

TRIBUNALE DI COMO

SEZIONE FALLIMENTARE

Fallimento: "Neoseta S.r.l. in liquidazione"

RF 101/2016 Tribunale di Como

Giudice Delegato: Dott. Alessandro Petronzi

Curatore: Dott. Sandro Litigio

* * * * *

RELAZIONE DI STIMA

DEL VALORE ATTRIBUIBILE ALLA QUOTA DI PARTECIPAZIONE IN

TINTORIA ILTEP SRL

* * * * *

Perito estimatore: dott.ssa Paola Beretta

INDICE

Premesse	pag.	3
1. Oggetto della relazione e identificazione della quota da valutare.	pag.	3
2. La data di riferimento della stima e le fonti informative utilizzate	pag.	4
3. Il processo di stima del valore di un'azienda o di una quota di partecipazione: profili metodologici	pag.	5
3.1. I metodi di valutazione proposti dalla dottrina e dalla prassi	pag.	6
4. Il processo di stima della quota di partecipazione del 50% del capitale sociale di Tintoria Iltep Srl	pag.	12
4.1. Il metodo di valutazione adottato: le ragioni della scelta	pag.	12
4.2. Il metodo reddituale: l'algoritmo di calcolo adottato	pag.	13
4.3. Il reddito operativo medio atteso (ro)	pag.	14
4.4. Il tasso di attualizzazione (wacc)	pag.	18
4.5. La posizione finanziaria netta (PFN)	pag.	21
4.6. Le sintesi quantitative: la determinazione del valore economico dell'azienda oggetto di stima	pag.	22
4.7. Determinazione del valore della quota di partecipazione del 50% del capitale sociale di Tintoria Iltep Srl	pag.	22
5. Conclusioni	pag.	23

Premesse

La sottoscritta Paola Beretta, nata a Como il 25 gennaio 1977, codice fiscale BRTPLA77A65C933X, con studio in Como, via XX Settembre n. 5, e-mail paola@paolaberetta.com, indirizzo PEC paola.beretta@legalmail.it, iscritta al n. 766A dell'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Como e Consulente Tecnico del Tribunale di Como, in data 23/01/2017 veniva incaricata dal dott. Sandro Litigio, Curatore del fallimento in epigrafe, al fine di individuare il valore attribuibile alla quota di partecipazione del 50% del capitale sociale di Tintoria Iltep S.r.l., di proprietà della fallita Neoseta S.r.l. in liquidazione, società unipersonale, al fine di poter esperire la procedura competitiva per la cessione di tale quota di partecipazione.

La scrivente dichiara di essere indipendente dalla società fallita (proprietaria della quota di partecipazione da stimare) e dalla società da valutare e di non aver alcun interesse diretto o indiretto in operazioni che hanno riguardato in passato la società, anche con riferimento ai soggetti che con la stessa hanno operato o intrattenuto rapporti d'affari.

1) Oggetto della relazione e Identificazione della quota da valutare

La finalità del presente elaborato, sulla base dell'incarico conferito alla scrivente dal Curatore del fallimento, Dott. Sandro Litigio, è la determinazione del valore attribuibile alla quota di partecipazione del 50% del capitale sociale della Tintoria Iltep S.r.l. di proprietà del fallimento Neoseta Srl in liquidazione.

La stima del valore di quote del capitale presuppone, anzitutto, la determinazione del valore dell'azienda di pertinenza della società le cui partecipazioni sono oggetto di stima.

Tintoria Iltep S.r.l. (d'ora innanzi Iltep) è stata costituita in data 13/10/2010 con atto a rogito del notaio Dott. Christian Nessi (Rep. N. 34834/14470 Racc) con un capitale sociale pari a Euro 100.000 equamente suddiviso tra i seguenti soci:

- Neoseta srl in liquidazione (già Neoseta SpA);
- Tessitura Carlo Valli SpA.

L'attività svolta è quella di tintoria e finissaggio per conto proprio e per conto terzi, a seguito dell'acquisto del relativo ramo d'azienda da I.L.T.E.P. Industria Lavorazioni Tessili Pusiano SpA con atto del 21.12.2010 a rogito del notaio dott. Christian Nessi (efficacia giuridica della cessione di ramo d'azienda 01.01.2011).

La sede sociale è sita in Fino Mornasco, via Valle Mulini 21, in immobile di proprietà di Comocostruisce Srl, detenuto in forza di contratto di locazione.

2) La data di riferimento della stima e le fonti informative utilizzate

La data di riferimento per la valutazione della quota societaria è il 31/12/2016, come richiesto nella lettera di incarico del Curatore fallimentare.

Le fonti informative utilizzate nello svolgimento dell'incarico sono le seguenti:

-bilanci della società Iltep relativi agli esercizi 2012, 2013, 2014 e 2015;

- situazione patrimoniale ed economica al 31/12/2015 (Allegato n. 1)
-situazione patrimoniale ed economica provvisoria, assestata per competenza, alla data del 31/12/2016 (Allegato n. 2);
-colloqui con il curatore fallimentare di Neoseta Srl in liquidazione, socia al 50% di Iltep.

La scrivente ha provveduto ad elaborare uno stato patrimoniale ed un conto economico riclassificato al 31/12/2016 (Allegato n. 3)

3) Il processo di stima del valore di un'azienda o di una partecipazione: profili metodologici

Si riassumono qui di seguito alcune proposizioni di ordine generale che presiedono a ogni valutazione del capitale economico di un'azienda (o di una partecipazione, atteso che – come detto- la stima del valore di quote del capitale presuppone, anzitutto, la determinazione, del valore dell'azienda di pertinenza della società le cui quote sono oggetto di stima).

Sul piano metodologico si è in presenza della valutazione di azienda in funzionamento allo scopo, come detto, della determinazione del “capitale economico”, ovvero del valore economico aziendale in un determinato momento, e non della espressione meramente contabile del capitale di bilancio, tipica delle determinazioni rivolte a misurare il capitale di esercizio.

In tal caso, in via generale, la valutazione della azienda tende ad esprimere il “valore economico” o “valore effettivo” dell'azienda medesima, determinato considerando il mercato in cui opera, la sua storia e le sue prospettive, i flussi economici o finanziari che è ragionevole attendersi.

Tendenzialmente dovrebbe coincidere con un "valore di mercato", inteso come l'equivalente monetario percepibile per la sua negoziazione in condizioni normali sul mercato dei capitali.

Esso è spesso identificato da un "valore generale" di scambio. Tale è il valore che prescinde dalla considerazione dei particolari benefici privati in capo a uno specifico acquirente o venditore.

La configurazione di valore economico del capitale sopra esposta è da ritenere coerente con il finalismo della presente valutazione.

3.1) I metodi di valutazione proposti dalla dottrina e dalla prassi

Per esprimere il valore economico di un'azienda la dottrina aziendale e la prassi prevedono, sul piano tecnico, i seguenti metodi:

- il metodo patrimoniale;
- il metodo finanziario;
- il metodo reddituale;
- il metodo misto patrimoniale-reddituale;
- il metodo dei multipli di borsa;
- il metodo dei multipli delle transazioni comparabili.

Le caratteristiche di ciascuno sono in sintesi le seguenti.

Metodo patrimoniale

Sulla base del criterio in parola, il valore di un'azienda viene stimato in misura pari al valore del suo patrimonio netto contabile, rettificato in funzione delle eventuali differenze riscontrabili tra i valori degli elementi

dell'attivo e del passivo, calcolati con criteri pertinenti alle valutazioni economiche del capitale di azienda, ed i corrispondenti valori determinati per le finalità e con i vincoli propri del bilancio d'esercizio.

Il valore del patrimonio netto contabile è definito come la somma algebrica del totale delle attività e delle passività espresse nel bilancio alla data di riferimento della stima.

In applicazione del metodo in esame al patrimonio netto contabile, così definito, vengono sommate algebricamente le rettifiche apportate ai valori contabili degli elementi (che compongono il capitale di funzionamento) che hanno costituito oggetto di specifica valutazione nella logica della espressione del capitale economico o valore effettivo aziendale.

Il metodo in esame è di diffuso utilizzo nei casi in cui il valore dell'impresa possa essere espresso, secondo un modello di tipo additivo, come somma del valore di più parti componenti, spesso dotate di una specifica individualità ed è comunemente utilizzato per esprimere il valore economico di aziende nelle quali la struttura patrimoniale costituisce la componente di gran lunga prevalente del valore dell'azienda.

Metodo finanziario

Il metodo finanziario conduce a stimare il valore del capitale (W) di un'impresa o di un suo ramo in funzione dei flussi di cassa attesi.

In realtà, sotto la denominazione di "metodo finanziario" si raggruppano più varianti di un unico modello di valutazione di azienda, realizzato mediante l'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici; tali varianti si differenziano

per il diverso tipo di flusso preso in considerazione, in modo particolare per quanto riguarda il fatto di utilizzare flussi *levered* (cioè al netto degli oneri di tipo finanziario sostenuti dall'impresa per remunerare la sua posizione debitoria netta) o *unlevered* (cioè al lordo dei medesimi). Questa distinzione viene spesso proposta anche in termini diversi ma, sostanzialmente, non difformi: il W stimato sulla base dei flussi finanziari *levered*, è un W per gli azionisti, cioè riferito al valore di W di pertinenza degli azionisti. A sua volta il W stimato sulla base dei flussi *unlevered*, cioè riferito al valore di W di pertinenza dei portatori di tutto il capitale investito, è un W per l'impresa, suscettibile di essere destinato agli *stakeholders* cui compete, con effetti derivanti dal *mix* tra le fonti finanziarie realizzato dal *management*.

Il metodo *unlevered* esprime il valore W di un'impresa come segue:

$$W = \sum Cfv + vv - pfn$$

in cui si ha:

- Cfv = valore attuale (v) dei cash flow (cf) annuali;
- vv = valore attuale del valore residuo (v) al momento n;
- pfn = posizione finanziaria (debiti-crediti finanziari) onerosa netta iniziale.

Da un punto di vista puramente descrittivo, la formula *levered*, ove si usino gli stessi simboli finora impiegati, è:

$$W = \sum cfv + vv$$

Essa si differenzia da quella *unlevered* apparentemente solo per una minor complessità, dal momento che non vi compare la posizione finanziaria netta (pfn).

In questo caso W è un valore di capitale per l'azionista (e non per l'impresa) e deriva dall'attualizzazione di flussi disponibili per l'azionista, già stimati al netto della remunerazione dovuta ai portatori di crediti finanziari; il valore di W sconta la presenza della pfn attraverso il contenuto dei flussi utilizzati per la stima. Il confronto tra le due formule, per essere completo, deve però riguardare il complessivo processo di attualizzazione sottostante, che coinvolge due tipi di grandezze: 1. i flussi (cf), differenziati in funzione dell'inclusione nel modello *levered* degli oneri finanziari; 2. il tasso di attualizzazione (i). Per quest'ultimo basti qui ricordare che, nel caso della formula *unlevered*, è un tasso che esprime il costo medio ponderato del capitale (wacc) e, in quella *levered*, è un tasso riferito al costo del solo capitale proprio.

Metodo reddituale

Sulla base di tali criteri il valore economico di un'azienda è funzione delle prospettive reddituali a questa riferibili. In altri termini, i criteri in parola pongono il valore economico di un'azienda in stretta correlazione con la sua capacità di generare redditi.

I criteri di determinazione del valore in base al reddito si distinguono tra loro, sotto il profilo metodologico, essenzialmente, in ragione: a. del fatto di

essere determinati secondo un modello *levered*, oppure *unlevered*; b. della formula di capitalizzazione presa a riferimento per la stima. Con riferimento ad entrambi questi aspetti si ripropongono, *mutatis mutandis*, le alternative in precedenza descritte a proposito del metodo finanziario, alle quali si rimanda. Nel caso di un modello *levered* si ha $w=f(r,i)$, mentre in quello *unlevered* la relazione funzionale è $w=f(ro,i)-pfn$ (dove ro indica un reddito operativo e pfn esprime l'indebitamento finanziario netto dell'azienda oggetto di valutazione).

Le due relazioni funzionali differiscono, apparentemente, solo per l'inclusione, nel secondo caso, di pfn . In realtà, come si è già osservato nell'ambito del metodo finanziario, il significato aziendale dei parametri che vengono utilizzati nei due modelli è diverso.

Il modello *levered* prevede l'attualizzazione di risultati netti (r) che l'impresa dimostra di essere in grado di generare. Il tasso di attualizzazione esprime il costo del capitale proprio.

Il modello *unlevered* prevede invece l'attualizzazione di risultati operativi (ro), normalmente al netto della fiscalità ad esso convenzionalmente riferibile.

Il tasso di attualizzazione, in questo caso, esprime il costo medio ponderato del capitale (wacc).

Metodo misto patrimoniale-reddituale

Il metodo in oggetto, fondandosi sui presupposti concettuali propri sia del criterio reddituale, sia di quello patrimoniale, consente di pervenire ad un risultato finale che contempla entrambi gli aspetti indicati.

Questa soluzione, quindi, valuta l'impresa tenendo conto in via congiunta sia della sua struttura patrimoniale, sia della capacità di generare flussi reddituali.

Nella prassi il più diffuso metodo misto, noto anche come metodo U.E.C., definisce il valore economico di un'azienda come somma del valore del patrimonio netto rettificato e del valore attuale del "sovrareddito", inteso come differenza tra il reddito "medio-normale" atteso ed il reddito giudicato soddisfacente, stimato utilizzando un tasso (i) di settore conseguibile per investimenti similari.

Il metodo U.E.C. è solitamente utilizzato nella valutazione delle imprese industriali e trova appropriata applicazione allorché sussista un'equilibrata coesistenza del capitale investito e della redditività aziendale, condizioni nelle quali generalmente si ottengono risultati apprezzabili per stimare "valori generali" di imprese industriali.

Metodo dei multipli di borsa

Il metodo dei multipli di borsa giunge a determinare il valore del capitale aziendale sulla base dei prezzi negoziati in vasti mercati organizzati per titoli rappresentativi di quote di capitale di imprese comparabili. Scopo del metodo è sviluppare rapporti fondati sugli effettivi prezzi di quotazione dei

titoli delle società comparabili e finalizzati ad individuare la relazione che lega il prezzo di mercato del capitale delle imprese con variabili economiche aziendali.

Il multiplo così calcolato viene poi applicato alla medesima variabile economica dell'azienda oggetto di valutazione in modo da giungere, per moltiplicazione, al valore ricercato.

Metodo dei multipli delle transazioni comparabili

Il metodo dei multipli delle transazioni comparabili si fonda sullo stesso impianto del metodo dei multipli di borsa, differenziandosene quanto alla natura dei prezzi, espressivi dei valori negoziati, utilizzati per la costruzione dei multipli.

Nel metodo delle transazioni comparabili, infatti, i prezzi ai quali ci si riferisce sono quelli rilevabili nell'ambito di negoziazioni private per quote di controllo del capitale azionario di imprese comparabili.

4) IL PROCESSO DI STIMA DELLA QUOTA DI PARTECIPAZIONE DEL 50% DEL CAPITALE SOCIALE DI TINTORIA ILTEP SRL

4.1) Il metodo di valutazione adottato: le ragioni della scelta

Nella presente valutazione, ai fini della determinazione del valore dell'azienda detenuta da Neoseta, è stato assunto il metodo reddituale nella versione *unlevered*, per le seguenti ragioni:

- è un metodo fondato sui flussi che, come è noto, sono i soli criteri razionali ed universali;
- si è in presenza di un'azienda in cui ha significato rilevante la componente reddituale. Sulla base del metodo prescelto il valore economico di un'azienda è funzione delle prospettive reddituali a questa riferibili. L'adozione di tale approccio consente, pertanto, di pervenire ad un risultato coerente con la dimensione fondamentale dell'azienda oggetto di stima, ovvero basato sul *driver* più appropriato in grado di riflettere il valore aziendale.

Quest'ultimo aspetto riconduce al fondamentale principio secondo il quale, per ottenere un attendibile risultato da un processo valutativo, è necessario adottare un approccio contingente di valutazione che, tenuto conto della finalità della stima e della base informativa disponibile, sia in grado di riflettere le caratteristiche essenziali dell'azienda.

4.2) Il metodo reddituale: l'algoritmo di calcolo adottato

Nella sua comune formulazione asset side (o unlevered), il metodo reddituale prevede che il valore del capitale economico delle società ("W" o "Equity Value") sia determinato attraverso la somma algebrica di due componenti:

- il valore attribuibile al complesso delle attività dell'impresa ("Enterprise Value");
- il valore della posizione finanziaria netta ("PFN").

Per quanto concerne l'algoritmo di calcolo, tra le alternative previste per il metodo reddituale nella configurazione *unlevered*, si è adottata la formula della rendita perpetua, di seguito espressa in simboli:

$$W = ro/wacc - pfn$$

dove:

W = valore del capitale economico della società;

ro = reddito operativo netto medio atteso

wacc = il tasso di attualizzazione, in questo caso, pari al costo medio ponderato del capitale

pfn = indebitamento finanziario netto dell'azienda oggetto di valutazione.

Per gli aspetti metodologici e quantitativi relativi alla determinazione dei parametri contenuti nell'algoritmo di calcolo del metodo reddituale prescelto per la presente valutazione, si rinvia alle specifiche considerazioni espresse nei successivi paragrafi.

4.3) Il reddito operativo medio atteso (ro)

L'algoritmo di calcolo del metodo reddituale nella versione *unlevered* prevede, anzitutto, la determinazione del risultato operativo medio atteso (ro), al netto della fiscalità ad esso convenzionalmente riferibile. Tale parametro esprime una figura di risultato operativo assumibile ad

espressione, con carattere di durevolezza, delle capacità reddituali dell'impresa il cui capitale economico costituisce oggetto di valutazione: si atteggia, dunque, come figura di risultato medio prospettico normalizzato.

Tale parametro deve essere:

- medio, nel senso di compensare l'andamento congiunturale di più esercizi e di riflettere il trend in atto della redditività aziendale;
- normalizzato, nel senso di eliminare i componenti straordinari e non ripetitivi, positivi e negativi, che concorrono alla formazione del reddito;
- atteso/prospettico, nel senso di individuare una quantità che fondatamente esprima la capacità di generare in via prospettica reddito da parte dell'azienda da valutare.

In merito alla stima di tale grandezza, nella fattispecie, occorre preliminarmente rilevare quanto segue: a) la scrivente dispone esclusivamente di dati storici e di una situazione al 31/12/2016 provvisoria; b) è ragionevole ritenere che i risultati storici più prossimi (2015 e 2016) riflettano le più recenti dinamiche del mercato e siano quindi da considerare replicabili in futuro con un minor grado di alea.

Nella tabella che segue vengono riepilogati i dati economico-contabile di IItcp degli ultimi due esercizi.

Tabella 1 – conto economico riclassificato 2015-2016

CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO	31/12/2015	31/12/2016
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	1.718.007	2.264.448
Altri ricavi e proventi	12.815	14.378
Costi per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	(186.983)	(228.955)
Costi per servizi	(461.489)	(479.727)
Costi per godimento di beni di terzi	(32.093)	(32.093)
Costi per il personale	(855.517)	(925.119)
Ammortamenti immobilizzazioni immateriali e materiali	(99.848)	(237.267)
Svalutazioni crediti	(3.333)	(3.645)
Variaz. rimanenze	3.530	(16.748)
Oneri diversi di gestione	(264.988)	(66.430)
DIFFERENZA TRA VALORE E COSTI DELLA PRODUZIO	(169.899)	288.842
Proventi finanziari	122	563
Oneri finanziari	(67.941)	(49.223)
Proventi straordinari	82.657	31.417
Oneri straordinari	(7.188)	(24.536)
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	(162.249)	247.063
Imposte correnti	(6.777)	(46.000)
Imposte anticipate	44.037	(43.966)
UTILE (PERDITE) DELL'ESERCIZIO	(124.989)	157.097

Nella costruzione dei risultati economici normalizzati le rettifiche tecnico-contabili sono finalizzate a omogeneizzare componenti di costo e/ di ricavo in funzione della determinazione di una figura di reddito operativo medio a valere per gli esercizi futuri.

L'obiettivo che la normalizzazione persegue è la sottrazione della casualità di una serie di componenti di reddito, in modo da ricondurli ad un rapporto di effettiva competenza col periodo di riferimento, così pervenendo a rendere omogenea la successione dei dati annuali sostituendo ad un'informazione spesso di dubbia attendibilità ed incerto significato un'informazione rispondente a regole chiaramente definite e costanti nel tempo.

Il processo di normalizzazione comporta, sul piano applicativo:

- l'eliminazione di proventi e oneri estranei alla gestione operativa o non ripetibili;
- l'eliminazione degli effetti di politiche di bilancio distorsive rispetto al fine di una corretta misura contabile dei risultati conseguiti.

Su tali premesse, avuto riguardo alla configurazione di reddito operativo prevista per l'applicazione del metodo reddituale nella versione *unlevered*, la scrivente ha proceduto, nella fattispecie, a:

- eliminare con riferimento al 2015 le perdite su crediti riclassificate negli oneri diversi per complessivi Euro 242.634, poiché ritenute di carattere eccezionale e quindi non ripetibili (relative a clienti per i quali sono in corso procedure di concordato preventivo o di fallimento);
- riclassificare negli oneri per servizi le spese bancarie, in aderenza alle disposizioni dei principi contabili;
- determinare il Margine Operativo Lordo (Ebitda) medio;
- determinare gli ammortamenti attesi sulla base delle aliquote di ammortamento ordinarie, utilizzate dalla società nel 2016 (a differenza dell'anno 2015, caratterizzato dall'applicazione di aliquote ridotte);
- calcolare gli oneri fiscali figurativi sulla base di un *tax rate* del 27,9% (Ires + Irap), al fine di pervenire ad una figura di risultato medio assumibile ad espressione di futura redditività netta.

Ad esito delle elaborazioni svolte è disceso un **reddito operativo medio normale atteso di Euro 64.316.**

La tabella che segue riporta i dati del 2015 e del 2016 nonché il reddito medio normale atteso al netto delle imposte figurative.

Tabella 2 – determinazione ro medio netto atteso

DETERMINAZIONE R.O. MEDIO NETTO NORMALIZZATO	31/12/2015	31/12/2016	MEDIA
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	1.718.007	2.264.448	
Altri ricavi e proventi	12.815	14.378	
Costi per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	(186.983)	(228.955)	
Costi per servizi	(461.489)	(479.727)	
Costi per godimento di beni di terzi	(32.093)	(32.093)	
Costi per il personale	(855.517)	(925.119)	
Svalutazioni crediti	(3.333)	(3.645)	
Variaz rimanenze	3.530	(16.748)	
Oneri diversi di gestione	(264.988)	(66.430)	
MOL (EBITDA)	(70.051)	526.109	
ricalcificazione spese bancarie per servizi	(26.512)	(19.238)	
normalizzazione perdita su crediti (riclass. negli oneri diversi)	242.634	-	
MOL (EBITDA) NORMALIZZATO	146.071	506.871	326.471
Ammortamenti normalizzati			(237.267)
REDDITO OPERATIVO (EBIT) MEDIO NORMALIZZATO			89.204
Imposte figurative (tax rate = 27,9%)			(24.888)
REDDITO OPERATIVO MEDIO NETTO			64.316

4.4) Il tasso di attualizzazione (wacc)

Nell'ambito del metodo reddituale nella versione *unlevered* il tasso esprime il costo medio ponderato del capitale (wacc).

Sul piano applicativo la stima si sviluppa identificando anzitutto un tasso espressivo del costo del capitale proprio (K_e), calcolato a livello di settore, e successivamente traducendo il costo opportunità del capitale proprio in un saggio espressivo del costo medio ponderato del capitale, sulla base della struttura finanziaria target dell'impresa oggetto di stima.

Il punto di partenza pertiene alla stima del costo del capitale proprio, calcolato considerando le caratteristiche e le dimensioni dell'azienda oggetto di valutazione.

Quest'ultimo profilo (dimensionale) rileva nella misura in cui, in conformità con le indicazioni della dottrina¹ e della prassi professionale, in presenza di aziende di limitate dimensioni, quale è Iltep, occorre maggiorare il costo del capitale al fine di considerare il rendimento aggiuntivo che un investitore si attende da tali imprese.

Si osserva al riguardo che l'Organismo Italiano di Contabilità (OIC), nel documento “Impairment e Avviamento” (Applicazione n. 2, pag. 24), si esprime in tale direzione, rilevando che: “... *i parametri utilizzati per il calcolo del Wacc sono riferiti ad aziende quotate nei mercati regolamentati: in caso di valutazione di CGU nelle imprese di piccole dimensioni bisognerà aggiungere un premio addizionale ovvero il rendimento richiesto da un soggetto razionale che investe in società di piccole dimensioni, che comportano di solito una minore liquidabilità dell'investimento. Un additional risk premium è coerente con l'evidenza empirica dei rendimenti delle Small Cap (società a bassa capitalizzazione di borsa) confrontati con quelli delle cosiddette Blue Chips (società ad elevata capitalizzazione di borsa)*”.

Con riferimento al tema degli aggiustamenti al tasso, anche i Principi Italiani di Valutazione predisposti dall'OIV raccomandano l'introduzione di maggiorazioni del costo del capitale per coprire differenze dovute alle diverse dimensioni e/o ulteriori rischi specifici dell'azienda oggetto di stima.

1 Cfr. Guatri-Bini, Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, Egea, 2009, cap. 7 e cap. 9.

Ciò premesso, ai fini della stima del costo del capitale proprio (K_e), si è operato nell'ambito del quadro concettuale del CAPM (Capital Asset Pricing Model) secondo la nota relazione $K_e = r_f + \beta \text{ERP} + SZ$, dove:

K_e = costo opportunità del capitale di rischio;
 r_f = tasso di investimenti alternativi senza rischio;
 β = parametro indicatore del rischio sistematico;
ERP = premio per il rischio di mercato;
SZ = size premium.

Sul piano analitico, nell'ambito del quadro concettuale del CAPM, si è operato come segue:

-ai fini della stima del tasso *risk free* (r_f) si è fatto riferimento, secondo prassi, al saggio di rendimento di un paniere di titoli di stato con durata decennale. Tale tasso è stato assunto nella misura del 2% (Fonte: Supplemento al Bollettino Statistico di Banca D'Italia – dato a gennaio 2017);

-il premio per il rischio di mercato (ERP) è stato assunto in misura pari al 5,5%. Tale valore trova sostanziale conferma nei più recenti riferimenti relativi al mercato italiano risultanti dall'analisi empirica effettuata dal prof. Pablo Fernandez.

-tenuto conto dell'assenza di società quotate comparabili con la realtà oggetto di stima e delle ridotte dimensioni della società Iltep, per la stima del beta è stato assunto, secondo prassi, il beta di mercato ($\beta=1$).

Quanto al *size premium* (SZ), la scrivente ha assunto la misura del 5,60%². Infine, sulla base della struttura finanziaria target di Iltep, assunta 30% debt (capitale di terzi) e 70% equity (capitale proprio) e assumendo un costo del debito nominale al lordo delle imposte del 3,5% (K_d), la scrivente ha conclusivamente determinato il costo medio ponderato del capitale in misura pari al 9,97% (arrotondato).

Nella tabella che segue trovano rappresentazioni i parametri utilizzati per la determinazione del costo medio ponderato del capitale.

Tabella 3 – determinazione del Wacc

Tasso risk free	2,0%
Market risk premium	5,5%
Size Premium	5,6%
Beta	1
Ke	13,1%
Kd	3,5%
Tax	24,0%
Kd net tax	2,7%
E/D+E	70,0%
D/D+E	30,0%
WACC	9,97%

4.5) La posizione finanziaria netta (pfn)

La posizione finanziaria netta della società alla data di riferimento della presente stima (31/12/2016), rappresentata dall'indebitamento finanziario al netto della liquidità, è pari a Euro (555.544).

² Cfr. 2016 Valuation Handbook, Guide to Cost of Capital – Market Results Through 2015, Duff & Phelps.

Tabella 4

Dettaglio Posizione finanziaria netta	31/12/2016
Debiti verso soci per finanziamenti	(265.000)
Debiti verso banche	
- c/c passivi	(230.283)
- c/anticipi	(93.630)
- mutui passivi	(80.382)
Cassa	66
Banche c/c attivi	113.685
Totale Posizione finanziaria netta	(555.544)

4.6) Le sintesi quantitative: la determinazione del valore economico dell'azienda oggetto di stima

Le elaborazioni effettuate hanno condotto, sul piano quantitativo, a determinare il valore del capitale economico dell'azienda oggetto di stima come segue:

Tabella 5 – Valore economico

Enterprise Value (ro/wacc)	645.095
PFN	(555.544)
W (valore economico del capitale)	89.551

Il valore economico di Iltep, alla data di riferimento della stima, è pertanto conclusivamente determinato in misura pari a Euro 89.551.

4.7) Determinazione del valore della quota di partecipazione del 50% del capitale sociale di Tintoria Iltep Srl

Dopo aver stimato il valore del capitale economico dell'azienda nel suo complesso, occorre ora definire il valore economico della partecipazione

del 50% del capitale sociale di Iltep. A tal fine, il valore riferibile all'intero complesso aziendale deve essere ragguagliato alla quota di partecipazione oggetto di stima.

Ne consegue che il valore della quota di partecipazione da valutare corrisponde al 50% del valore economico dell'azienda nel suo complesso, ovvero ad euro **44.775,50, che si arrotonda in euro 45.000.**

5) Conclusioni

Alla luce delle verifiche e delle valutazioni eseguite, sulla scorta della documentazione acquisita ed analizzata, la scrivente ritiene che **il valore attribuibile alla quota di partecipazione del 50% del capitale sociale della Tintoria Iltep Srl, arrotondato al migliaio, può essere quantificato in Euro 45.000.**

Tanto si riferisce e si giudica in evasione dell'incarico ricevuto dalla sottoscritta.

Como, 27 febbraio 2017

Il perito

(dott. Paola Beretta)



Allegati:

- 1) situazione patrimoniale ed economica al 31/12/2015;
- 2) situazione patrimoniale ed economica (provvisoria) al 31/12/2016;
- 3) stato patrimoniale e conto economico (provvisorio) riclassificati al 31/12/2016.