035$ . La perdita sarebbe pari a 35;

3) investire una somma minore di  $K_0$  precedentemente calcolato. Se il soggetto potesse acquisire il reddito aziendale  $R(T) = 1.000$  investendo, ad esempio, solo 800 lire, avrebbe un margine di convenienza pari a 80; infatti, se avesse investito 800 lire in obbligazioni, al termine dell'anno avrebbe un montante pari a  $800(1 + 0,15) = 920$ , nettamente inferiore — di 80 — al reddito ottenibile dall'impresa.

Il ragionamento può ora facilmente estendersi al caso in cui l'investimento in azienda, anziché essere remunerato con un unico reddito sia remunerato con una successione di redditi.

*L'investitore non sarà disposto a «pagare» la successione dei redditi (la rendita) ad un prezzo superiore al valore attuale di quei redditi calcolato al tasso di rendimento del migliore degli investimenti alternativi disponibili al soggetto.*

## 7. Il capitale economico dell'azienda di produzione

*Si denomina capitale economico dell'impresa il valore unitario attribuibile all'impresa quale unità economico-operativa e quantificato sulla base dei redditi futuri che essa consente di ottenere, attualizzati alla data del calcolo, nell'ipotesi in cui l'investimento iniziale non sia più «recuperabile» (o sia incluso in  $R(N)$ , ad un tasso prefissato da colui che lo determina.*

Il capitale economico dovrebbe, perciò, rappresentare il valore dell'investimento di capitale nell'azienda di produzione, in quanto questa sia ritenuta atta a «fruttare», per l'investitore, un flusso di redditi in un arco temporale pari all'intera vita aziendale, al tasso di attualizzazione prescelto.

Dall'attualizzazione di questi, al prefissato tasso  $i$ , si determina il valore dell'investimento nell'azienda e, per traslazione, il valore dell'impresa stessa.

La dimensione del capitale economico dipende, allora, da due parametri:

- 1) il *flusso dei redditi futuri*, la cui determinazione deve essere fondata su ipotesi di gestione della futura attività d'impresa;
- 2) il *tasso di capitalizzazione*, la cui determinazione è interrelata alle ipotesi di investimento alternativo da parte del soggetto acquirente.

## 8. La relatività della misura del capitale economico

*Si osserva, allora, che non esiste, in senso stretto, la dimensione del capitale economico, bensì esistono tante misure di capitale economico quanti i potenziali investitori.*

Anzi, a rigore, esistono tante dimensioni di capitale economico quanti i potenziali ipotizzabili programmi di gestione futura e quante le gamme di alternativi investimenti disponibili.

Sulla base delle precedenti proposizioni è possibile cogliere il senso delle seguenti affermazioni:

A) *il valore di cessione non s'identifica con il capitale economico*; in effetti, si stabiliscono, al minimo, due capitali economici: quello del cedente e quello del cessionario. Il primo è quantificato nell'ipotesi di continuazione della gestione da parte del soggetto giuridico ed operativo attuale; il secondo, nell'ipotesi in cui, a seguito del cambiamento del soggetto giuridico, si possano modificare le condizioni della gestione, si da ritenere differenti le prospettive di reddito, com'è evidenziato nella figura 2, nella quale:

- a) le curve  $C_1$  e  $R_1$  rappresentano i costi ed i ricavi in ipotesi di continuazione dell'attività aziendale senza cessione;
- b) le curve  $C_2$  e  $R_2$  rappresentano i costi ed i ricavi dopo la cessione, previsti all'istante  $t_x$ ;

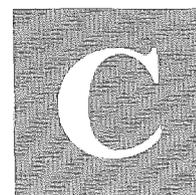
B) *il valore del capitale economico può anche essere negativo*; in effetti, se le prospettive di redditività, per il cedente, sono in termini di redditi negativi (perdite), egli può essere disposto a pagare (anziché ricevere) un prezzo per cedere l'azienda, purché esso sia inferiore o uguale al volume delle perdite attualizzate (cioè, al capitale economico negativo);

C) *il limite minimo del capitale economico, per consuetudine, si pone pari al capitale di liquidazione*; in effetti, se l'ipotesi dell'illimitatezza della vita dell'impresa viene meno, e questa si estingue, gli unici «redditi» di un investimento, in quell'impresa, sono rappresentati dal capitale di liquidazione. Il limite minimo potrebbe, altresì, essere identificato in un nuovo futuro valore di cessione (non capitale economico, quindi), se questa è l'ipotesi di cessazione più probabile per il cedente.

Considerazioni sulla determinazione del capitale economico saranno svolte nel numero successivo della rivista.

## 9. L'azienda di produzione quale trasformatore monetario

Oltre che quale trasformatore economico, l'azienda di produzione può essere intesa quale *trasformatore monetario* in grado, cioè, di trasformare una data quantità di mezzi monetari, investiti in dati volumi, in un dato istante, in quantità



monetarie in volumi maggiori in epoche successive.

In effetti, un investitore di una somma di mezzi monetari pari a  $K_0$ , nell'azienda, si attende che nel corso della vita di questa ( $T$ ) si manifestino flussi di uscite,  $u(t)$ , e di entrate,  $e(t)$ , correlate agli acquisti ed alle vendite, tali che la loro somma algebrica corrisponda al reddito totale,  $\bar{R}(T)$  (almeno in teoria, in ipotesi di costanza del valore del modulo monetario).

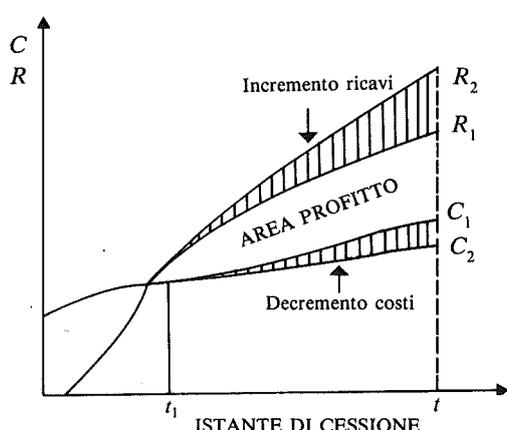
Ovvero:

$$K(T) = \underline{R}(T) = E(T) - U(T)$$

L'uguaglianza si verifica non appena si pensi che, in genere:

$$e(t) = r(t) \quad e \quad u(t) = c(t)$$

Figura 2 - Flussi di reddito dopo la cessione



tolo *cash-flow totale di periodo*, si può porre:

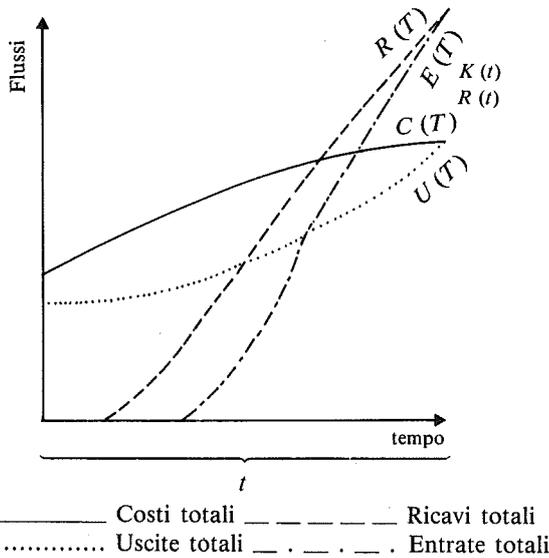
$$\bar{K}(T) = \sum_{n=1}^N K(n) v^n,$$

con  $v^n = (1 + i)^{-1}$ , con  $i$  prescelto tasso di attualizzazione, essendo, in genere,  $K(n) \neq \underline{R}(n)$ .

La quantità  $K(T)$  si può denominare *discounted cash flow* o *cash flow attualizzato* relativa alla vita aziendale (3).

Ovviamente, se, in termini quantitativi,  $K(T) = \underline{R}(T)$ , l'uguaglianza non vale dopo l'attualizzazione; sicché  $\bar{K}(T) \neq \bar{\underline{R}}(T)$ . Considerazioni sulla determinazione del discounted cash flow saranno presentate prossimamente dalla rivista.

Figura 3 - Flussi economici e monetari



### 10. Il cash flow attualizzato atteso (Expected discounted cash flow)

Se vale l'uguaglianza in termini quantitativi tra reddito totale e differenza tra entrate ed uscite totali, l'uguaglianza non mantiene validità se si considera, oltre che il volume, anche la dinamica temporale delle due specie di flussi (vedasi figura 3).

I costi ed i ricavi di competenza, infatti, possono non coincidere, all'interno di ciascun periodo amministrativo, con i flussi monetari di quell'intervallo temporale, a motivo dei noti sfasamenti tra il prodursi dei valori economici e quello dei valori monetari.

Queste asincronie temporali possono essere colmate dalla gestione finanziaria che investe i *surplus monetari* e ricerca finanziamenti quando si presenta un *fabbisogno monetario*. Si può, di conseguenza, ritenere opportuno, anziché fondare il calcolo del valore unico dell'azienda — quale unità economico operativa — sul flusso economico attualizzato dei redditi, basarlo sul flusso attualizzato delle entrate (*inflows*) e delle uscite (*outflows*) monetarie. Indicando con  $K(n) = E(n) - U(n)$  la differenza tra le entrate totali e le uscite totali nell' $n$ -esimo periodo amministrativo, e denomina-

### 11. Un esempio numerico

Le due affermazioni precedenti circa:

1) l'uguaglianza tra *cash flow totale* (entrate totali — uscite totali) e *reddito totale*:

$$K(T) = \underline{R}(T),$$

2) l'asincronia tra le curve dei costi e dei ricavi totali rispetto a quelle delle uscite e delle entrate totali, possono essere dimostrate, oltre che sulla base delle precedenti considerazioni di teoria, anche sul fondamento della figura 4.

In essa è prevista una situazione semplificata: una impresa si costituisce e «funziona» per quattro periodi amministrativi. Per ciascuno dei quattro periodi sono riportati i tre conti fondamentali

(3) Si vedano P. ONIDA, *Le dimensioni del capitale d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1951, pag. 170; I. MARCHINI, *Manuale di amministrazione aziendale*, Milano, 1974, pagg. 14-64.

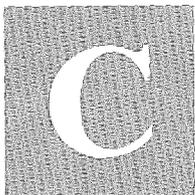


Figura 4 - Un sistema contabile elementare

S.P. 1°		S.P. 2°		S.P. 3°		S.P. 4°	
	CASSA = 700		CASSA = 1.200		CASSA = 2.100		
IM = 1.000	IM = 1.000	IA = 350	IM = 1.000	FA = 750			
M = 500	M = 300		M = 450				
CN = 1.500		CN = 1.500		CN = 1.500		CN = 1.500	
		R = 150		R = 250		R = 200	
				FR = 150		FR = 400	

P.P. 1°		P.P. 2°		P.P. 3°		P.P. 4°	
MAT = 500		M = 500		M = 300		M = 450	
		MAT = 500		MAT = 700		MAT = 600	
		LAV = 300	VEND = 1.500	LAV = 500	VEND = 1.700	LAV = 500	VEND = 2.000
	M = 500	AMM = 350	M = 300	AMM = 400	M = 450	AMM = 250	
		R = 150		R = 250		R = 200	

CASSA 1°		CASSA 2°		CASSA 3°		CASSA 4°	
CN = 1.500		VEND = 1.500		CASSA = 700		CASSA = 1.200	
	IM = 1.000		MAT = 500	VEND = 1.700		VEND = 2.000	
	MAT = 500		LAV = 300		MAT = 700		MAT = 600
			CASSA = 700		LAV = 500		LAV = 500
					CASSA = 1200		CASSA = 2100

del sistema contabile: il conto Stato Patrimoniale, il conto Profitti e Perdite ed il conto Cassa. Per semplificare al massimo si considerino inclusi nel c/ Cassa anche i valori degli eventuali debiti e crediti di partita (fornitori e clienti).

La gestione è stata semplificata per rendere più evidenti i risultati numerici; nel primo anno di vita l'impresa acquista Immobilizzazioni tecniche (IM) per un valore di 1.000 e si costituisce un magazzino (M) per 500. Il fabbisogno monetario, pari a 1.500, è «coperto» tramite apporto iniziale di mezzi monetari a titolo di capitale di costituzione (CN).

Nei successivi tre periodi (secondo, terzo e quarto), si attuano le produzioni con acquisto di ulteriori materie (MAT), lavoro (LAV) e con utilizzo delle immobilizzazioni le quali vengono così interamente ammortizzate in tre anni con ammortamento a quote variabili (AMM); si stratifica il fondo ammortamento (FA). I redditi annui (R) si ipotizzano non distribuiti e si cumulano in un fondo di riserva (FR); tale ipotesi sarà abbandonata in un secondo momento per calcolare il cash flow in ipotesi, appunto, di distribuzione degli utili.

La figura 5, derivata dai dati della 4, espone i risultati seguenti:

1) i redditi totali ammontano a  $600 = \underline{R}(T)$ ;

2) il cash flow totale (riga 7) ammonta, invece, a 2.100; tale somma deve, tuttavia, essere destinata al rimborso (in caso di cessazione dell'azienda) del capitale conferito alla costituzione — pari a 1.500 (riga 5 e riga 8) — e degli utili prodotti (riga 9) i quali risultano, così, interamente destinabili;

3) il cash flow può assumere varie dimensioni e dinamiche a seconda della politica dei dividendi o di distribuzione degli utili. La riga 10, ad esempio, indica la dinamica del cash flow totale in ipotesi di completa distribuzione degli utili (con un anno di ritardo, naturalmente).

4) anche se fosse prescelto ed adottato il medesimo tasso «i», l'attualizzazione dei redditi annui (riga 1) fornirebbe risultati differenti, di molto, da quelli conseguibili attualizzando gli inflows e gli outflows (righe 2, 3, 5, 6, 8 e 9).

## 12. Il valore di cessione e le motivazioni allo scambio

Il valore unico attribuibile all'azienda di produzione non coincide con il valore di scambio; questo si configurerà tenendo conto delle motivazioni alla negoziazione.

In ogni caso — riprendendo le argomentazioni iniziali — si può affermare che deve essere:

$$v\bar{I}(V) \leq \underline{\underline{R}}(T) \leq v\bar{I}(C)$$

(4) Vi sono differenti nozioni cash flow; si distingue, innanzitutto tra cash flow operativo, od operativo e cash flow totale. Il primo deriva dalla differenza tra entrate ed uscite monetarie connesse alla gestione corrente, cioè alle entrate per ricavi di vendita caratteristici (al netto delle variazioni nei crediti) ed i costi di acquisto di materie, energie e lavoro (al netto delle variazioni nei debiti). Su tali nozioni e sui metodi di calcolo del cash flow si vedano: ASTOLFI-NEGRI, *op. cit.*, pag. 25 e segg.; P. MELLA, *Analisi delle fonti e degli impieghi di mezzi monetari di impresa*, ISEDI, 1977, cap. 5, nonché la bibliografia ivi citata.

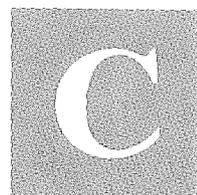


Figura 5 - Redditi e cash flow

Righe		1° anno	2° anno	3° anno	4° anno	Totali
1	Redditi annui	0	150	250	200	600
2	Inflows operativi (per ricavi monetari)	0	+ 1.500	+ .1700	+ 2.000	+ .5200
3	Outflows operativi (per costi correnti monetari)	- 500	- 800	- 1.200	- 1.100	- 3.600
4	Cash flow operativo (od operazionale)	- 500	+ 700	+ 500	+ 900	+ 1.600
5	Inflows non operativi (per costituzione)	+ 1.500				+ 1.500
6	Outflows non operativi (per acquisto immob.)	- 1.000				- 1.000
7	Cash flow totale (4 + 5 - 6)	0	+ 700	+ 500	+ 900	+ 2100
8	Per rimborso conferim. iniziali					- 1.500
9	Residuo in cassa per dividendi = = Utile totale					+ 600
10	Cash flow totale in ipotesi di erogazione degli utili	0	+ 700	(500-150)=350	(900-250)=650	+ 1.700
11	Rimb. cap. costituzione					- 1.500
12	Per utile 4° anno					200

oppure:

$$\bar{v}I (V) \leq \bar{K} (T) \leq \bar{v}I (C).$$

Indicato con  $vI$  il valore di cessione, allora si può affermare che  $vI$  dovrebbe tendere al valore unico attribuito all'azienda di produzione, cioè:

$$vI \rightarrow \bar{K} (T)$$

oppure:

$$vI \rightarrow \bar{K} (T)$$

Si indichi con  $\bar{V} (T)$  il valore unico dell'azienda, sia esso  $\bar{K} (T)$ , sia esso  $K (T)$ .

Può essere, tuttavia, che:

$$\bar{v}I (V) \leq vI \leq \bar{V} (T). \quad [1]$$

Ciò quando le particolari *esigenze di cessione del venditore* lo spingono a ritenere conveniente la cessione pur ad un valore effettivo inferiore a quello teoricamente attribuibile all'investimento da lui attuato nell'impresa.

Potrebbe essere, tuttavia, anche:

$$\bar{V} (T) \leq vI \leq \bar{v}I (C). \quad [2]$$

Ciò quando le particolari *esigenze d'acquisto del compratore* lo spingano ad effettuare l'acquisto anche ad un prezzo effettivo superiore al valore teoricamente attribuibile al suo investimento in quell'azienda.

### 13. Alcuni esempi

Alcuni esempi forniranno giustificazione alla precedente affermazione.

Il caso [1] potrebbe manifestarsi quando:

- vi fosse necessità di vendita per impossibilità del «titolare» di azienda individuale a continuare la gestione per limiti d'età o per motivi di salute;
- si manifestasse l'impossibilità di continuare la gestione per difficoltà di reperire mezzi per superare ai fabbisogni monetari;
- si manifestassero divergenze insanabili del «titolare» con altri membri della struttura organizzativa;
- si prospettasse l'inconciliabilità della volontà tra soci, in una società di persone.

Il caso [2] potrebbe manifestarsi qualora l'acquisto fosse motivato al fine di:

- ottenere una fonte sicura di approvvigionamenti di dati fattori costituenti le produzioni dell'azienda ceduta (materie e capitale monetario);
- acquisire elementi della struttura amministrativa (e Know how), dell'impresa oggetto di cessione, senza incorrere nello «storno» di dipendenti;
- eliminare la concorrenza attuata dall'azienda acquisita.

Difficilmente il caso [2] si verifica nell'eventualità di acquisizione per mero investimento di eccedenze monetarie da parte dell'acquirente.

Molto spesso, le motivazioni all'acquisto ed alla vendita differiscono a seconda della dimensione dell'impresa cui ci si riferisce. Per le negoziazioni di piccole imprese, in genere, le motivazioni saranno prevalentemente fondate su fattori personali dei contraenti.

Nella cessione di aziende di medie e grandi dimensioni prevarranno considerazioni strettamente economiche.