

Tribunale Civile e Penale di Milano
Sez. Fallimentare

**RELAZIONE DI STIMA DEL VALORE
DELL'AZIENDA
E
DETERMINAZIONE DEL CONGRUO CANONE
DI AFFITTO DELL'AZIENDA**

di proprietà della società

T.M.C. ITALIA S.P.A.
in fallimento



IGNAZIO ARCURI
DOTTORE COMMERCIALISTA
REVISORE CONTABILE

INDICE

1. PREMESSE – OGGETTO, FINALITÀ E SVOLGIMENTO DELL’INCARIO	5
1.1 CONFERIMENTO DELL’INCARIO	5
1.2 OGGETTO ED OBIETTIVI DELLA VALUTAZIONE - APPLICAZIONE DEI PIV	5
1.3 ATTIVITÀ PROPEDEUTICHE ALLA STIMA E LIMITAZIONI AL PRESENTE ELABORATO	7
1.4 I DOCUMENTI ACQUISITI ED ANALIZZATI	7
1.5 LIMITAZIONI AL LAVORO SVOLTO E MODALITÀ DI SVOLGIMENTO DELL’INCARIO	9
1.6 DATA DI RIFERIMENTO	10
2. SINTETICA PRESENTAZIONE DI TMC E IDENTIFICAZIONE DEL PERIMETRO DELLA VALUTAZIONE.....	10
2.1 DESCRIZIONE DELL’AZIENDA E DEL CORE BUSINESS	10
2.2 LE PRINCIPALI VICENDE SOCIETARIE RECENTI	11
2.3 IDENTIFICAZIONE DEI BENI COMPRESI NELL’AZIENDA OGGETTO DI STIMA	12
3. CARATTERISTICHE DEL MERCATO DI RIFERIMENTO	13
3.1 IL MERCATO DI RIFERIMENTO INTERNAZIONALE	13
3.2 IL MERCATO DI RIFERIMENTO NAZIONALE	14
4. DESCRIZIONE E VALUTAZIONE DELL’IMMOBILE.....	16
4.1 DESCRIZIONE DELL’IMMOBILE NEL QUALE VIENE ESERCITATA L’AZIENDA	17
4.2 STIMA DI MASSIMA DEL VALORE DELL’IMMOBILE.....	18
5. I METODI DI VALUTAZIONE AZIENDALE	21
5.1 IL METODO FINANZIARIO	21
5.2 IL METODO REDDITUALE.....	22
5.3 IL METODO PATRIMONIALE.....	23
5.4 IL METODO DEI MULTIPLI.....	24
5.5 I METODI MISTI.....	25
6. LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE.....	25
7. L VALORE DELL’AZIENDA RISULTANTE DALL’APPLICAZIONE DEL METODO REDDITUALE	29
7.1 PREMessa – ANALISI DEI BILANCI	29
7.2 ANALISI DEI BILANCI	29
7.3 LA NORMALIZZAZIONE DEL REDDITO	33
7.4 LA DETERMINAZIONE DEL TASSO DI CAPITALIZZAZIONE	34
7.5 LA DETERMINAZIONE DEL VALORE DELL’AZIENDA	36
7.6 LA VALUTAZIONE DEI CESPITI E DEL MAGAZZINO	37
7.7 LA VALUTAZIONE DIRETTA DEI PROGETTI	38
7.8 LA VALORIZZAZIONE DEL MARCHIO	40
8. IL CANONE CONGRUO DI AFFITTO D’AZIENDA.....	42
9. CONCLUSIONI	43

INDICE DELLE TABELLE

Tabella 1 – <i>Descrizione dell'immobile</i>	17
Tabella 2 – <i>Valore immobile – quotazioni OMI</i>	20
Tabella 3 – <i>Canone annuale di locazione – quotazioni OMI</i>	20
Tabella 4 – <i>Dati storici TMC Italia S.p.A. 2009-2015 (valori espressi in €)</i>	30
Tabella 5 – <i>Dettaglio gestione finanziaria e straordinaria TMC 2009-2015 (valori espressi in €)</i>	30
Tabella 6 – <i>Configurazione conto economico a valore aggiunto TMC 2009-2015 (valori espressi in €)</i>	32
Tabella 7 – <i>Costo del venduto TMC 2009-2015 (valori espressi in €)</i>	32
Tabella 8 – <i>Determinazione del Reddito normalizzato sulla base dell'EBITDA normalizzato (valori espressi in €)</i>	34
Tabella 9 – <i>Determinazione tasso di attualizzazione (valori espressi in €)</i>	36
Tabella 10 – <i>Determinazione valore ramo d'azienda (valori espressi in €)</i>	36
Tabella 11 – <i>Determinazione del valore del marchio di TMC (valori espressi in €)</i>	39
Tabella 12 – <i>Determinazione valore ramo d'azienda (valori espressi in €)</i>	40

DEFINIZIONI – ABBREVIAZIONI – GLOSSARIO

CAGR	Tasso di crescita annuale composto
CAPM	Capital Asset Pricing Model
EBITDA	Earnings Before Interests Tax Depreciation Amortization
Fallita o Società	Si intende la società TMC Italia S.p.a.
Federazione ANIE	Federazione Nazionale Imprese Elettrotecniche ed Elettroniche
Going concern	Presupposto della continuità aziendale
Intangibles	Attività immateriali
Intercompany	Si intendono i rapporti con le società appartenenti al Gruppo TMC
l.f. o l.fall.	Legge Fallimentare - R.D. 16.03.1942 nr. 267
MOL	Margine Operativo Lordo
NCEU	Nuovo Catasto Edile Urbano
OMI	Osservatorio Mercato Immobiliare
Opinion	Opinione di valutazione
PIV	Principi Italiani di Valutazione emessi dall'Organismo Italiano di Valutazione ed entrati in vigore a partire dal 1 gennaio 2016
Procedura	Si intende il fallimento della TMC Italia S.p.a., con R.G.n. 771/2016
TMC	Si intende la società TMC Italia S.p.a.

1. PREMESSE – OGGETTO, FINALITÀ E SVOLGIMENTO DELL'INCARICO

1.1 CONFERIMENTO DELL'INCARICO

Con provvedimento in data 17.10.2016, il Giudice Delegato del fallimento TMC Italia S.p.a. con R.G.n. 771/2016 (di seguito la “Fallita” o “TMC” o la “Procedura”), in accoglimento dell’istanza presentata dal Collegio dei Curatori (Avv. Mario Adinolfi, Dott. Vincenzo Agresti, Dott.ssa Elisabetta Grillo) ha chiesto ed ottenuto l’autorizzazione alla nomina del sottoscritto Dott. Ignazio Arcuri, iscritto all’ordine dei dottori commercialisti di Milano al n. 3241 ed al registro dei revisori legali con D.M. 12 aprile 1995, pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale nr. 32 bis IV serie speciale del 28 aprile 1995, quale perito estimatore con l’incarico di procedere alla valutazione ed alla stima del valore di mercato dell’azienda di proprietà della Fallita, nonché all’individuazione del congruo canone d’affitto della stessa.

1.2 OGGETTO ED OBIETTIVI DELLA VALUTAZIONE - APPLICAZIONE DEI PIV

La valutazione è diretta a determinare il valore dell’azienda di proprietà della Fallita, che esercitava presso la sede produttiva in Busto Arsizio (VA) via delle Industrie n. 65 l’attività di progettazione, costruzione, riparazione e commercializzazione di trasformatori elettrici a resina e propri componenti.

La prospettiva della stima è quella della determinazione del valore di mercato dell’azienda, nell’ipotesi di cessione a terzi, al fine di fornire agli organi della procedura fallimentare, in qualità di esperto, un valore di riferimento per l’espletamento della procedura competitiva ai sensi dell’art. 107 l.f..

Lo scrivente intende evidenziare che la presente relazione, che costituisce a tutti gli effetti una opinione di valutazione (di seguito “*opinion*”), è redatta in conformità ai Principi Italiani di Valutazione (di seguito “PIV”) redatti dall’Organismo Italiano di Valutazione.

In particolare, detta *opinion* viene emessa su incarico di una curatela fallimentare, nel quadro di un processo di dismissione di una azienda (ramo d’azienda) esercitata su uno specifico immobile.

E’ inoltre bene evidenziare che il sottoscritto si atterra:

1. alla rete concettuale di base dei PIV di cui al paragrafo “I” e relativi sottopunti;
2. la propria attività di esperto sarà improntata al disciplinare di cui al paragrafo II dei PIV e relativi sottopunti;
3. per ciò che concerne la particolarità dell’incarico, che consiste nella valutazione di un ramo d’azienda, si evidenzia che i PIV sono applicabili anche alla valutazioni di aziende e di rami d’azienda secondo il paragrafo “III.1”.

Con riguardo all’ultimo punto sopra riportato, di particolare rilevanza e complessità ai fini della presente stima è risultato l’inquadramento dei presupposti della valutazione, ovvero se possa dirsi in qualche modo applicabile alla stima in esame il presupposto della continuità della gestione (*going concern*) ovvero se la valutazione debba avvenire nella prospettiva della liquidazione con il realizzo, in modo atomistico, dei singoli beni che compongono il complesso aziendale. Sul punto si tornerà diffusamente nel successivo par. 6.

Pare anche il caso di precisare che la *opinion* che il sottoscritto emetterà consisterà in un giudizio sul valore del ramo d’azienda, ma che detto valore è nozione ben distinta dal prezzo che in concreto verrà esitato dalla vendita.

In merito, due dei massimi studiosi della disciplina della valutazione delle aziende¹ offrono un contributo fondamentale in relazione a tale distinzione, precisando che: *“Non è sempre chiaramente percepita, da noi specialisti, la pur chiara distinzione tra giudizi di valore (o, brevemente, valori) e prezzi del capitale e dei suoi titoli rappresentativi. Com’è ben noto ed è stato più volte ripetuto, i prezzi sono dati espressi dai mercati; i valori sono stimati con vari criteri, cioè compiendo scelte di metodo espresse da modelli e formule che contengono una parte (più o meno rilevante) dei «fattori» determinanti del valore (con alcune inevitabili carenze), tradotti in grandezze scelte anche discrezionalmente (con ipotesi/convenzioni) sulla base delle informazioni disponibili (che possono essere incomplete). I valori sono perciò anche opinioni (ovvero sono anche un giudizio). Questo è reso particolarmente evidente dalla rappresentazione dei prezzi quali grandezze determinate, oltre che dai valori intrinseci che essi comprendono e sottintendono:*

- da fenomeni concernenti i mercati dei capitali, fenomeni esterni all’impresa e per quest’ultima incontrollabili (fluidità, rigidità dei capitali, efficienza dei mercati, ciclo della

¹ Vedasi L. Guatri, M. Bini – Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, EGEA, edizione 2009, pag. 32.

domanda/offerta dei capitali di rischio, presenza o meno di processi di concentrazione in corso nel settore di appartenenza ecc.);

- delle cosiddette leve del prezzo (efficacia della comunicazione delle società interessate, loro credibilità, «cura» del mercato ecc.).”

Tale fondamentale distinzione è anche rinvenibile nei PIV, entrati in vigore lo scorso 1 gennaio 2016. In particolare, il principio I.6.1 dispone che: *“L’esperto deve precisare la configurazione di valore prescelta, avendo presente da un lato le differenze fra prezzo, costo e valore; dall’altro le finalità della stima”*, precisando nel relativo commento al suddetto principio che: *“Il prezzo è il corrispettivo richiesto, offerto o pagato per l’acquisizione dell’attività reale o finanziaria da valutare. Si tratta di una grandezza empirica, influenzata da tutte le variabili che incidono sulla domanda e sull’offerta e che, pertanto, può discostarsi dal valore dell’attività”*.

1.3 ATTIVITÀ PROPEDEUTICHE ALLA STIMA E LIMITAZIONI AL PRESENTE ELABORATO

Lo scrivente, mediante i suoi collaboratori di studio, ha proceduto ad un accesso presso il capannone sito in Busto Arsizio, alla presenza del Direttore Generale, Sig. Mondello, con lo scopo di verificare lo stato dei luoghi e dei beni ed al fine di acquisire le informazioni ritenute utili all’analisi della gestione dell’impresa. In quella occasione è stato acquisito un repertorio fotografico ed è successivamente stata acquisita, per il tramite della curatela, la documentazione contabile necessaria allo svolgimento dell’incarico e sommariamente elencata nel successivo paragrafo.

1.4 I DOCUMENTI ACQUISITI ED ANALIZZATI

E’ opportuno premettere che, la documentazione giudicata rilevante ai fini del presente elaborato, è quella espressamente indicata nel presente paragrafo.

In merito alla documentazione che il sottoscritto ha ricevuto si precisa che:

- tutte le informazioni relative all’azienda oggetto di stima che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della presente relazione sono state fornite dalla curatela del fallimento TMC;
- i dati contabili desumibili dalle informazioni e dai documenti utilizzati specificati nei due paragrafi precedenti sono stati assunti senza svolgere attività di revisione contabile e riscontro analitico dell’esistenza fisica dei beni e dell’esistenza giuridica dei rapporti contrattuali, approfondendo

esclusivamente le problematiche di tipo valutativo delle consistenze patrimoniali e economiche dichiarate;

- è stato assunto che tutte le firme, i sigilli ed i timbri sui documenti acquisiti e consultati per la redazione della presente relazione, tutti i documenti consultati anche in formato digitale ovvero elettronico forniti al sottoscritto come copie autentiche, fotostatiche, fax o e-mail siano conformi agli originali e che tali documenti siano stati debitamente sottoscritti e perfezionati e producano i loro effetti in conformità alle rispettive condizioni ed ai rispettivi termini;
- qualora siano state fornite copie di contratti ovvero serie di contratti che incorporano modifiche successive, è stato assunto che detti contratti siano in vigore, completi ed altresì includano qualsiasi modifica o variazione agli stessi apportata nel tempo.

Di seguito si fornisce l'elenco della documentazione che, nell'espletamento del proprio incarico, lo scrivente ha acquisito ed analizzato:

- Bilanci d'esercizio ordinari e consolidati per gli esercizi dal 2011 al 2014 corredati di Nota Integrativa, Relazione sulla Gestione, Relazione del Collegio Sindacale e Relazione della società di revisione;
- Bozza del bilancio d'esercizio al 31.12.2015 non approvato e non depositato presso il Registro Imprese;
- Bilanci di verifica per gli esercizi dal 2011 al 2016;
- Elenco cespiti ammortizzabili in formato excel;
- Estrazioni in formato excel relative alle giacenze di magazzino;
- Perizia resa da Warrant Group riferita al 17 luglio 2014
- Parere di congruità reso dall'Ing. Roberto Reni del 15.12.2014 e successiva rettifica del 13.11.2015;
- Avvisi di accertamento dell'Agenzia delle Entrate, Dir. Prov. di Varese per gli anni 2010, 2011, 2012, 2013;
- Relazione BDO del luglio 2016;
- Perizia di stima dei cespiti e dei beni a magazzino dell'Ing. Gabriele Bardazza.

1.5 LIMITAZIONI AL LAVORO SVOLTO E MODALITÀ DI SVOLGIMENTO DELL'INCARICO

Prima di procedere alla descrizione dell'azienda oggetto di stima ed alla illustrazione delle risultanze a cui si è giunti, pare opportuno a chi scrive far presente quali sono i limiti di svolgimento dell'incarico.

- non abbiamo effettuato verifiche sui titoli di proprietà dei beni, basando la valutazione su quanto risultante dalla documentazione a noi comunicata;
- il contenuto della presente relazione, basandosi significativamente su elementi di previsione, non può essere interpretato o assunto come una garanzia sul futuro andamento dell'azienda;
- le conclusioni raggiunte sono basate sul complesso delle informazioni disponibili e delle valutazioni effettuate; pertanto, il documento è da intendersi unitario e le sue parti non possono essere utilizzate singolarmente.

Con specifico riferimento alla documentazione contabile, si evidenziano una serie di limiti e criticità riscontrate nell'elaborazione dei dati a fondamento della valutazione:

- l'assenza di dati previsionali aggiornati, essendo gli ultimi dati disponibili basati su previsioni ormai inattuali effettuate nel 2014 e prese a base per la stima del marchio TMC, rivelatesi però almeno in parte non realistiche;
- la presenza di avvisi di accertamento emessi dall'Agenzia delle Entrate in relazione alle modalità di riaddebito dei costi intercompany per gli esercizi dal 2010 al 2013;
- l'esclusione delle partecipazioni estere dal perimetro della perizia, sebbene i rapporti intercompany abbiano fatto registrare volumi significativi nel periodo oggetto di analisi. Al riguardo, si precisa che lo scrivente non ha visionato alcuna documentazione relativa alle controllate estere;
- la fuoriuscita del marchio dal perimetro aziendale nel corso del 2015 ed il suo conferimento nella partecipata ISA Srl;
- nessuna autonoma valutazione è stata svolta dallo scrivente in relazione alla partecipata ISA Srl.

Le analisi dello scrivente sono state svolte sulla base della documentazione raccolta e risentono quindi delle suddette limitazioni.

Le modalità di svolgimento dell'incarico possono essere sintetizzate nelle seguenti fasi principali:

- analisi dei presupposti metodologici per la valutazione;

- individuazione ed analisi delle attività da sottoporre alla valutazione;
- analisi dei risultati economici storici;
- individuazione dei criteri e delle metodologie valutative;
- stima dei parametri per l'applicazione delle metodologie valutative prescelte;
- sviluppo della valutazione in base alle metodologie individuate;
- allocazione del valore alle singole componenti.

1.6 DATA DI RIFERIMENTO

La valutazione si intende riferita alla data del 17.10.2016, data di conferimento dell'incarico.

La presente valutazione è svolta sulla base della documentazione meglio dettagliata nei precedenti paragrafi 1.3, 1.4 e 1.5 ai quali si rimanda per maggiore dettaglio e che contengono la descrizione delle limitazioni al presente elaborato.

2. SINTETICA PRESENTAZIONE DI TMC E IDENTIFICAZIONE DEL PERIMETRO DELLA VALUTAZIONE

2.1 DESCRIZIONE DELL'AZIENDA E DEL CORE BUSINESS

TMC ITALIA S.p.A., costituita nell'anno 2001 con sede legale in Milano via Santa Sofia n. 12, e sede operativa in Busto Arsizio (VA) via delle Industrie n. 65, iscritta al Registro Imprese di Milano C.F. e P.Iva e n. di iscrizione 02660610128, R.E.A. n. 1658632, svolgeva attività di progettazione, costruzione, riparazione e commercializzazione di trasformatori elettrici a resina e propri componenti.

I trasformatori sono il risultato della produzione ed assemblaggio di tre componenti principali:

- Il nucleo magnetico;
- L'avvolgimento di bassa tensione (o secondario);
- L'avvolgimento a media tensione (o primario).

La Società produce i due avvolgimenti mentre la realizzazione del nucleo è affidata a terzi sulla base delle specifiche tecniche fornite dalla stessa TMC.

Di seguito si riporta un'immagine dei prodotti:



I trasformatori elettrici di potenza sono dispositivi che facilitano il trasferimento di energia tra reti elettriche di diverse tensioni. Essi sono utilizzati in reti di trasmissione ad alta tensione. Sono anche utilizzati nella trasmissione di potenza, nella produzione di energia, in applicazioni industriali (cartiere, industrie chimiche, cementifici, miniere e altri) e per applicazioni commerciali (uffici, università, ospedali, alberghi e altri).

TMC era a capo di un gruppo internazionale il cui *core business* era appunto la progettazione e realizzazione di trasformatori elettrici di media e bassa tensione con avvolgimenti in resina.

TMC ha, infatti, sviluppato il proprio prodotto anche fuori del mercato nazionale, affermandosi sul mercato europeo ed extraeuropeo. A questo fine ha posto in essere una strategia di internazionalizzazione che ha portato al consolidamento della sua posizione internazionale tramite la costituzione di controllate estere nei principali paesi di sbocco dei suoi prodotti e che l'ha portata a realizzare fatturato estero pari a circa l'80% del fatturato totale.

Come desumibile dai vari documenti analizzati (istanza di fallimento in proprio, l'informativa dell'amministratore del 19.02.2016, i bilanci d'esercizio), nel corso degli anni TMC ha sviluppato la presenza oltre che nel mercato domestico, in oltre 40 paesi dislocati principalmente in Europa, Russia ed ex Urss, Medio Oriente, Sud America e Sud Est asiatico ed in maniera più rilevante nei seguenti paesi: Russia, Svizzera, Germania, Francia, UK, Israele, Polonia, Argentina, Brasile, India, Vietnam.

2.2 LE PRINCIPALI VICENDE SOCIETARIE RECENTI

A partire dall'esercizio chiuso al 31.12.2012 si registra una situazione di difficoltà aziendale e la Società inizia ad accumulare perdite, anche a causa di eventi di natura straordinaria, in particolare in relazione a dissidi insorti in seno alla controllante Colfer-Fin Srl, nonché in relazione ad un contenzioso insorto in relazione ad un

importante contratto di sponsorizzazione e ad una verifica fiscale da parte dell'Agenzia delle Entrate..

A partire da tale esercizio viene iniziato un processo di riorganizzazione interna che conduce alla vendita nel corso del 2013 della controllata spagnola TMC Espana SA..

A partire dal 2013 TMC ha tentato di penetrare nuovo mercati, in particolare in India, Arabia Saudita e Stati Uniti, senza però riuscire di fatto a sviluppare le *partnership* avviate in questi paesi.

La Società è stata dichiarata fallita con sentenza del Tribunale di Milano n. 781/2016 dep. il 21.09.2016, con la quale è stato designato quale Giudice Delegato il Dott. Guido Macripò e nominato un Collegio dei Curatori nelle persone dell'Avv. Mario Adinolfi, dott. Vincenzo Agresti, dott.ssa Elisabetta Grillo.

2.3 IDENTIFICAZIONE DEI BENI COMPRESI NELL'AZIENDA OGGETTO DI STIMA

Il perimetro dell'azienda oggetto della presente valutazione è stato indicato allo scrivente dalla curatela.

In particolare, l'azienda è costituita esclusivamente dai seguenti elementi:

- l'immobile di Via delle industrie 35, Sacconago (Va) meglio identificato nel paragrafo che segue;
- impianti, attrezzature, mobili, arredi, accessori, utensileria afferenti all'azienda meglio identificati nella perizia di stima resa dal dott. Gabriele Bardazza;
- immobilizzazioni immateriali: composte dai brevetti, progetti e certificazioni;
- la partecipazione al 100% nella controllata ISA Srl;
- i rapporti di lavoro dipendente ancora in essere con i 107 dipendenti.

Restano invece esclusi dal perimetro della presente valutazione:

- le partecipazioni nelle controllate estere: TMC UK, TMC Israel Real Estate, TMC Israel Transformer, TMC Transformer India Private Ltd, TMC Sudamerica SA;
- tutti i crediti e i debiti che rimarranno in capo al fallimento.

Si precisa che, pur non avendo ricevuto specifico incarico, è stato richiesto allo scrivente dalla curatela di isolare il presumibile valore attribuibile al marchio TMC,

onde consentire alla curatela di valutare la vendita del marchio dalla partecipata congiuntamente all'azienda, ovvero la fusione per incorporazione della controllata ISA Srl.

La Procedura ha dato separati incarichi ad altri professionisti per la valutazione del valore di mercato dei beni oggetto di inventario (cespiti e rimanenze), nonché dell'immobile nel quale l'azienda veniva esercitata.

Compito precipuo dello scrivente, come chiarito al par. 1.2 è invece la stima del valore economico del ramo d'azienda come identificato nel presente paragrafo.

Tuttavia, dal momento che alla data di redazione del presente elaborato, la perizia di stima dell'immobile non era ancora stata rilasciata, lo scrivente ha ritenuto doveroso, a fronte delle esigenze di celerità manifestate dalla curatela, individuare un presumibile valore di mercato dell'immobile nonché il prevedibile canone di locazione dello stesso, al fine di poter svolgere le proprie valutazioni (si rimanda al successivo par.4).

3. CARATTERISTICHE DEL MERCATO DI RIFERIMENTO

3.1 IL MERCATO DI RIFERIMENTO INTERNAZIONALE

Sulla base delle informazioni raccolte² il mercato globale dei trasformatori di potenza è stimato in crescita, con previsione di raggiungere 16.994 unità entro il 2020, ad un CAGR (Tasso di Crescita Annuale Composto) del 5,9% dal 2014 al 2020 ed un giro d'affari previsto per il 2020 di 28,22 miliardi di dollari.

I fattori chiave del mercato sono principalmente rappresentati dall'aumento della domanda di energia a livello globale, l'aumento degli investimenti in infrastrutture per le centrali elettriche da parte dei paesi in via di sviluppo, upgrade delle reti esistenti nei paesi sviluppati ed uno scenario normativo favorevole.

Nei mercati sviluppati come l'Italia, la sostituzione di attrezzature esistenti dovrebbe inoltre essere uno degli elementi trainanti per il mercato. Regolamenti favorevoli per l'uso di trasformatori di potenza, al fine di minimizzare le perdite e migliorare l'efficienza energetica, dovrebbero avere un impatto positivo della domanda nei prossimi anni. Inoltre, lo sviluppo delle Smart Grid³ (rete intelligente) insieme ad

² Rapporto Anie, Trasformatori elettrici a basse perdite: mercato e normativa, siti specializzati quali bccresearch.com, forexat.info

³ Rete elettrica dotata di sensori intelligenti che raccolgono informazioni in tempo reale ottimizzando la distribuzione di energia

una crescente consapevolezza ambientale e le necessità di risparmio energetico potrebbero essere una opportunità di crescita per il mercato.

Sulla base di questo scenario, il 21 maggio 2014 la Commissione Europea ha emanato il Regolamento 548/2014/CE recante le modalità di applicazione della direttiva 2009/125/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio, relativa all'istituzione di un quadro per l'elaborazione di specifiche per la progettazione ecocompatibile dei prodotti connessi all'energia. Il Regolamento, nello specifico, riguarda i trasformatori elettrici di potenza piccoli, medi e grandi. Esso fissa i requisiti (obbligatori) per i trasformatori elettrici con una potenza minima di 1 kVA utilizzati nelle reti di trasmissione e distribuzione dell'energia elettrica indicando le perdite massime a carico e a vuoto che devono essere rispettate dalle varie tipologie di trasformatori.

Dal punto di vista geografico, l'area Asia-Pacifico dovrebbe essere il più grande mercato regionale al 2020: esso rappresentava il 42% del volume del mercato globale nel 2013. La crescita economica dei paesi in via di sviluppo, la crescita della popolazione in Cina e India, l'aumento della domanda di energia elettrica, la disponibilità di materia prima, e l'aumento degli investimenti per infrastrutture sono i fattori chiave per l'industria in questa regione.

3.2 IL MERCATO DI RIFERIMENTO NAZIONALE

TMC risulta associata alla Federazione ANIE⁴ che rappresenta in Italia la filiera delle Industrie Elettrotecniche ed Elettroniche con oltre 1200 aziende, uno dei settori strategici e più avanzati tra i comparti industriali italiani con un fatturato aggregato nel 2014 di 55 miliardi di euro, di cui 30 miliardi di export e un numero di addetti pari a 410 mila unità.

All'interno di Federazione ANIE, più precisamente in ANIE Energia, è rappresentato il comparto industriale delle aziende produttrici di trasformatori elettrici. In Italia operano più di 50 Società, compreso l'indotto, solo nella costruzione di trasformatori di media e grande potenza, con un fatturato di oltre 1,2 miliardi di Euro e circa 8.000 addetti diretti e indiretti. A queste cifre vanno aggiunte anche le numerose altre aziende che operano nella costruzione di trasformatori di piccola potenza. Gli addetti diretti delle aziende del comparto trasformatori

⁴ Le informazioni relative all'Anie sono state acquisite dal sito internet www.anie.it

associate ad ANIE sono oltre 2.000 con un fatturato nel 2014 di circa 450 milioni di Euro.

Il mercato di riferimento del prodotto TMC, rappresentato dai trasformatori elettrici di potenza, è caratterizzato dalla competizione di due tecnologie: i trasformatori inglobati in resina e i trasformatori raffreddati in olio. La TMC è specializzata nella produzione della prima tipologia, il trasformatore di potenza inglobato in resina che, a causa dell'elevata tecnologia adoperata per la sua realizzazione, presenta un costo di produzione, e conseguentemente un prezzo di vendita, maggiore rispetto a quelli ad olio (fino al 60 %). Tuttavia, i trasformatori in resina, grazie alle loro caratteristiche, offrono dei vantaggi molto importanti, tra i quali l'assenza di componenti infiammabili e di sostanze che potrebbero disperdersi nell'ambiente e, per la loro installazione, non necessitano di opere civili (per esempio una fossa di raccolta per l'olio necessaria per i trasformatori elettrici raffreddati ad olio). Questo tipo di trasformatore elettrico è costituito da tre componenti principali:

- nucleo magnetico: rappresenta la parte più interna del trasformatore ed è costituito da più fogli di materiale ferromagnetico, detto "lamierino magnetico", sagomati e sovrapposti; i fogli di lamierino magnetico sono affrancati alle due estremità superiori ed inferiori da delle "armature", cioè da dei profilati di ferro che, con l'aiuto di alcune viti passanti, pressano i medesimi fogli di lamierino;
- avvolgimento di bassa tensione (o secondario): attorno al nucleo vi sono gli avvolgimenti di bassa tensione, costituiti da più giri di lastra di alluminio separati da uno strato di materiale isolante. Al principio ed alla fine dell'avvolgimento sono saldate delle piastre (dette piatti di alluminio) a cui verranno collegate le terminazioni della rete da alimentare;
- avvolgimento media tensione (o primario): questo semi lavoro è la parte più esterna del trasformatore ed è formato da tre cilindri rossi, che costituiscono proprio gli avvolgimenti di media tensione. L'elemento base dell'avvolgimento di media tensione è la galletta, ossia un rotolo composto da strati di alluminio alternati a strati di materiale isolante. Ogni avvolgimento di media tensione è costituito da una serie di gallette impilate e connesse fra di loro in maniera da formare, in un'ottica elettromeccanica, un unico avvolgimento. Il tutto, per garantire un adeguato grado di isolamento, è inglobato in un composto a base di resina.

Il processo produttivo di un trasformatore, dunque, si articola con la fabbricazione dei seguenti semi lavorati: l'avvolgimento di bassa tensione, l'avvolgimento di media tensione e il nucleo.

TMC produce i due avvolgimenti di bassa e media tensione mentre la realizzazione del nucleo è affidata a terzi sulla base, però, delle specifiche tecniche fornite dalla stessa Società. Difatti, la produzione di un trasformatore elettrico è preceduto dalla realizzazione di un progetto tecnico che ne definisce le caratteristiche tecniche che sono stabilite in base alle funzionalità che lo stesso deve presentare in conformità alle richieste del cliente. Più in particolare, l'attività di progettazione si sviluppa nella determinazione delle peculiarità tecniche e di potenza di ciascuno dei tre componenti che formano il prodotto finito. Il ciclo produttivo del trasformatore elettrico termina con l'assemblaggio dei predetti tre semilavorati.

L'elevata competenza nella fase di progettazione, risulta un tratto caratteristico della produzione TMC, come si dirà meglio *infra*.

La clientela del Gruppo è rappresentata principalmente da: multinazionali del settore; fornitori a valle della filiera di trasmissione-distribuzione (installatori, società di engineering; utilities; privati, industrie).

Tra i principali *competitors* del Gruppo rientrano sia colossi mondiali produttori di diverse tipologie di prodotto nel campo dell'elettronica e dell'elettrotecnica quali ABB e Siemens, sia aziende più specializzate quali Tamini Trasformatori S.r.l.(Gruppo Terna), Tesar S.p.A., S.E.A. S.p.A., Getra Power S.p.A., MF Trasformatori S.r.l., Elettromeccanica Tironi S.r.l., GBE S.r.l., Newton Trasformatori S.p.A., Imefy S.p.A., Mace S.r.l., Celme S.r.l., Brollo Siet S.r.l., Art-Tra S.r.l.

4. DESCRIZIONE E VALUTAZIONE DELL'IMMOBILE

L'azienda oggetto della presente valutazione veniva condotta nell'immobile di via delle Industrie n. 65, area industriale di Sacconago, in Busto Arsizio, provincia di Varese.



Si tratta di un'importante area industriale che conta più di 140 imprese attive su una superficie di 350mila mq, sebbene l'area sconta talune carenze strutturali ovvero la carenza di strade di collegamento, di adeguate infrastrutture e servizi per i dipendenti che lavorano nell'area industriale.

4.1 DESCRIZIONE DELL'IMMOBILE NEL QUALE VIENE ESERCITATA L'AZIENDA

La valutazione dell'azienda non può prescindere da una breve descrizione dell'immobile nel quale essa viene esercitata.

Si tratta di un immobile strumentale adibito a sito produttivo, uffici, magazzino di una superficie complessiva di mq. 22.000 circa, di cui circa mq. 13.000 coperti e 9.000 scoperti, meglio identificato al N.C.E.U. (nuovo catasto edile urbano) del Comune di Busto Arsizio (VA), come segue :

Tabella 1 – Descrizione dell'immobile

N.	Descrizione	Sezione Urbana	Foglio	Particella	Sub.	Categoria	R.c.
1	Fabbricato ind.	SA	5	8235	1	D/7	155.744,00
2	Fabbricato ind.	SA	5	8235	2	D/7	56,00

Il terreno sul quale il capannone sorge risulta essere stato acquistato dalla TMC nell'anno 2006 e sullo stesso risulta essere stato costruito il capannone, ultimato nel 2009.



4.2 STIMA DI MASSIMA DEL VALORE DELL'IMMOBILE

Si evidenzia che l'immobile di proprietà della Fallita nel quale veniva esercitata l'azienda è oggetto di autonoma perizia in corso di redazione.

Alla data di redazione del presente elaborato, la perizia immobiliare non era ancora stata rilasciata.

Lo scrivente ha quindi ritenuto di dover individuare un presumibile valore dell'immobile e dell'ipotetico canone di locazione, al fine di poter pervenire alla quantificazione del valore del ramo d'azienda oggetto di analisi, nelle diverse configurazioni della vendita all'asta: ovvero sia in ipotesi di vendita unitaria dell'immobile e dell'azienda, sia in ipotesi di vendita separata.

La valutazione degli immobili è stata redatta in aderenza alle *best practices* di riferimento di settore, in particolare il "Codice delle valutazioni immobiliari" curato da Tecnoborsa, il cui comitato tecnico scientifico è formato da 31 fra enti ed università di rilievo nazionale.

Per ciò che concerne il procedimento di stima, i suddetti standard prevedono che la stessa possa essere effettuata seguendo, ed opportunamente scegliendo, fra tre diversi procedimenti: il metodo del confronto di mercato; il metodo della capitalizzazione del reddito; il metodo del costo.

Il metodo del confronto di mercato è un procedimento di stima del valore o del canone di mercato di un immobile, basato sul confronto tra l'immobile oggetto di stima ed un insieme di immobili simili, contrattati di recente e di prezzo o di canone noti e ricadenti nello stesso segmento di mercato.

Il procedimento di valutazione per capitalizzazione del reddito si articola nelle seguenti tre categorie:

- (i) nel metodo della capitalizzazione diretta che consiste nella conversione del reddito di un immobile nel suo valore di mercato, ottenuto dividendo il reddito annuo per un saggio di capitalizzazione o moltiplicandolo per un determinato fattore;
- (ii) nel metodo della capitalizzazione finanziaria che considera la serie dei redditi e la serie dei costi di un immobile dal momento dell'acquisto al momento della rivendita, convertendoli nel valore di mercato dell'immobile tramite un calcolo finanziario;
- (iii) nell'analisi dei flussi di cassa scontati che si applica allo studio dei flussi di cassa atipici di immobili in situazioni particolari non riconducibili agli schemi diretti o finanziari scontati.

Il metodo del costo che mira a determinare il valore di mercato di un immobile attraverso la somma del valore di mercato del suolo edificato e del costo di ricostruzione dell'edificio, eventualmente diminuito del deprezzamento maturato al momento della stima. Detto metodo è detto anche metodo del costo di ricostruzione (o riproduzione) deprezzato.

Ciò premesso, in considerazione del fatto che la scelta della metodologia di valutazione è ovviamente influenzata dalle informazioni disponibili e che il compendio immobiliare oggetto di valutazione non è a reddito, la metodologia di valutazione prescelta è quella del confronto di mercato.

Sono state considerate le quotazioni di mercato, in zona, di beni simili, confrontabili per posizione estensione, destinazione d'uso e stato di conservazione. In particolare, si è fatto riferimento al valore minimo delle quotazioni OMI del secondo semestre

2015 e primo semestre 2016 entrambe pari ad Euro 470 al mq per i capannoni industriali e 1.045,00 per Uffici.

Dalle quotazioni OMI (relative al 1° semestre 2016) si evincono i seguenti valori in relazione ad un'ipotetica vendita:

Tabella 2 – Valore immobile – quotazioni OMI

N.	Descrizione	Sup. MQ	Prezzo MQ (Min)	Prezzo Totale
1	Capannone	11000	€ 470,00	€ 5.170.000,00
2	Uffici 1° e 2° piano	2000	€ 1.050,00	€ 2.100.000,00
3	Cortile scoperto	9000	€ -	€ -
TOTALE				€ 7.270.000,00

Nell'ottica di vendita di pronto realizzo e considerato che le vendite fallimentari, di norma avvengono a prezzi scontanti rispetto a quelli medi di mercato, si ritiene congruo applicare una percentuale di sconto del 15% rispetto al suddetto valore risultante dalle quotazioni OMI, cosicché si ritiene di poter individuare in Euro 6.180.000,00 il valore di pronto realizzo.

Dalle quotazioni OMI (relative al 1° semestre 2016) si evincono i seguenti valori in relazione ad un'ipotetica locazione:

Tabella 3 – Canone annuale di locazione – quotazioni OMI

c	Descrizione	Sup. MQ	Locazione MQ (€/mq x anno)	Canone annuale
1	Capannone	11000	€ 24,00	€ 264.000,00
2	Uffici 1° e 2° piano	2000	€ 54,00	€ 108.000,00
3	Cortile scoperto	9000	€ -	€ -
TOTALE				€ 372.000,00

Si ritiene quindi di individuare in Euro 370.000 il congruo canone di locazione dell'immobile.

Nelle more del deposito del presente elaborato è pervenuta la perizia di stima immobiliare che individua un valore pari ad Euro 7.324.793, già al netto di uno sconto del 5% per il pronto realizzo. Tale valore è sostanzialmente concordante con il valore individuato dallo scrivente, al lordo della percentuale di sconto applicata del 15% che si ritiene comunque di confermare.

5. I METODI DI VALUTAZIONE AZIENDALE

Una trattazione veramente esaustiva delle metodologie di valutazione d'azienda travalica l'oggetto del presente elaborato, il cui obiettivo è invece quello di pervenire all'utilizzo della metodologia più coeva alla realtà imprenditoriale dell'azienda oggetto di valutazione.

Vengono in ogni caso di seguito sinteticamente illustrate le diverse metodologie di valutazione d'azienda.

Per la ricerca del valore di mercato di un'azienda, la dottrina e la prassi, hanno elaborato criteri e metodi valutativi di generale accettazione e utilizzo (fermo restando il carattere peculiare di ogni stima). I metodi più noti e adottati nella pratica delle valutazioni di aziende si possono sostanzialmente suddividere in quattro diversi macro-gruppi:

- Metodo finanziario;
- Metodo reddituale;
- Metodo patrimoniale;
- Metodo dei multipli.

5.1 IL METODO FINANZIARIO

Il metodo finanziario basa la valutazione dell'azienda sul valore attuale dei flussi di cassa futuri disponibili per la remunerazione dei fattori produttivi impiegati dopo avere accantonato le risorse finanziarie necessarie a sostenere l'attività aziendale. In buona sostanza il metodo finanziario permette di valutare l'azienda in funzione della sua capacità, presente e prospettica, di remunerare gli investitori basandosi sui flussi di cassa generati dalla gestione operativa al netto delle imposte. E' sicuramente un metodo razionale ma poco obiettivo per l'aleatorietà delle previsioni dei flussi monetari, in particolare della loro entità e del loro momento di manifestazione.

Si può procedere alla stima dei flussi di cassa attesi attraverso una proiezione dei flussi stessi normalizzati (F.C.) che utilizzi, alternativamente:

- una capitalizzazione illimitata $W1 = F.C. / i$
- una capitalizzazione limitata $W2 = F.C. a n^{-i}$

ove $W1$ e $W2$ rappresentano il valore attuale dei flussi di cassa futuri.

Una volta determinato il valore attuale dei flussi di cassa, il calcolo del valore economico W dell'azienda che si intende valutare può corrispondere:

a) all'*unlevered cash flow method*:

$$W = \sum \frac{CF_0}{WACC} + VR - D$$

b) al *levered cash flow method*:

$$W = \sum \frac{CF_n}{K_e} + VR$$

ove:

$\sum CF_0 / WACC =$ *valore attuale dei flussi di cassa operativi*

$\sum CF_n / K_e =$ *valore attuale dei flussi di cassa netti*

$VR =$ *valore attuale del valore residuo (terminal value)*

$D =$ *posizione finanziaria netta (liquidità + crediti finanziari – debiti finanziari)*

Il metodo finanziario è universalmente considerato il metodo logicamente più corretto. Esso però abbisogna di un sistema informativo aziendale molto sofisticato ed in grado fornire previsioni finanziarie dotate di un alto grado di attendibilità per più esercizi futuri.

5.2 IL METODO REDDITUALE

Il metodo reddituale, che poggia le proprie fondamenta sui medesimi pilastri teorici di quello finanziario (si basa sull'attualizzazione dei flussi reddituali attesi), è considerato per l'appunto, una semplificazione di quello finanziario. La sua equivalenza sostanziale al metodo finanziario, nasce dal fatto che nel medio/lungo periodo i flussi finanziari attesi tendono ad equivalere a quelli reddituali.

Il metodo reddituale fonda il valore dell'azienda sulla sua capacità di generare reddito ed ha come obiettivo quello di valutare l'azienda come complesso unitario sulla base della relazione valore = redditività. Esistono due tipologie di metodo reddituale: il metodo reddituale semplice e il metodo reddituale complesso. Il primo si basa sulla stima dei flussi di reddito costanti, dove per reddito si intende il reddito normalizzato, vale a dire un reddito che esprime una misura equilibrata di redditività, destinata a durare nel tempo e depurata da ogni sua componente straordinaria onde evitare il rischio di rendere inattendibile il risultato della valutazione. Ai fini della determinazione del reddito si ritiene che la tecnica preferibile sia quella basata sul principio di conservazione dei redditi storicamente ottenuti in tempi recenti (metodo dei risultati storici). Il secondo, evoluzione del

precedente, attualizza i flussi di reddito previsti anno per anno, fino a conclusione dell'orizzonte temporale preso in considerazione. Tale applicazione trova spazio solo in caso di aziende che elaborano programmi di gestione di durata non superiore ai 5 anni.

Il metodo reddituale, rispetto a quello finanziario, ha il merito di richiedere una base dati meno sofisticata. Infatti anche nelle medie e piccole aziende esistono delle previsioni economiche capaci di simulare per un dato orizzonte temporale i redditi attesi.

5.3 IL METODO PATRIMONIALE

Il metodo patrimoniale e i suoi così detti derivati: metodo patrimoniale semplice e metodo patrimoniale complesso sono i più tradizionali, e forse quelli più usati.

I metodi patrimoniali misti hanno anch'essi una consolidata tradizione; fra questi, quello che attualizzando i sovraredditi fornisce una stima autonoma dell'avviamento, pare essere quello più convincente, oltre che quello più accettabile dal punto di vista teorico. Ma se per i metodi finanziari e reddituali il più delle volte è arduo contare su una buona base dati, la stima autonoma dei sovraredditi pare ancora di più difficile determinazione.

I metodi patrimoniali richiedono un accurato esame di tutti gli aggregati del patrimonio, i quali vengono riespressi (ovvero rettificati) in base a criteri di valutazione, che per la maggior parte dei casi, differiscono da quelli utilizzati per la redazione del bilancio di esercizio. In generale quindi, l'espressione del patrimonio a valori correnti comporta la valutazione delle voci nell'ipotesi di realizzo separato dei vari cespiti.

Il metodo patrimoniale semplice fin qui descritto si arricchisce dell'aggettivo complesso, allorquando agli elementi patrimoniali stimati a valori correnti si aggiunge la stima autonoma del valore dei beni immateriali. I beni immateriali, spesso inespressi nei bilanci, consistono in beni in qualche modo identificabili, misurabili e che possono essere oggetto di investimento, e/o di cessione. Tali beni di solito si dividono in commerciali (spese di penetrazione di mercati, marchi, spese commerciali) e di ricerca o industriali (brevetti, *Know how*, processi produttivi, formule ecc.). Una considerevole differenza con il metodo patrimoniale semplice, che come sopra precisato può essere una somma di separate ipotesi di realizzo dei beni componenti il patrimonio aziendale, consiste nel fatto che, l'approccio

patrimoniale complesso per definizione tende a considerare il complesso aziendale come pro-tempore inscindibile, infatti i valori dei beni immateriali inespressi sono tali solo se si assume il complesso aziendale come tale.

5.4 IL METODO DEI MULTIPLI

Altro metodo di valutazione è quello che nella prassi viene definito metodo dei multipli. Nella valutazione tramite multipli, il valore dell'azienda deriva dal prezzo di mercato di alcune caratteristiche quantità aziendali riferite a società quotate paragonabili, come ad esempio gli utili, i flussi di cassa, il patrimonio netto o il fatturato. L'attrattività di questo metodo deriva dalla sua facilità di utilizzo, i multipli infatti possono essere impiegati per ottenere delle stime veloci del valore di impresa e sono particolarmente utili quando esiste un numero ampio di imprese confrontabili quotate nei mercati finanziari e il mercato mediamente stabilisce per esse prezzi corretti. La relativa semplicità del calcolo tuttavia può far sì che tali indicatori siano facilmente manipolabili e suscettibili di utilizzi impropri, soprattutto nel caso in cui si riferiscano ad aziende non del tutto simili.

Il metodo dei multipli si distingue in: metodo dei multipli di mercato e metodo basato sull'*enterprise value*.

Nel primo caso il ricorso ad una analisi imperniata su multipli presuppone una valutazione di tipo comparativo fra aziende operanti nel medesimo settore. Con questo approccio il prezzo viene rapportato a differenti variabili specifiche d'azienda che acquistano significato ed importanza differenti a seconda del settore di appartenenza dell'impresa. E' quindi importante capire quale sia il multiplo più idoneo per ogni tipologia di impresa.

Nella prassi il più frequentemente usato è il rapporto prezzo/utili. Tale multiplo infatti risulta piuttosto intuitivo, è semplice da calcolare ed è ampiamente disponibile. Tuttavia il rischio implicito del metodo è rappresentato dal fatto che non vengono esplicitate ipotesi di crescita, di rischio e di dividendo, finendo così per rapportare valori che concettualmente si riferiscono a differenti periodi.

Il secondo metodo invece si fonda sul concetto di *enterprise value*, calcolato sommando la capitalizzazione di borsa all'indebitamento finanziario netto della società da valutare.

I multipli maggiormente in uso sono: Rapporto Enterprise Value/Fatturato – Rapporto Enterprise Value/Margine Operativo Lordo – Rapporto Enterprise

Value/Reddito Operativo. In questo caso il valore della capitalizzazione di borsa viene sommata al valore dei debiti finanziari e il valore che ne deriva viene rapportato a grandezze desumibili dal bilancio, al netto delle componenti della gestione finanziaria dell'impresa.

Questa metodologia è ampiamente utilizzata nei mercati finanziari e integra perfettamente il metodo dei multipli di mercato. Nella prassi, vengono create delle banche dati che raccolgono la serie storica delle transazioni di settore sia di aziende quotate sia che non quotate, dalle quali si attinge per stimare rapidamente il valore probabile di una data azienda, applicando i multipli di mercato ad una grandezza chiamata EBITDA, definita come Margine Operativo al lordo degli ammortamenti ed accantonamenti.

5.5 I METODI MISTI

I metodi misti patrimoniali – reddituali costituiscono una sintesi tra i due procedimenti sopra descritti, basati appunto sul patrimonio e sul reddito, e consentono, di norma, un minore grado incertezza e soggettività contemplando entrambe le componenti dell'azienda, quella appunto patrimoniale e reddituale.

Il metodo misto è essenzialmente composto da due metodologie:

- Il metodo del valore medio: che valuta l'azienda esprimendo la media aritmetica o ponderata dell'elemento patrimoniale e di quello reddituale
- Il metodo della stima autonoma dell'avviamento: che valuta l'azienda attualizzando il sovrareddito o con le formule della rendita perpetua o con la formula della rendita a durata limitata, aggiungendo il valore del patrimonio netto rettificato

6. LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE

La dottrina aziendalistica⁵ e la prassi professionale, concordano nel ritenere che la valutazione di un'azienda costituisca un problema complesso, la cui corretta

⁵ M. Massari – Il valore di mercato delle aziende, Giuffrè Editore; L. Guatri – La valutazione delle aziende, Egea 1990 – L. Guatri M. Bini – Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, Egea 2008; D. Balducci – la valutazione delle aziende, FAG 2009; C. Chiaccherini, V. Perrone, F. Perrini – I – Valuation, intangibili, competitività e valutazione d'impresa. - Egea 2008; L. Guatri – La teoria di creazione del valore, Egea 1991 – R.A. Brealey, S.C. Mayers – Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill 1995; T.E. Copeland, J.F. Weston – Financial Theory and Corporate Policy, ADDISON WESLEY; E. Solomon – The Theory of financial Management, COLUMBIA UNIVERSITY PRESS; C. Chiaccherini, V. Perrone, Francesco Perrini – i valuation, Egea 2008 – A. Damodaran – Valutazione delle aziende, Maggioli Editore 2014 – G. Liberatore, A. Amaduzzi, E. Comuzzi, O. Ferraro – La Valutazione delle aziende in crisi, Giuffrè Editore - 2014.

risoluzione richiede la considerazione di molteplici profili, tra i quali, principalmente, i seguenti:

- i.** la tipologia dell'operazione in vista della quale la valutazione è stata richiesta e le sue finalità;
- ii.** l'identità, gli interessi e gli scopi delle parti interessate alla transazione, sempre che la valutazione sia effettuata a tale scopo;
- iii.** la specificità e lo stato dell'azienda oggetto di stima;
- iv.** le informazioni disponibili per la valutazione.

Il variare ed il combinarsi delle possibili configurazioni che i suddetti profili, di volta in volta assumono, contribuisce a mutare, necessariamente, l'approccio e le conclusioni del soggetto chiamato ad esprimere la valutazione.

Nel caso in questione, sotto il profilo sub (i) inerente la tipologia dell'operazione, si tratta di valutare un ramo d'azienda posseduto da una società fallita per le finalità liquidatorie proprie del fallimento che verranno poste in essere attivando procedure di vendita di tipo competitivo.

Il secondo profilo sub (ii) non avrà un peso eccessivo dal momento che la presente *opinion* non è rilasciata a beneficio di specifiche parti che stanno negoziando, da una parte una dismissione, e dall'altro un acquisto, ma solo a beneficio della parte cedente (la Fallita) che vuole conoscere quale sia il prezzo probabilmente esitabile dall'attivazione di procedure di vendita di tipo competitivo.

Il terzo profilo sub (iii) inerente lo stato e la specificità dell'azienda oggetto di valutazione ha invece una sua specifica rilevanza di cui si darà meglio conto nel prosieguo.

Il quarto ed ultimo profilo sub (iv) è altrettanto importante in quanto il processo di valutazione del sottoscritto subisce la limitazione degli elementi documentali che ha potuto analizzare e che sono stati analiticamente elencati nei precedenti paragrafi 1.3, 1.4 e 1.5.

In merito alla prospettiva della valutazione ed alla conseguente scelta del metodo, come evidenziato nel par.1.2 stante la peculiare situazione in cui l'azienda si trova l'inquadramento è risultato piuttosto problematico.

Come riferito allo scrivente dalla curatela, l'attività produttiva era già cessata nei giorni precedenti alla dichiarazione di fallimento, nonostante la presenza di oltre 110

lavoratori dipendenti e, successivamente al fallimento, la curatela ha proceduto alla chiusura della sede operativa.

Tale situazione di fatto, nel contesto di un'impresa fallita, farebbe propendere per l'adozione della prospettiva della liquidazione atomistica dei beni.

Tuttavia, a seguito dei numerosi incontri e colloqui avuti con la curatela è stato più volte rappresentato allo scrivente che, stante l'interessamento manifestato da diversi soggetti a rilevare l'attività aziendale, la stessa potrebbe essere ripresa, sostanzialmente con la medesima combinazione produttiva esistente alla data della cessazione. Peraltro, proprio in tale ottica la curatela ha deciso di non procedere all'immediato licenziamento dei lavoratori in forza al momento della dichiarazione di fallimento, poiché esiste la concreta possibilità che almeno una parte della forza lavoro possa essere richiamata dal futuro acquirente dell'azienda, previo accordo sindacale ex art. 47 L.428/90.

Tale circostanza porta a ritenere che, sebbene indiscutibilmente i valori degli *asset* immateriali abbiano subito una durevole perdita di valore a seguito della cessazione dell'attività e della dichiarazione di fallimento, sia comunque ancora possibile valutare l'azienda nella prospettiva della continuazione dell'attività, seppur con i necessari correttivi imposti dalla peculiare situazione aziendale.

A tal fine si è ritenuto di poter applicare il metodo reddituale, con l'applicazione di un congruo correttivo in relazione ai prevedibili costi per il rilancio dell'attività.

I PIV, molto opportunamente nel principio III.1.16 stabiliscono che: *“Nella selezione del metodo di valutazione, l'esperto deve essere consapevole dell'esigenza di formulare scelte motivate, coerenti con le caratteristiche dell'azienda, o del ramo aziendale considerato, la configurazione di valore ricercata; le finalità della stima; e la base informativa disponibile. Sono da evitare aggregazione di metodi che non esprimono un razionale percorso valutativo.”*

Nel rispetto di questo principio cardine, deve essere nuovamente messo in evidenza che il sottoscritto non dispone di adeguati elementi prospettici da valutare, inerenti alle previsioni di andamento economico del ramo d'azienda nei prossimi anni ma solo di una serie di dati storici che riguardano la società, prima di essere dichiarata fallita dal Tribunale di Milano.

Conseguentemente, la scelta motivata che deve essere presa dal sottoscritto sul metodo prescelto, consiste nel considerare innanzi tutto i conti economici storici registrati dal ramo d'azienda in questione, come una buona approssimazione di quelli che potranno essere registrati in futuro, senza investimenti che attengano alla

modifica sostanziale della combinazione produttiva aziendale (PIV III.1.27), ma prevedendo dei costi specifici per il rilancio dell'attività..

Detto assetto pare coerente con la finalità della presente *opinion* che è quella di orientare gli organi della procedura fallimentare nella operazioni di vendita con procedure di evidenza pubblica.

Quello che precede rappresenta l'assunto concettuale di base inerente la possibilità di dare un valore ad una azienda in crisi peraltro, come in questo caso, assoggettata ad una procedura di liquidazione fallimentare. Infatti, come osservato da autorevole dottrina che ha trattato la specificità della valutazioni delle aziende in crisi⁶ : *“In buona sostanza, la determinazione del valore economico del capitale di una azienda in crisi presuppone che essa sia in grado di operare come sistema “duraturo” ed “autonomo”, ovvero sia come istituto atto a perdurare nel tempo in un ambiente che cambia e che sia capace di operare, facendo affidamento sulle proprie risorse e capacità, senza ricorrere in modo sistematico, a sostegni esogeni”*.

Alla luce dei suddetti assunti ed avuto riguardo alla documentazione disponibile, si ritiene di scegliere il metodo reddituale puro quale metodo che meglio approssima la stima del valore di questo ramo d'azienda determinato sulla base della proiezione futura del reddito medio normalizzato osservato storicamente.

Come già evidenziato nel precedente paragrafo 5.2 il metodo reddituale puro si fonda sulla capitalizzazione, ad un prefissato saggio di capitalizzazione, del reddito medio futuro atteso come producibile da una azienda. Detto metodo si basa sulla proiezione nel tempo di una misura di reddito unico, normale e costante. Esso quindi consiste nell'approssimazione di un reddito espressivo della durevolezza, in una sorta di *steady state*, del reddito futuro ritraibile dall'azienda per un periodo di tempo sostanzialmente illimitato.

L'algoritmo di riferimento per la determinazione del valore del capitale economico in questa accezione è il seguente:

$$VA = RN/k - IR$$

Dove VA= valore del capitale economico dell'azienda;

RN = reddito netto medio, normale atteso dall'azienda negli anni a venire;

k = tasso di capitalizzazione del flusso reddituale medio, normale atteso;

⁶ G. Liberatore, A. Amaduzzi, E. Comuzzi, O. Ferraro – La Valutazione delle aziende in crisi, Giuffrè Editore - 2014

IR = Investimenti integrativi per il rilancio dell'attività

7. L VALORE DELL'AZIENDA RISULTANTE DALL'APPLICAZIONE DEL METODO REDDITUALE

7.1 PREMESSA – ANALISI DEI BILANCI

Il processo di normalizzazione del reddito, nel caso in esame, si è rivelato particolarmente complesso, viste le caratteristiche dell'azienda oggetto di stima, in particolare:

1. L'azienda oggetto di stima viene venduta "esdebitata"
2. I risultati economici presentano una accentuata disomogeneità, viste le perdite d'esercizio registrate a partire dall'esercizio 2012 e le perdite nel risultato operativo registrate a partire dall'esercizio 2014 ed in particolar modo nell'esercizio 2015
3. TMC ha ricevuto accertamenti tributari relativi al riaddebito di costi alle controllate per gli esercizi dal 2010 al 2013
4. I risultati economici sono composti in parte rilevante da partite intercompany, tuttavia le controllate estere non saranno oggetto di cessione unitamente al complesso aziendale e non rientrano nel perimetro della presente stima.

7.2 ANALISI DEI BILANCI

Con l'intento di comprendere l'andamento della TMC nel corso degli ultimi esercizi e di analizzare i risultati conseguiti, con particolare riguardo alle perdite registrate⁷, sono stati analizzati i bilanci d'esercizio dei quali nella tabella che segue si riportano quindi i principali dati storici registrati da TMC, ricavabili dai bilanci d'esercizio 2009-2015.

⁷ Secondo la migliore dottrina, in caso di valutazione di aziende in perdita, l'analisi delle perdite rappresenta un passaggio importante, al fine di pervenire alla normalizzazione del reddito; si veda al riguardo Guatri L., 1990, La valutazione delle aziende teoria e pratica a confronto, EGEA

Tabella 4 – Dati storici TMC Italia S.p.A. 2009-2015 (valori espressi in €)

Descrizione	Actual 2009	Actual 2010	Actual 2011	Actual 2012	Actual 2013	Actual 2014	Actual 2015
Valore della produzione	34.634.691	39.370.300	40.880.792	39.318.483	30.864.970	21.025.113	19.391.765
Totale ricavi	34.634.691	39.370.300	40.880.792	39.318.483	30.864.970	21.025.113	19.391.765
materie prime, sussidiarie, consumo	-19.452.085	-23.791.483	-23.358.184	-24.768.422	-17.494.709	-12.417.248	-13.222.031
per servizi	-4.424.358	-4.949.955	-5.444.879	-4.716.241	-3.715.505	-4.018.975	-4.326.201
per il personale	-6.138.297	-6.970.858	-7.522.686	-6.911.011	-6.321.229	-5.922.944	-5.010.280
variazioni rimanenze materia prime, sussidiarie, consumo	-1.889.813	457.379	-995.840	-436.078	-310.742	-8.545	-281.817
costi per godimento beni di terzi	-691.052	-546.574	-714.549	-384.318	-335.463	-247.819	-207.419
Totale costi di produzione	-32.595.605	-35.801.491	-38.036.138	-37.216.070	-28.177.648	-22.615.531	-23.047.748
oneri diversi di gestione	-277.457	-361.232	-357.057	-239.467	-337.866	-541.858	-413.870
accantonamenti per rischi	-199.605	-157.335	-23.631	-174.006	-253.455	-23.705	-10.698.072
EBITDA	1.562.024	3.050.242	2.463.966	1.688.940	2.096.001	-2.155.981	-14.767.925
ammortamenti e svalutazioni	-1.154.553	-1.841.621	-1.518.766	-2.157.532	-1.486.349	-1.583.432	-1.521.027
EBIT (differenza tra valori e costi della produzione)	407.471	1.208.621	945.200	-468.592	609.652	-3.739.413	-16.288.952
Risultato gestione finanziaria	-1.243.220	-885.084	1.897.821	-2.062.566	-1.112.081	-1.034.827	-965.298
Risultato gestione straordinaria	-201.404	-17.319	-2.817.574	184.025	-1.440.202	2.652.635	-7.558.495
Risultato prima delle imposte	-1.037.153	306.218	25.447	-2.347.133	-1.942.631	-2.121.605	-24.812.745
Imposte	143.120	-271.397	212.454	-798.447	-173.266	-326.219	0
Utile/perdita netti dell'esercizio	-894.033	34.821	237.901	-3.145.580	-2.115.897	-2.447.824	-24.812.745

Fonte: rielaborazione effettuata dallo scrivente sulla base dei bilanci d'esercizio 2009-2015

Come emerge dalla suesposta tabella, il risultato d'esercizio di TMC nell'arco temporale oggetto di analisi è fortemente influenzato dalla gestione finanziaria e straordinaria. Nella tabella che segue si espone il dettaglio delle voci che compongono il "Risultato gestione finanziaria" e il "Risultato gestione straordinaria".

Tabella 5 – Dettaglio gestione finanziaria e straordinaria TMC 2009-2015 (valori espressi in €)

Gestione finanziaria	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Proventi da partecipazioni	0	219.866	3.055.566	90.000	0	0	0
Altri proventi finanziari	32.660	27.601	39.539	20.153	13.008	2.710	1.606
Interessi e altri oneri finanziari	-1.272.957	-1.161.322	-1.188.541	-1.262.030	-1.118.253	-1.026.768	-972.688
Utili/perdite su cambi	-2.923	28.771	-8.743	9.439	-6.836	-10.769	5.784
Rettifiche valore attività finanziarie	0	0	0	-920.128	0	0	0
Totale	-1.243.220	-885.084	1.897.821	-2.062.566	-1.112.081	-1.034.827	-965.298

Gestione straordinaria	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Proventi straordinari	102.255	11.873	26.210	233.113	157.806	2.902.999	4.577.370
Oneri straordinari	-303.659	-29.192	-2.843.784	-49.088	-1.598.008	-250.364	-12.135.865
Totale	-201.404	-17.319	-2.817.574	184.025	-1.440.202	2.652.635	-7.558.495

Fonte: rielaborazione effettuata dallo scrivente sulla base dei bilanci d'esercizio 2009-2015

In particolare, si rileva quanto segue:

- nel 2011 TMC ha registrato: proventi da partecipazioni per un importo pari ad Euro 3,05 milioni, essenzialmente relativi a dividendi da società controllate; oneri straordinari per Euro 2,84 milioni, di cui Euro 2,53 milioni derivanti dal Lodo Arbitrale relativo alla controversia su un contratto di sponsorizzazione;
- nel 2012 sono state svalutate partecipazioni (Rettifiche di valore di attività finanziarie) per un importo pari ad Euro 920 mila;

- nel 2013 la Società ha registrato oneri straordinari per Euro 1,59 milioni di cui Euro 695 mila a titolo di minusvalenza derivante dalla cessione della partecipazione nella società TMC Espana S.A. ed Euro 609 relativi a costi di ristrutturazione⁸;
- nel 2014, a seguito della definizione della controversia sul contratto di sponsorizzazione, TMC ha provveduto a registrare tra le componenti straordinarie un provento pari ad Euro 2,82 milioni;
- nel 2015 sono stati registrati proventi straordinari per un importo pari ad Euro 4,57 milioni, principalmente riconducibili alla cessione del marchio TMC alla controllata I.S.A. S.r.l. ed oneri straordinari pari ad Euro 12 milioni, di cui Euro 10,4 milioni relativi alla svalutazione effettuata per effetto del cambiamento dei principi di redazione del bilancio;
- si rileva infine che le passività finanziarie hanno generato ogni anno 1 milione di Euro circa di oneri finanziari.

I suddetti componenti di reddito, di natura non caratteristica, hanno avuto un impatto significativo sul risultato d'esercizio di TMC la quale, nell'arco temporale che va dal 2012 al 2015, anche per effetto di tali componenti, ha accumulato ingenti perdite⁹.

Più in generale, sulla base delle informazioni acquisite anche presso il *management* della società, la situazione di crisi avrebbe avuto quale fattore scatenante a partire dall'esercizio 2012 l'insorgere di diatribe tra i fratelli Colombo, soci di riferimento della controllante Colfer-Fin Srl, nonché amministratori di TMC, oltre che a talune errate politiche aziendali, quali in particolare la stipula di un rilevante contratto di sponsorizzazione in relazione al quale insorgeva un contenzioso conclusosi in maniera sfavorevole alla TMC.

Ciò detto, lo scrivente ha ritenuto opportuno procedere a riclassificare i bilanci d'esercizio di TMC, al fine di determinare l'andamento del risultato operativo scaturente dalla sola gestione caratteristica.

Riclassificando il conto economico secondo lo schema del valore aggiunto si può osservare come tale valore scenda in maniera rilevante tra il 2011 e il 2012 con un crollo verticale negli esercizi 2014 e 2015. Tale variazione è dovuta alla contrazione

⁸ Trattasi di costi sostenuti per la redazione di un piano industriale pluriennale 2013-2017 e del relativo piano economico e finanziario da sottoporre al ceto bancario nell'ambito delle negoziazioni dell'indebitamento.

⁹ In merito si rileva che a partire dall'esercizio chiuso al 31.12.2012, la società incaricata alla revisione del bilancio di TMC, KPMG S.p.A., nelle proprie relazioni, ha concluso con una dichiarazione di "*impossibilità di esprimere un giudizio*" in quanto i bilanci di TMC, erano stati redatti nel presupposto della continuità aziendale, nonostante l'evidente stato di crisi in cui versava la Società.

del fatturato ed alla concomitante rigidità della struttura di costo, in particolare della voce “costi per servizi”. Osservando l’andamento del margine operativo lordo (MOL) si nota come tale margine risente ulteriormente in negativo della rigidità dei costi fissi per il personale dipendente, che mantengono sostanzialmente inalterata la struttura di costo nonostante la rilevante contrazione del fatturato.

Tabella 6 – Configurazione conto economico a valore aggiunto TMC 2009-2015 (valori espressi in €)

Descrizione	Actual 2009	Actual 2010	Actual 2011	Actual 2012	Actual 2013	Actual 2014	Actual 2015
Valore della produzione (inclusi addebiti Intercompany)	34.299.138	39.051.555	40.596.438	39.044.630	30.095.814	20.950.541	19.130.690
costi materie prime,sussidiarie, consumo	-19.452.085	-23.791.483	-23.358.184	-24.768.422	-17.494.709	-12.417.248	-13.222.031
costi per servizi	-4.424.358	-4.949.955	-5.444.879	-4.716.241	-3.715.505	-4.018.975	-4.326.201
variazioni rimanenze materia prime, sussidiarie, consumo	-1.889.813	457.379	-995.840	-436.078	-310.742	-8.545	-281.817
costi per godimento beni di terzi	-691.052	-546.574	-714.549	-384.318	-335.463	-247.819	-207.419
VALORE AGGIUNTO	7.841.830	10.220.922	10.082.986	8.739.571	8.239.395	4.257.954	1.093.222
costo per il personale	-6.138.297	-6.970.858	-7.522.686	-6.911.011	-6.321.229	-5.922.944	-5.010.280
MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)	1.703.533	3.250.064	2.560.300	1.828.560	1.918.166	-1.664.990	-3.917.058
ammortamenti e svalutazioni	-1.154.553	-1.841.621	-1.518.766	-2.157.532	-1.486.349	-1.583.432	-1.521.027
accantonamenti per rischi	-199.605	-157.335	-23.631	-174.006	-253.455	-23.705	-10.698.072
REDDITO OPERATIVO	349.375	1.251.108	1.017.903	-502.978	178.362	-3.272.127	-16.136.157
Altri ricavi e proventi	335.553	318.745	284.354	273.853	769.156	74.572	261.075
Oneri diversi di gestione	-277.457	-361.232	-357.057	-239.467	-337.866	-541.858	-413.870
Risultato gestione finanziaria	-1.243.220	-885.084	1.897.821	-2.062.566	-1.112.081	-1.034.827	-965.298
REDDITO CORRENTE	-835.749	323.537	2.843.021	-2.531.158	-502.429	-4.774.240	-17.254.250
Risultato gestione straordinaria	-201.404	-17.319	-2.817.574	184.025	-1.440.202	2.652.635	-7.558.495
Risultato prima delle imposte	-1.037.153	306.218	25.447	-2.347.133	-1.942.631	-2.121.605	-24.812.745
Imposte	143.120	-271.397	212.454	-798.447	-173.266	-326.219	0
Utile/perdita netti dell'esercizio	-894.033	34.821	237.901	-3.145.580	-2.115.897	-2.447.824	-24.812.745

Fonte: rielaborazione effettuata dallo scrivente sulla base dei bilanci d'esercizio 2009-2015

In particolare, nell'esercizio 2015 si osserva poi una significativa riduzione del margine lordo sulle vendite, come esposto nella tabella che segue:

Tabella 7 – Costo del venduto TMC 2009-2015 (valori espressi in €)

Descrizione	Actual 2009	Actual 2010	Actual 2011	Actual 2012	Actual 2013	Actual 2014	Actual 2015
Ricavi delle vendite	35.275.692	36.358.955	38.833.944	36.060.566	30.470.377	20.476.871	19.063.365
Acquisti	-19.452.085	-23.791.483	-23.358.184	-24.768.422	-17.494.709	-12.417.248	-13.222.031
Rimanenze iniziali (A)	11.145.817	5.719.264	6.245.109	4.286.914	4.808.951	2.384.226	2.106.611
Rimanenze finali (B)	5.719.264	6.245.109	4.286.914	4.808.951	2.384.226	2.106.611	1.689.317
Variazione rimanenze (B-A)	-5.426.553	525.845	-1.958.195	522.037	-2.424.725	-277.615	-417.294
Costo del venduto	-24.878.638	-23.265.638	-25.316.379	-24.246.385	-19.919.434	-12.694.863	-13.639.325
Margine Lordo	10.397.054	13.093.317	13.517.565	11.814.181	10.550.943	7.782.008	5.424.040
Margine Lordo (%)	29%	36%	35%	33%	35%	38%	28%

Fonte: rielaborazione effettuata dallo scrivente sulla base dei bilanci d'esercizio 2009-2015

7.3 LA NORMALIZZAZIONE DEL REDDITO

Alla luce dell'analisi in precedenza svolta in relazione all'andamento economico della TMC negli esercizi presi in considerazione e considerato che l'azienda oggetto della presente perizia verrà ceduta dalla curatela fallimentare "esdebitata" (al netto di passività e crediti), si ritiene che il risultato d'esercizio non sia un indicatore adeguato a determinare il valore dell'azienda, in quanto fortemente influenzato da operazioni di natura non caratteristica (quali oneri finanziari, sopravvenienze, svalutazioni), nonché dalle vicende societarie.

Lo scrivente assumerà quindi ai fini dell'individuazione del reddito c.d. normalizzato, l'indicatore EBITDA, in quanto espressivo, nel caso di specie, della capacità reddituale dell'azienda nella configurazione nella quale verrà alienata.

Stanti le complessità riscontrate nel processo di normalizzazione del reddito (di cui si è dato conto nel par. 1.5) ed i notevoli scostamenti nel risultato di esercizio registrati negli ultimi esercizi rispetto alla precedente serie storica, si è ritenuto di dover escludere dal processo di normalizzazione del reddito l'ultimo esercizio (quello al 31.12.2015, di cui peraltro si dispone solo di una bozza di bilancio) che evidenzia rilevanti perdite operative, che si ritengono di carattere eccezionale e connesse alla peculiare situazione di crisi patita dall'azienda, alla riduzione dei prezzi medi di vendita e ai rilevanti accantonamenti per rischi e quindi non rappresentative della redditività "normale" dell'azienda TMC.

Pertanto, si è proceduto ad individuare l'EBITDA normalizzato sulla base del criterio dei risultati storici come media dell'EBITDA degli esercizi dal 2009 al 2014, al fine di individuare la capacità reddituale dell'azienda in pieno funzionamento, quindi in condizioni "normali".

Si è ritenuto opportuno, nel processo di normalizzazione, prendere in considerazione l'esercizio 2014, in cui l'azienda ha patito perdite operative, ma di estendere l'orizzonte temporale sino a ricomprendere l'esercizio 2009 al fine di ponderare opportunamente l'effetto della crisi economica, che tende a comprimere i risultati effettivi rispetto alla capacità di risultato medio-normale, così da ottenere un reddito medio normalizzato che, pur tenendo conto della situazione di crisi patita e della conseguente contrazione del giro d'affari e della capacità reddituale, non risentisse eccessivamente dell'andamento negativo registrato negli ultimi esercizi, connesso per lo più a fattori che si ritengono di carattere eccezionale e non legati alle potenzialità di business dell'azienda.

Inoltre, dal momento che è stato richiesto allo scrivente di stimare il valore dell'azienda in caso di vendita separata dall'immobile, nella normalizzazione del reddito si è proceduto a computare il costo della locazione di un'area produttiva standard. In considerazione del fatto che l'azienda TMC è stata esercitata dal 2009 nel complesso immobiliare meglio descritto al par.4.1, si è ritenuto che tale immobile sia una buona approssimazione di una localizzazione standard dell'azienda e, quindi, si è utilizzato quale espressione del costo di un canone di locazione standard in ragione d'anno quello determinato nel precedente par. 4.2 pari ad Euro 370.000 annui.

Si è così pervenuti a calcolare un EBITDA normalizzato di Euro 1.080.865.

Infine, sono state dedotte le quote di ammortamento relative ai cespiti ammortizzabili che saranno oggetto di cessione unitamente al compendio aziendale, assumendo, sulla base dell'esame del libro cespiti, un'aliquota media di ammortamento pari al 15%, da applicare sul valore totale dei beni, stimati in Euro 1.600.000 (come si dirà meglio nel successivo par.7.6), per un totale pari ad Euro 240.000, pervenendo così ad un reddito normalizzato pari ad Euro 588.606.

Il tutto viene illustrato nella seguente tabella:

Tabella 8 – *Determinazione del Reddito normalizzato sulla base dell'EBITDA normalizzato (valori espressi in €)*

Descrizione	Importo
EBITDA medio	1.450.865
canone di locazione	-370.000
EBITDA normalizzato	1.080.865
ammortamenti	-240.000
Imposte	-252.260
Reddito normalizzato al netto delle imposte	588.606

E' appena il caso di precisare che non si è tenuto conto di ulteriori investimenti nel processo di normalizzazione del reddito in quanto gli investimenti necessari alla ripresa della produzione ed al rilancio de commerciale, che sono stati definiti "costi del risanamento", sono stati separatamente stimati e portati a deconto del valore del ramo aziendale calcolato sulla base del reddito netto normalizzato.

7.4 LA DETERMINAZIONE DEL TASSO DI CAPITALIZZAZIONE

Coerentemente con l'indicazione fornita dai PIV al punto I.20.2, vista la scelta del metodo di valutazione reddituale puro, verrà scelto un tasso di capitalizzazione unico e di tipo semplificato.

Il tasso è costruito come somma fra il tasso degli investimenti senza rischio ed il tasso di rendimento atteso per la specificità dell'azienda nella quale si vuole effettuare l'investimento, detto anche premio per il rischio.

Tale nozione di tasso altro non è che l'esplicitazione di un approccio razionale all'investimento da parte di un investitore disposto a correre il rischio di impresa che quindi ha due specifiche aspettative dal proprio investimento. La prima è quella di ricevere una remunerazione dal capitale investito perlomeno uguale a quella che ritrarrebbe sul mercato finanziario investendo in titoli a basso rischio. A detta remunerazione minima, il suddetto investitore si aspetta di aggiungere quella derivante dal mercato e/o settore specifico in cui effettua il proprio investimento di tipo imprenditoriale.

Nello specifico il tasso di attualizzazione è stato calcolato come segue:

$$i = R_f + (R_m - R_f) \times \text{beta}$$

- Tasso privo di rischio (R_f): la componente *risk free* è stata quantificata sulla base dei rendimenti dei BTP a 30 anni pari al 3,05%¹⁰;
- Premio per il rischio azionario ($R_m - R_f$): il premio per il rischio viene solitamente rappresentato quale media dei rendimenti di lungo periodo di un paniere di titoli azionari o di un indice di borsa, al netto della media dei rendimenti di investimenti privi di rischio. Il premio per il rischio è stato assunto pari al 5,75%¹¹;
- Il coefficiente beta: il beta di settore che esprime il premio al rischio dello specifico settore è stato assunto nella versione *unlevered*, in assenza di indebitamento finanziario, pari a 0,95¹². In considerazione inoltre della carenza di liquidabilità del bene oggetto di stima (che è un complesso aziendale e non una società quotata), nonché del posizionamento competitivo e della forza commerciale relativamente ridotta rispetto ai *competitors* sui quali è basata la media di mercato sopra riportata, in considerazione della situazione di crisi patita da TMC, si è ritenuto opportuno applicare al tasso come sopra calcolato (che esprime, tramite il beta, la rischiosità media delle società quotate del settore) una ulteriore

¹⁰ Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze, www.dt.tesoro.it

¹¹ Fonte: KPMG - Equity Market Risk Premium- Research Summary

¹² Fonte: Aswath Damodaran, www.stern.nyu.edu

maggiorazione per premio al rischio specifico di azienda e per carenza di negoziabilità pari complessivamente a 3,00 punti percentuali.

Dall'applicazione della formula sopra riportata, ne deriva che il tasso di attualizzazione utilizzato è pari al 11,51% ($3,05 + 5,75 \times 0,95 + 3,00$).

Tabella 9 – Determinazione tasso di attualizzazione (valori espressi in €)

Descrizione	Importo
Tasso "risk free"	3,05%
Market risk premium	5,75%
Beta del settore	0,95
Premio al rischio specifico per illiquidità	3,00%
Tasso di attualizzazione	11,51%

7.5 LA DETERMINAZIONE DEL VALORE DELL'AZIENDA

Una volta individuato il reddito normalizzato come determinato nel par. 7.3 e calcolato il tasso di attualizzazione pari al 11,51%, come visto nel paragrafo che precede, si sono stimati i costi necessari per il rilancio dell'attività, ovvero per riportare il fatturato ai livelli storici (c.d. "costi di risanamento"), che sono stati stimati dallo scrivente anche sulla base dei costi ad utilità pluriennale registrati da TMC in circa Euro 500.000 annui per quattro anni così per complessivi Euro 2.000.000.

Si è così proceduto a calcolare il valore economico dell'azienda pari ad **Euro 3.112.753 (che si arrotonda in Euro 3.110.000)**.

Tabella 10 – Determinazione valore ramo d'azienda (valori espressi in €)

Descrizione	Importo
EBITDA medio	1.450.865
canone di locazione	-370.000
EBITDA normalizzato	1.080.865
ammortamenti	-240.000
Imposte	-252.260
Reddito normalizzato al netto delle imposte	588.606
Tasso di attualizzazione	11,51%
Valore del ramo aziendale al netto dei costi di risanamento (R/k)	5.112.753
Costi del risanamento (IR)	-2.000.000
Valore del ramo aziendale (VA)	3.112.753

In merito, è il caso di precisare che il processo di determinazione del reddito netto normalizzato è stato effettuato sulla base di una configurazione dei conti economici che presupponeva la titolarità dei marchi in capo a TMC. Conseguentemente, detto

reddito incorpora anche la parte dei redditi derivanti dal pieno possesso del marchio ed esprime anche il valore delle componenti immateriali accumulate dalla società nel corso del tempo, i c.d. *intangibles*, ove si colloca anche il valore del marchio.

Tuttavia, come già in precedenza accennato, il marchio è fuoriuscito dall'azienda nel 2015 (esercizio che non è stato tenuto in considerazioni ai fini della normalizzazione del reddito), in quanto conferito nella controllata ISA Srl.

Allo scopo di individuare il valore economico dell'azienda anche nell'ipotesi di vendita separata dal marchio, onde poter dar seguito alle specifiche richieste avanzate dalla curatela fallimentare che, successivamente al conferimento dell'incarico ha richiesto allo scrivente di determinare un probabile valore residuo del marchio TMC, pur non essendo tale valutazione prevista nell'iniziale quesito, lo scrivente ha proceduto quindi a scorporare dal valore dell'azienda il valore delle componenti materiali e il valore degli *intangible* suscettibili di autonoma valutazione rimasti in azienda pervenendo così ad attribuire per differenza al marchio il valore residuo, come illustrato nei paragrafi che seguono.

7.6 LA VALUTAZIONE DEI CESPITI E DEL MAGAZZINO

Il valore del capitale tangibile di TMC, vista l'assenza di debiti nell'ipotesi di cessione "esdebitata", coincide con il valore dei beni aziendali oggetto di inventario fallimentare.

I cespiti e il magazzino di TMC sono stati oggetto di autonoma relazione di stima da parte del dott. Bardazza¹³.

In particolare, il perito si è recato presso la sede operativa della TMC, ubicata in Busto Arsizio (VA), al fine di eseguire le operazioni di inventario e prendere visione dei cespiti e delle giacenze di magazzino della fallita. La stima dei beni materiali della fallita è stata suddivisa dal dott. Gabriele Bardazza nei seguenti gruppi:

- mobili e arredi;
- macchine elettriche e elettroniche di proprietà TMC;
- impianti generici;
- impianti specifici;
- macchinari generici;
- macchinari specifici e automatici;

¹³ Perizia resa dal dott. Bardazza in data 17.11.2016 sulla base dell'incarico conferito dalla curatela in data 25.11.2016.

- attrezzature;
- autoveicoli da trasporto;
- cellulari;
- magazzino;
- semilavorati.

Per quanto riguarda i cespiti si rileva che il perito incaricato dalla procedura, nella propria relazione, ha condivisibilmente provveduto ad escludere dalla valutazione alcuni beni contabilmente ricompresi tra i cespiti in quanto “*si è ritenuto siano componenti dell’edificio industriale e non separabili utilmente dallo stesso*”. Nello specifico, si tratta di beni riferibili a impianti a servizio del fabbricato quali l’impianto idraulico, l’impianto di riscaldamento, infissi e allestimenti della palazzina uffici, etc..

Il perito, nella propria relazione, ha fornito due differenti stime di valore, sulla base dei due possibili scenari di cessione dei beni:

- cessione in continuità produttiva;
- cessione atomistica.

Nell’ipotesi di cessione in continuità, il valore complessivo dei beni (cespiti e magazzino) è stato determinato nell’importo di Euro 3.690.702,71, senza tuttavia che tale maggior valore sia stato calcolato alla stregua dei metodi di valutazione comunemente utilizzati, mentre nell’ipotesi di cessione atomistica, a tali beni è stato attribuito un valore pari ad Euro 1.971.434,35, che lo scrivente ha ritenuto di arrotondare in Euro 2.000.000,00.

Lo scrivente, ai fini della propria valutazione, ha ritenuto opportuno fare riferimento a tale minor valore, ovvero al valore corrente dei beni nell’ipotesi di cessione atomistica, dovendosi ritenere che il plusvalore insito nell’ipotesi di continuità e quindi di vendita del ramo d’azienda, sia invece da attribuire alle componenti immateriali.

7.7 LA VALUTAZIONE DIRETTA DEI PROGETTI

Sulla base degli elementi informativi raccolti e dal confronto con il *management* si è potuto appurare che uno dei punti di forza di TMC, che la differenzia dai *competitors* del mercato è costituito dalla elevata capacità di progettazione e dagli elevati standard di qualità del prodotto.

Sulla base delle informazioni fornite dalla curatela, alla data del fallimento risulta che nella *data base* aziendale vi siano circa 10.000,00 progetti. Tali progetti si dividono tra quelli relativi ai trasformatori standard (ed esempio trasformatori per condomini) e quelli relativi a trasformatori speciali (ad esempio trasformatori per centrali elettriche), con particolari specifiche tecniche.

Sulla base delle informazioni acquisite presso il *management* risulta che i primi hanno un ciclo di vita medio di circa 3 anni, in ragione dei periodici mutamenti degli standard imposti dall'Unione Europea, mentre i secondi, essendo progettati secondo le specifiche tecniche richieste dal cliente hanno un ciclo di vita più lungo, sino a 10 anni, giacché legano in sostanza il cliente a quello specifico tipo di prodotto progettato "su misura".

Sulla base di tali informazioni lo scrivente ha proceduto a determinare il valore dei progetti inclusi nel ramo aziendale, in applicazione del metodo del costo storico residuale.

Si è assunto che la vita media dei progetti in questione sia di 5 anni.

Nella tabella che segue si riepilogano i passaggi principali che hanno condotto alla determinazione del valore del marchio di TMC.

Tabella 11 – *Determinazione del valore del marchio di TMC (valori espressi in €)*

Anno	Costi progettazione	Durata progetto fino a	Durata residuo Progetto (anni)	Coefficiente	Valore Progetto
2009	416.107	2014	0	0,00%	0
2010	514.848	2015	0	0,00%	0
2011	765.151	2016	0	0,00%	0
2012	439.738	2017	1	20,00%	87.948
2013	461.456	2018	2	40,00%	184.582
2014	495.125	2019	3	60,00%	297.075
TOTALE	3.092.424				569.604

Il valore dei progetti è stato quindi determinato sulla base dei costi di progettazione assunti dall'azienda nel corso dei precedenti esercizi, espungendo dal calcolo i costi relativi a progetti che, presumibilmente risultano ormai superati/obsoleti e non potranno apportare alcun tipo di beneficio al futuro acquirente.

7.8 LA VALORIZZAZIONE DEL MARCHIO

Dal momento che il valore dei beni materiali, sulla scorta della perizia resa da altro perito incaricato dalla procedura (di cui si è detto nel precedente par7.6) è stato determinato pari ad Euro 2.000.000 e che il valore degli *intangibile* rimasti in azienda, sostanzialmente riconducibili ai progetti è stato determinato nel precedente paragrafo in Euro 569.604, la differenza rispetto al valore economico complessivo di Euro 3.112.753 è da attribuirsi al marchio, come sintetizzato nella seguente tabella:

Tabella 12 – Determinazione valore ramo d'azienda (valori espressi in €)

Valore del ramo aziendale	3.112.753
Costi sostenuti per progetti	-569.604
Cespiti e rimanenze	-2.000.000
Marchio	543.149

Il valore del ramo d'azienda oggetto di cessione, separatamente dal marchio TMC risulta quindi pari ad **Euro 2.569.000**.

Deve evidenziarsi che il suddetto valore del complesso aziendale, quanto meno in relazione alle componenti immateriali dello stesso, che esprimono nella sostanza il residuo valore di avviamento, è strettamente connesso alla possibilità da parte di un potenziale acquirente di proseguire nei rapporti di lavoro con alcune figure chiave, in particolare i progettisti, al fine di poter concretamente fruire del *know how* rimasto in azienda.

Come accennato al par. 2.3, il marchio TMC non è direttamente ricompreso nel ramo d'azienda oggetto di cessione, giacché è stato conferito nel corso del 2015 alla società ISA Srl, controllata al 100% da TMC.

Tuttavia, si deve ritenere che il valore economico del complesso aziendale cui si è pervenuti attraverso l'applicazione del metodo reddituale, inglobi un residuo valore del marchio, ricavato per differenza tra il valore attribuibile ai singoli beni aziendali (incluso gli intangibili oggetto di separata valutazione) ed il valore economico dell'azienda.

E' stato quindi determinato il valore del marchio sottraendo dal valore complessivo dell'azienda, determinato sulla base del reddito normalizzato, il valore dei progetti, dei cespiti e delle rimanenze e quantificato quindi dallo scrivente pari ad Euro 543.149 (che si arrotonda in Euro 543.000).

Come noto, il marchio è strettamente connesso con il prodotto caratteristico dell'azienda, frutto anche di un insieme di processi produttivi difficilmente

replicabili o ricostruibili in via efficiente, in quanto fondati su conoscenze ed esperienze (know-how) acquisite nel corso degli anni dall'impresa. Risulta difficile, dunque, enucleare il valore del marchio TMC rispetto al contesto aziendale, perché include anche elementi di prodotto e di processo complementari e difficilmente scindibili dal marchio. Il valore del patrimonio intangibile (avviamento in senso ampio inteso) ed in particolare del marchio, è con ogni evidenza legato al valore ed alle prospettive di business per il quale viene utilizzato.

Pur potendosi prevedere una vendita a terzi del marchio, separatamente dall'azienda, e dunque sussistendo il requisito della "separabilità", deve però ritenersi che nel caso di specie, il valore del marchio TMC in sé risenta pesantemente dell'intervenuto fallimento della società, con il conseguente gravissimo danno di immagine e reputazionale. Proprio per tale motivo, si ritiene che la vendita congiunta garantisca dell'azienda e del marchio consenta la migliore valorizzazione del marchio, che come visto, esprime ed incorpora in sé una serie di elementi propri dello specifico business aziendale, nonché della stessa azienda. Il rilancio del marchio pare infatti intimamente connesso al rilancio dell'attività aziendale.

I punti di forza del marchio TMC, che lo caratterizzano sul mercato e lo rendono riconoscibile, risiedono infatti nella rinomata qualità del prodotto e negli elevati standard di progettazione. Pare quindi che il rilancio del marchio sia fortemente connesso al rilancio dello specifico prodotto TMC e che tutti gli elementi intangibili dell'azienda esprimono congiuntamente il valore dell'azienda come capacità differenziale di reddito.

Al riguardo, come detto, riveste particolare importanza anche il valore del capitale umano che è legato alla capacità di replicare gli standard qualitativi raggiunti nel tempo utilizzando appieno il *know how* aziendale.

Lo scrivente non ha ritenuto di dover svolgere ulteriori autonome valutazioni del marchio con i tradizionali metodi (del costo di ricostruzione o costo residuale, del tasso di *royalty*).

E' infatti noto che in qualunque caso si debba determinare il valore del marchio, la metodologia utilizzata ai fini della valutazione presenta sempre un elevato grado di soggettività. Non esiste infatti una metodologia corretta in ogni circostanza; inoltre, il valore del marchio può essere influenzato da numerosi fattori che presentano significativi fenomeni di comunanza e sovrapposizione con altre risorse immateriali e fattori produttivi aziendali (la qualità dei prodotti, l'organizzazione commerciale, la

rete di vendita ecc.), rendendo sfumato il confine tra valore del marchio e valore dell' avviamento.

Nel caso di specie, i metodi basati sul costo non pare possano esprimere il valore odierno del marchio, giacché sebbene i costi per la costituzione e rafforzamento del marchio siano stati notevoli nel corso degli anni, gli stessi non paiono oggi rappresentativi del valore del marchio, in ragione della caduta di tale valore connessa al fallimento della società.

Anche il metodo basato sui tassi di *royalties* non paiono significativamente applicabili, sia per la carenza di adeguate informazioni di tipo prospettico e sia per elevata soggettività della scelta del tasso di *royalty*, specie in una situazione, come quella oggetto di analisi, di una società fallita.

8. IL CANONE CONGRUO DI AFFITTO D'AZIENDA

Una volta determinato il valore del capitale economico dell'azienda è possibile determinare il valore del congruo canone di affitto in applicazione della seguente formula:

$$CW = R * W$$

Dove:

Cw = congruo canone di affitto

W = valore economico dell'azienda

R = coefficiente da applicare al valore economico

Nella letteratura e nella prassi valutativa, la stima del canone di locazione “congruo” viene solitamente eseguita moltiplicando il valore dell'azienda per un tasso di remunerazione del capitale investito nell'azienda locata, quest'ultimo calcolato come somma tra un *tasso risk free* e un *risk premium*, stimato utilizzando il CAPM¹⁴ o determinato in via specifica tenendo conto dei rischi cui il locatore incorre nel concedere in locazione l'azienda rispetto al condurla in via diretta, quali il rischio di insolvenza del locatario, il rischio derivante da danni ai beni immateriali e dallo svilimento del valore di avviamento. Nel caso di specie, non si dispone di alcuna

¹⁴ Acronimo di *Capital Asset Pricing Model*

informazione circa le caratteristiche del potenziale locatario o le eventuali garanzie offerte.

Secondo un altro approccio, elaborato con specifico riferimento alle aziende fallite, per la determinazione del tasso R occorre prendere a riferimento la redditività normale di settore, da assumere come limite superiore, cui applicare una percentuale di sconto in considerazione del degrado subito, ove il complesso non sia mantenuto in uso.

Si è ritenuto di applicare al caso di specie tale secondo approccio ed è stato quindi preso come base di calcolo il tasso di redditività normale del settore “Electrical Equipment” pari al 9,17%¹⁵ al quale è stato applicato un tasso di sconto del 50% in ragione della situazione patita dall’azienda, individuando così un tasso R pari al 4,58%¹⁶.

Il valore di un congruo canone di affitto è stato quindi stimato in applicazione della suesposta formula in Euro 117.687,86 (Euro 2.569.000 x 4,58%) che si arrotondano ad **Euro 118.000,00**.

9. CONCLUSIONI

Per quanto esposto nei paragrafi che precedono, possono quindi rassegnarsi le seguenti conclusioni in relazione ai diversi scenari di realizzo, effettuati gli arrotondamenti del caso.

1. Cessione del ramo d’azienda senza i marchi TMC = **Euro 2.570.000**
2. Cessione congiunta del ramo d’azienda e dei marchi TMC = **Euro 3.110.000**
3. Cessione congiunta del ramo d’azienda e dell’immobile = **Euro 8.750.000**
4. Cessione congiunta del ramo d’azienda, dei marchi e dell’immobile = **Euro 9.290.000**

Si è inoltre determinato il congruo canone di affitto del solo ramo d’azienda in **Euro 118.000**

Lo scrivente ritiene di aver assolto l’incarico conferito e nel ringraziare per la fiducia accordata resta a disposizione per ogni ulteriore chiarimento.

¹⁵ Fonte: A. Damodaran, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

¹⁶Si evidenzia che anche applicando il primo approccio evidenziato si perviene ad analogo risultato.

Con osservanza

Milano, 30 novembre 2016

Ignazio Arcuri

