



**TRIBUNALE CIVILE E PENALE DI TORINO
SEZIONE FALLIMENTARE**

FOTORECUPERI SRL IN FALLIMENTO

**Sede legale in Strada del Gerbido 146 -
Grugliasco (TO)**

Giudice Delegato: Dott.ssa Federica Bompieri

Curatore: Avv. Giancarlo Guarini

**VALUTAZIONE DEL RAMO D'AZIENDA
FEMAL SRL
E DEL CONGRUO CANONE DI AFFITTO**

Perito: Prof.ssa Patrizia Riva

INDICE DELLA RELAZIONE

INDICE DEGLI ALLEGATI.....	2
1. PREMESSA	3
2. PARTE GENERALE	3
2.1 OGGETTO E SCOPO DELLA PRESENTE RELAZIONE.....	3
2.2 DOCUMENTAZIONE DI RIFERIMENTO	3
2.3 L'AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE	4
3. ATTIVITA' SVOLTA DALLA SCRIVENTE E INCONTRI INTERCORSI CON FOTORECUPERI SRL IN FALLIMENTO	5
3.1 ANALISI DEI RISULTATI ECONOMICI CONSUNTIVI E PREVISIONALI.....	5
4. DEFINIZIONE DEL PERIMETRO AZIENDALE	6
4.1 LA VALUTAZIONE DELLE RISORSE TANGIBILI	6
4.2 LA VALUTAZIONE DELLE RISORSE INTANGIBILI	7
4.3 DETERMINAZIONE DEL VALORE DEL RAMO D'AZIENDA.....	19
5. VALUTAZIONE DEL CONGRUO CANONE DI AFFITTO	20
5.1 SCELTA DELLA METODOLOGIA PER LA VALUTAZIONE DEL CONGRUO CANONE DI AFFITTO	20
5.2 VALUTAZIONE DEL CONGRUO CANONE D'AFFITTO	21
6. CONCLUSIONI.....	21

INDICE DEGLI ALLEGATI

- All. 1: Contratto di affitto con Femal Srl
- All. 2: Visura storica della società Fotorecuperi Srl
- All. 3: Visura storica della società Femal Srl
- All. 4: Situazione contabile al 30.06.2016 di Femal Srl
- All. 5: Verbali di incontro con la società
- All. 6: Perizia di stima dei beni mobili IVG di Monza

1. PREMESSA

La scrivente precisa che la presente valutazione si basa sugli elementi forniti dalla società, ovvero sulle informazioni e sulla documentazione allo stato a disposizione, meglio riepilogate nel successivo paragrafo, nonché sulle ricerche condotte autonomamente dalla scrivente sul mercato di riferimento. La scrivente non ha potuto condurre alcuna attività preliminare di revisione dei dati contabili e delle successive elaborazioni ricevute dai referenti della società.

2. PARTE GENERALE

2.1 OGGETTO E SCOPO DELLA PRESENTE RELAZIONE

La scrivente Patrizia Riva, iscritta all'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Monza e al Registro dei Revisori Contabili, con Studio in Monza, Via Felice Caronni n.10, è stata incaricata dal curatore del fallimento Fotorecuperi Srl in liquidazione, Avv. Giancarlo Guarini, come da istanza di autorizzazione alla nomina del perito datata 12.02.2016, per redigere una perizia valida ai fini della stima dei rami aziendali e della congruità dei canoni di affitto con riferimento ai seguenti contratti:

- Repertorio n. 34472 – Contratto d'affitto d'azienda in essere tra Fotorecuperi Srl (affittante) e Global Eco Piemonte Srl (affittuaria) datato 18.02.2015 e successiva integrazione del 14.10.2015;
- Repertorio n. 83857 – Contratto d'affitto d'azienda in essere tra Fotorecuperi Srl (affittante) e Femal Srl (affittuaria) datato 16.11.2015 (Allegato 1).

Compito della scrivente è in questa sede:

- 1) *individuare il valore del capitale economico del complesso aziendale concesso in affitto alla società **Femal Srl** e oggetto di cessione, inteso come valore dell'investimento unitario considerato congruo per la sua acquisizione;*
- 2) *valutare il congruo canone di affitto del predetto ramo d'azienda.*

Si ricorda, infatti, che in data 05.08.2016 la scrivente ha già trasmesso al Curatore del fallimento Fotorecuperi Srl in liquidazione, Avv. Giancarlo Guarini, la perizia di stima attinente il ramo d'azienda concesso in affitto alla società Global Eco Piemonte Srl.

2.2 DOCUMENTAZIONE DI RIFERIMENTO

Ai fini dell'espletamento dell'incarico la scrivente si è avvalsa della documentazione fornita dalla società Fotorecuperi Srl in liquidazione in fallimento:

- Visura ordinaria della società Fotorecuperi Srl (Allegato 2);
- Visura storica della società Femal Srl (Allegato 3);
- Bilanci d'esercizio Fotorecuperi Srl 2010-2013, bilancio di verifica al 31.12.2014 ed al 31.12.2015;
- Dichiarazione Unico e Irap 2013-2015 oltre a dichiarazione Iva 2015;
- Mastrini clienti e fornitori Fotorecuperi 2013-2015;
- Lista fatture clienti 2013-2015;
- Elenco clienti disdettati;

- Elenco dei principali concorrenti di settore di Fotorecuperi Srl;
- Situazione contabile al 30.06.2016 di Femal Srl (Allegato 4).

2.3 L'AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE

Con sentenza depositata in data 04.01.2016, il Tribunale di Torino ha dichiarato il fallimento della società Fotorecuperi Srl in liquidazione con sede in Grugliasco (TO) - Strada del Gerbido n.146 nominando Giudice Delegato la Dott.ssa Federica Bompieri e Curatore l'Avv. Giancarlo Guarini.

La società, costituita in data 12.10.1984 ed amministrata dal liquidatore sociale Sig. Enzo Micozzi, era abilitata a svolgere le seguenti attività, come riportato dalla visura CCIAA: *“servizi di raccolta, trasporto e stoccaggio conto terzi di rifiuti speciali e tossici nonché rifiuti ospedalieri ed assimilabili agli urbani, raccolta e cernita di qualsiasi genere di prodotti fuori uso per il recupero elettrolitico di metalli preziosi, nobili, non ferrosi fornitura di contenitori e accessori annessi all'attività.”*

In data 07.08.2014 - con scrittura privata autenticata dal notaio Paola Bottino - la società ha concesso in affitto alla Eco Eridania Spa, con sede in Arenzano Via Pian Masino n.103/105, il proprio ramo d'azienda esercente l'attività di gestione dei rifiuti pericolosi e non pericolosi così brevemente rappresentato:

- Attrezzature e beni strumentali;
- Contratti relativi al personale dipendente;
- Contratti di appalto pubblici e privati;
- Contratti con le società di leasing nonché tutti i contratti strettamente necessari all'esecuzione degli appalti pubblici e privati;
- l'Autorizzazione Integrata Ambientale insistente sull'immobile di proprietà della società sito in Grugliasco, Strada del Gerbido n.146, e rilasciata dalla Provincia di Torino;
- l'Autorizzazione Integrata Ambientale insistente sull'immobile condotto in locazione dalla società Fotorecuperi Srl sito in Grugliasco, Corso Allamano n.13/QR e rilasciata dalla Provincia di Torino.

Il contratto di affitto è stato risolto dall'affittuaria in data 16.09.2014.

In data 09.10.2014 Fotorecuperi Srl in liquidazione ha depositato domanda di ammissione alla procedura di concordato preventivo con riserva ai sensi dell'art. 161 comma 6 L.F., autorizzata dal Tribunale di Torino e successivamente - in data 18.12.2014 - dichiarata improcedibile su istanza di rinuncia presentata dalla società stessa.

In data 16.11.2015 Fotorecuperi Srl in liquidazione ha stipulato un contratto di affitto di ramo d'azienda con la società Femal Srl alle seguenti condizioni contrattuali:

- **canone di affitto** mensile pari ad Euro 1.100,00 oltre Iva, da pagarsi entro e non oltre il giorno 5 di ogni mese;
- **durata dell'affitto** individuata in 36 mesi dalla data di stipula del contratto ovvero sino al 05 novembre 2018;
- **opzione irrevocabile di vendita**, ferma ed irrevocabile fino alla data di cessazione del contratto di affitto di ramo d'azienda ma potrà essere esercitata prima, a discrezione dell'affittante, anche in momento antecedente, a decorrere

dal quarto mese successivo alla stipulazione del presente contratto; l'importo è definito in complessivi Euro 45.000,00 ridotto dell'ammontare corrisposto dall'affittuaria a titolo di canone di affitto.

3. ATTIVITA' SVOLTA DALLA SCRIVENTE E INCONTRI INTERCORSI CON FOTORECUPERI SRL IN FALLIMENTO

Il perito ha incontrato la società Fotorecuperi Srl in liquidazione in fallimento nelle persona della ex dipendente Sig.ra Sonia Pezzini, indicata dal Curatore come referente per la raccolta di tutti i dati relativi alla società, nonché il Curatore del fallimento Avv. Giancarlo Guarini (Allegato 5). Nel corso delle riunioni di seguito meglio esposte la scrivente ha inteso: (i) contestualizzare l'attività commerciale svolta dalla fallita; (ii) definire i rami aziendali oggetto di valutazione.

Data Incontro	Oggetto	Partecipanti
30/03/2016	Primo incontro per assunzione informazioni e contestuale sopralluogo presso gli immobili siti in Grugliasco (TO) Strada del Gerbido n.146 e Corso Allamano n.13R/Q. Inventario dei beni mobili oggetto di contratto di affitto.	Avv. Giancarlo Guarini curatore fallimentare; Sig.ra Pezzini Sonia ex dipendente di Fotorecuperi; Dott. Edoardo Gallazzi collaboratore del perito; Dott.ssa Paola Merati collaboratore del perito; Prof.ssa Patrizia Riva perito nominato
21/04/2016	Recupero della documentazione e sopralluogo con i periti (immobiliari e mobiliari)	Avv. Giancarlo Guarini curatore fallimentare; Sig.ra Pezzini Sonia ex dipendente di Fotorecuperi; Ing. Francesco Brancatello, collaboratore dell'Ing. Romaniello (Valueconsult); Sig. Christian Moriggi IVG di Monza; Dott. Edoardo Gallazzi collaboratore del perito; Dott. Fabio Bagnoli, socio di studio del perito;

3.1 ANALISI DEI RISULTATI ECONOMICI CONSUNTIVI E PREVISIONALI

Con riferimento all'analisi economica dei risultati d'esercizio 2010-2015 la scrivente rinvia al paragrafo 3.1. della perizia resa sul ramo d'azienda Global Eco Piemonte Srl; vale la pena rimarcare nell'ambito del presente elaborato la drastica flessione del fatturato registrata dal 2014 al 2015: il fatturato annuo 2014 di Fotorecuperi Srl in liquidazione – pari a Euro 2.217.331 – si è ridotto del 91% circa attestandosi, alla data del 31.12.2015, in Euro 197.531.

Fotorecuperi Srl in liquidazione in fallimento non è stata in grado di fornire alla scrivente un budget, ovvero un conto economico previsionale dei redditi connessi all'utilizzo del perimetro aziendale oggetto di locazione.

Ai fini dell'analisi che segue, la scrivente ha tuttavia provveduto a ricostruire il fatturato annuo previsionale sulla base dell'esigua documentazione a disposizione nonché sulla base delle informazioni di settore ottenute mediante le principali banche dati.

4. DEFINIZIONE DEL PERIMETRO AZIENDALE

Le componenti patrimoniali da valorizzare riguardano:

- a) Attrezzi e macchinari di cui all'allegato A del contratto;
- b) Autorizzazione Integrata Ambientale (AIA) rilasciata dalla provincia di Torino in data 05.04.2007 n.90-392794 e seguente rinnovo rilasciato in data 19.03.2013 (protocollo 6-10819/2013).

4.1 LA VALUTAZIONE DELLE RISORSE TANGIBILI

Le immobilizzazioni materiali sono state valorizzate dal perito specializzato Sig. Christian Moriggi dell'Istituto Vendite Giudiziarie di Monza.

L'elaborato predisposto dall'incaricato (Allegato 5) dell'IVG distingue in:

Descrizione	Importo
Lotto 3	
Compendio mobiliare sito in Grugliasco, Corso Allmano n.13/Q-R	5.000,00
TOTALE	5.000,00

Si fornisce documentazione fotografica.



Ai fini della presente relazione, la scrivente fa propri i valori dell'IVG, ovvero attribuisce ai beni strumentali di Fotorecuperi Srl in liquidazione in fallimento un valore complessivo pari a Euro 5.000,00.

4.2 LA VALUTAZIONE DELLE RISORSE INTANGIBILI

Alla luce di quanto sopra descritto e, in particolare, in ragione della documentazione consegnata, la scrivente ha analizzato diversi metodi di valutazione al fine di determinare quello più adatto per la valorizzazione dei contratti (*intangibles*).

In particolare, il perito ha valutato non idoneo per l'azienda oggetto di valutazione il criterio misto reddituale-patrimoniale con stima autonoma del Goodwill ed il criterio dei moltiplicatori secondo l'approccio delle società comparabili.

Utilizzando l'approccio adottato per la perizia di stima resa nell'ambito del ramo d'azienda concesso in affitto alla società Global Eco Piemonte Srl, la scrivente ha creduto di poter applicare il metodo di valutazione dei **tassi di royalties comparabili** (market royalty rates) che valorizza la risorsa intangibile attualizzando le royalties che un ipotetico acquirente sarebbe disposto a pagare come corrispettivo per ottenere il bene immateriale.

Nella trattazione che segue si esplicita il procedimento di calcolo adottato che si sostanzia in diverse fasi:

1) **Determinazione del royalty rate in funzione della forza del capitale intangibile**

Il tasso è calcolato come prodotto tra il tasso di royalty stimato pari al 9% e l'incidenza percentuale del punteggio attribuito dalla scrivente ai fattori di mercato e specifici riportati nella tabella che segue (pari a 26) rispetto al punteggio massimo ad essi imputabile (pari a 40).

METODO ROYALTIES DI SETTORE		
TASSO DI ROYALTY		9,00%
FATTORI DI MERCATO	Prospettive di crescita	4,00
	Sostituti	5,00
	Intensità competitiva	4,00
FATTORI SPECIFICI	Qualità del servizio	3,00
	Soddisfazione clientela	1,00
	Storia longevità	4,00
	Quota di mercato	2,00
	Potenzialità di estensione	3,00
	Punteggio totale	26,00
	Percentuale del massimo	65,00%
	Tasso di royalty stimato	5,85%

E' opportuno precisare che per ciascuna variabile menzionata è stato attribuito uno *score* ricompreso nel *range* 1-5. Tutti i fattori sono stati ragionevolmente scelti sulla base delle informazioni disponibili fermo restando che la traduzione in uno *score* delle citate variabili è innegabilmente soggettiva.

Ad attenuare la discrezionalità è la scelta di una fascia di valori rispetto alla individuazione di un tasso di royalty unico: in sostanza si tratta di un restringimento adottato caso per caso del più vasto *range* dedotto dal mercato. Anche il valore finale dell'*intangible* specifico può essere espresso con un

minimo e un massimo in cui è implicito il riconoscimento della natura in parte soggettiva della scelta effettuata.

Per quanto riguarda il tasso royalty adottato, la scrivente ha deciso di utilizzare il ROI in quanto indicativo della redditività del capitale investito.

Data la difficoltà di identificare un valore di settore, la scrivente ha individuato un paniere di società concorrenti, mediante ricerca sulla banca dati A.I.D.A., utilizzando i seguenti parametri di ricerca:

(i) codice attività 38.12 “raccolta di rifiuti pericolosi solidi e non solidi” ovvero il codice attività primario di Fotorecuperi Srl in liquidazione;

(ii) ricavi delle vendite e delle prestazioni negli ultimi due anni disponibili compresi fra un minimo di Euro 2.000.000,00 ed un massimo di Euro 2.500.000,00 così come risulta dalla media aritmetica del fatturato di Fotorecuperi Srl in liquidazione per il periodo 2010-2014 ovvero con esclusione del solo anno 2015.

Su tale paniere la scrivente ha individuato il ROI medio del periodo 2010-2015 arrotondato e pari al 9%.

ROI MEDIO - FONTE CONCORRENTI DI SETTORE: AIDA							
Società concorrenti	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Media
LAVECO S.R.L.	n.d.	n.d.	27,55	n.d.	8,18	26,98	21
NORDBAT S.R.L.	13,37	17,59	19,53	15,12	9,16	-13,91	10
BO.RO.MI. SRL	21,69	22,08	11,50	16,93	17,17	n.d.	18
CARBURANTI E COMBUSTIBILI VALMASONI S.R.	10,09	7,04	4,57	6,77	n.d.	n.d.	7
F.D.G. DI COLLU S.R.L.	2,04	-12,37	14,13	10,77	-1,14	n.d.	3
CARBONAFTA & CARBOMETALLI S.R.L.	n.d.	3,58	5,56	-15,08	n.d.	n.d.	-2
ECOLOGICA IMPIANTI S.R.L.	n.d.	1,66	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2
ECOLOGICA SUD DI VITTORIO D'ANGIULLI S.R.L.	n.d.	n.d.	0,96	26,16	12,49	n.d.	13
EREDI RAIMONDO BUFARINI S.R.L.	13,47	13,84	11,65	5,18	n.d.	n.d.	11
ECO.MEDICA S.R.L.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
DASTY ECOLOGICAL SERVICES S.R.L.	11,47	8,91	-4,62	21,15	n.d.	n.d.	9
							9

Ai fini della presente analisi, la scrivente ha valutato opportuno non considerare il paniere delle società concorrenti individuato da Fotorecuperi Srl in liquidazione poiché l'affittuaria Femal Srl svolge attività parzialmente differenziata rispetto a quest'ultima.

Da visura CCIAA Femal Srl - società con sede legale in Givoletto (TO) Via Caselette 9/D - è iscritta con codice ATECO 70.22.09 “altre attività di consulenza imprenditoriale e altra consulenza amministrativo-gestionale e pianificazione aziendale” in ordine agli aspetti normativi, tecnici ed amministrativi connessi al settore dell'ecologia e dell'igiene ambientale. Nella sede secondaria, ovvero nei locali di Grugliasco (TO) Corso Allamano 13/15 visionati dalla scrivente nel corso del primo sopralluogo, a far data dal 17.12.2015 – in concomitanza con la stipulazione del contratto di affitto d'azienda - si svolge invece attività di “intermediazione, commercio all'ingrosso e trasporto di rifiuti /raccolta e trasporto di rifiuti speciali non pericolosi e pericolosi prodotti da terzi”.

2) Determinazione del tasso di rendimento normale dei capitali investiti i'

Il tasso è costituito da due componenti: (i) il compenso per il decorrere del tempo pari alla componente finanziaria i', ossia alla remunerazione finanziaria di

investimenti “senza rischio” (costante legata solo al fluire del tempo); (ii) il compenso per il rischio, ossia la componente specifica s , pari alla remunerazione per il rischio dell’investimento specifico (misura dell’intensità del rischio d’impresa).

$$i'' = i' + s$$

Tra i procedimenti analitici in assoluto più impiegati per dedurre dal mercato i tassi-opportunità, un modello affermato è il CAPM il quale misura il rischio di un’azienda in termini di varianza non diversificabile e collega i rendimenti attesi a tale misura del rischio. In particolare il modello assume che:

- il rischio totale di un’impresa può essere distinto in una componente specifica (diversificabile) ed in una componente sistematica (non diversificabile) legata a variabili macroeconomiche per cui:

$$\text{Rischio totale} = \text{Rischio specifico} + \text{Rischio sistematico}$$

- nella valutazione di un’azienda il rischio specifico può essere tralasciato poiché è possibile eliminarlo con la diversificazione del portafoglio;
- il rischio sistematico, non eliminabile, può essere misurato in termini di covarianza dei suoi rendimenti e un indice di mercato. Tale misura è definita Beta dell’attività (β). Se è possibile stimare il Beta del capitale netto di un’azienda, il costo dei mezzi propri sarà il rendimento richiesto.

Il CAPM determina quindi il tasso i'' mediante l’applicazione della seguente formula:

$$i'' = i' + s$$
$$s = \beta * (rm - i')$$

- i'' = tasso di rendimento;
- i' = tasso degli investimenti privi di rischio;
- β = coefficiente che esprime il rischio dell’investimento;
- $(rm - i')$ = premio per il rischio, dato dalla differenza tra il rendimento generale medio dei titoli azionari (rm) e il tasso degli investimenti senza rischio (i').

Per l’utilizzo del CAPM sono dunque necessari i seguenti dati:

2.A) Il rendimento corrente delle attività prive di rischio che corrisponde al tasso i' valorizzato allo 0,28%. Tale tasso è inteso, quindi, come il puro compenso

finanziario per il trascorrere del tempo: come tale, è quindi indipendente da problemi di rischio specifico dell'impresa e si collega a parametri finanziari senza rischio, ove la remunerazione non dipende dal rischio dell'investimento, quanto piuttosto dalla rinuncia a disporre per un certo periodo di tempo, del capitale investito. Operativamente, per la quantificazione, si fa riferimento al rendimento offerto da investimenti "free risk" che si sviluppano lungo un arco temporale pari a quello considerato nella valutazione. Nel caso concreto, si tratta del tasso di rendimento dei titoli di Stato o garantiti dallo Stato con durata uguale o superiore ai tre anni. È stato quindi considerato il rendimento dei **titoli di Stato a medio termine (BTP a 5 anni)** emessi il 30.09.2016. Il medesimo è stato quantificato nell'ordine dello **0,28%**.

2.B) Il premio per il rischio utilizzato nel CAPM si basa generalmente su dati storici, ed è definito come differenza tra rendimenti medi delle azioni e rendimenti medi dei titoli privi di rischio durante il periodo di misurazione. Esistono tre determinanti fondamentali in merito all'ampiezza di tale premio:

- a) la varianza dell'economia sottostante: i premi per il rischio saranno maggiori in quelle economie che presentano maggior volatilità; si pensi ai mercati emergenti, che per la loro economia a elevata crescita ed a elevato rischio, presentano premi per il rischio più ampi rispetto ai premi dei mercati già sviluppati;
- b) il rischio politico: i premi per il rischio risulteranno maggiori in quei mercati in cui esiste una potenziale instabilità politica, che si traduce in instabilità economica;
- c) la struttura del mercato: per le aziende piccole e rischiose, il premio al rischio risulta maggiore, mentre si abbassa per le aziende quotate e di grandi dimensioni, quindi più stabili.

Facendo riferimento alla **banca dati Damodaran** e alla recente prassi valutativa, si identifica un **premio per il rischio** ($rm - r$) = **9,19%**.

Tabella: Rilevazione del Total Equity Risk Premium all'11.02.2016

Country	Africa	Total Equity Risk Premium
Abu Dhabi	Middle East	7,02%
Albania	Eastern Europe & Russia	13,20%
Andorra (Principality of)	Western Europe	9,65%
Angola	Africa	10,89%
Argentina	Central and South America	17,83%
Armenia	Eastern Europe & Russia	11,81%
Aruba	Caribbean	8,72%
Australia	Australia & New Zealand	6,25%
Austria	Western Europe	6,25%
Azerbaijan	Eastern Europe & Russia	9,65%
Bahamas	Caribbean	9,19%
Bahrain	Middle East	9,65%
Bangladesh	Asia	11,81%
Barbados	Caribbean	16,30%
Belarus	Eastern Europe & Russia	17,83%
Belgium	Western Europe	7,18%
Belize	Central and South America	20,16%
Bermuda	Caribbean	7,34%
Bolivia	Central and South America	11,81%
Bosnia and Herzegovina	Eastern Europe & Russia	16,30%
Botswana	Africa	7,56%
Brazil	Central and South America	9,65%
Bulgaria	Eastern Europe & Russia	9,19%
Burkina Faso	Africa	16,30%
Cambodia	Asia	14,75%
Cameroon	Africa	14,75%
Canada	North America	6,25%
Cayman Islands	Caribbean	7,18%
Cape Verde	Africa	14,75%
Chile	Central and South America	7,18%
China	Asia	7,18%
Colombia	Central and South America	9,19%
Congo (Democratic Republic of)	Africa	16,30%
Congo (Republic of)	Africa	11,81%
Cook Islands	Australia & New Zealand	13,20%
Costa Rica	Central and South America	10,11%
Côte d'Ivoire	Africa	11,81%
Croatia	Eastern Europe & Russia	10,11%
Cuba	Caribbean	20,16%
Curacao	Caribbean	8,10%
Cyprus	Western Europe	13,20%
Czech Republic	Eastern Europe & Russia	7,34%
Denmark	Western Europe	6,25%
Dominican Republic	Caribbean	13,20%
Ecuador	Central and South America	16,30%
Egypt	Africa	16,30%
El Salvador	Central and South America	11,81%
Estonia	Eastern Europe & Russia	7,34%
Ethiopia	Africa	13,20%
Fiji	Asia	13,20%
Finland	Western Europe	6,25%
France	Western Europe	7,02%
Gabon	Africa	11,81%
Georgia	Eastern Europe & Russia	11,81%
Germany	Western Europe	6,25%
Ghana	Africa	16,30%
Greece	Western Europe	21,69%
Guatemala	Central and South America	10,11%
Guernsey (States of)	Western Europe	6,86%
Honduras	Central and South America	16,30%
Hong Kong	Asia	6,86%
Hungary	Eastern Europe & Russia	10,11%
Iceland	Western Europe	9,19%
India	Asia	9,65%
Indonesia	Asia	9,65%
Ireland	Western Europe	8,72%
Isle of Man	Western Europe	6,86%
Israel	Middle East	7,34%

<i>Country</i>	Africa	<i>Total Equity Risk Premium</i>
Italy	Western Europe	9,19%
Jamaica	Caribbean	20,16%
Japan	Asia	7,34%
Jersey (States of)	Western Europe	6,86%
Jordan	Middle East	13,20%
Kazakhstan	Eastern Europe & Russia	9,19%
Kenya	Africa	13,20%
Korea	Asia	7,02%
Kuwait	Middle East	7,02%
Latvia	Eastern Europe & Russia	8,10%
Lebanon	Middle East	14,75%
Liechtenstein	Western Europe	6,25%
Lithuania	Eastern Europe & Russia	8,10%
Luxembourg	Western Europe	6,25%
Macao	Asia	7,02%
Macedonia	Eastern Europe & Russia	11,81%
Malaysia	Asia	8,10%
Malta	Western Europe	8,10%
Mauritius	Asia	8,72%
Mexico	Central and South America	8,10%
Moldova	Eastern Europe & Russia	16,30%
Mongolia	Asia	14,75%
Montenegro	Eastern Europe & Russia	11,81%
Montserrat	Caribbean	9,65%
Morocco	Africa	10,11%
Mozambique	Africa	14,75%
Namibia	Africa	9,65%
Netherlands	Western Europe	6,25%
New Zealand	Australia & New Zealand	6,25%
Nicaragua	Central and South America	14,75%
Nigeria	Africa	11,81%
Norway	Western Europe	6,25%
Oman	Middle East	7,34%
Pakistan	Asia	16,30%
Panama	Central and South America	9,19%
Papua New Guinea	Asia	13,20%
Paraguay	Central and South America	10,11%
Peru	Central and South America	8,10%
Philippines	Asia	9,19%
Poland	Eastern Europe & Russia	7,56%
Portugal	Western Europe	10,11%
Qatar	Middle East	7,02%
Ras Al Khaimah (Emirate of)	Middle East	7,56%
Romania	Eastern Europe & Russia	9,65%
Russia	Eastern Europe & Russia	10,11%
Rwanda	Africa	13,20%
Saudi Arabia	Middle East	7,18%
Senegal	Africa	13,20%
Serbia	Eastern Europe & Russia	13,20%
Sharjah	Middle East	8,10%
Singapore	Asia	6,25%
Slovakia	Eastern Europe & Russia	7,56%
Slovenia	Eastern Europe & Russia	9,65%
South Africa	Africa	9,19%
Spain	Western Europe	9,19%
Sri Lanka	Asia	13,20%
St. Maarten	Caribbean	8,72%
St. Vincent & the Grenadines	Caribbean	16,30%
Suriname	Central and South America	11,81%
Sweden	Western Europe	6,25%
Switzerland	Western Europe	6,25%
Taiwan	Asia	7,18%
Thailand	Asia	8,72%
Trinidad and Tobago	Caribbean	9,19%
Tunisia	Africa	11,81%
Turkey	Western Europe	9,65%
Turks and Caicos Islands	Caribbean	8,72%
Uganda	Africa	13,20%
Ukraine	Eastern Europe & Russia	21,69%
United Arab Emirates	Middle East	7,02%
United Kingdom	Western Europe	6,86%
United States of America	North America	6,25%
Uruguay	Central and South America	9,19%
Venezuela	Central and South America	21,69%
Vietnam	Asia	13,20%
Zambia	Africa	14,75%

2.C) La procedura standard per stimare il **coefficiente di rischio dell'investimento** (β) è quella di fare una regressione dei rendimenti del titolo rispetto ai rendimenti medi del mercato: il coefficiente di regressione così ottenuto è il beta del titolo. Valori di beta > 1 corrispondono ad alto rischio per il titolo considerato, nel senso che esso eccede il rischio medio di mercato; valori di beta < 1 hanno ovviamente significato opposto. Recenti studi hanno messo in luce che il coefficiente beta è funzione primaria di un numero limitato di variabili. Le principali si riconducono a:

- Settore di attività: dato che i beta misurano il rischio d'impresa in relazione a un indice di mercato, più il settore di attività risulta sensibile alle condizioni generali del mercato, più il beta sarà elevato;
- Grado di leva operativa: il grado di leva operativa è funzione dei costi di struttura dell'azienda ed è generalmente definito dalla relazione tra costi fissi e costi totali. Un'azienda con elevato grado di leva operativa presenterà anche un'elevata variabilità negli utili al lordo degli interessi e imposte; pertanto la maggior variabilità del risultato operativo, porterà, a parità di altri elementi, ad un beta più alto;
- Leva finanziaria: a parità di condizioni, un aumento della leva finanziaria aumenterà il beta del capitale dell'azienda;
- Dimensione dell'azienda: vale la stessa cosa del premio per il rischio; le aziende con dimensione elevata e stabili avranno un beta inferiore rispetto a quelle di dimensioni modeste e rischiose;
- Ciclicità del Settore: aziende cicliche presentano valori di beta superiori a quelle operanti in Settori non caratterizzati da ciclicità;
- Prospettive di crescita: esiste una relazione positiva tra beta e crescita, poiché all'aumento della crescita delle attività dell'azienda corrisponde un rischio sistematico maggiore;
- Grado di internazionalizzazione: la relazione positiva continua anche in questo caso;
- Grado di diversificazione: quando un'azienda opera in più aree d'affari, il beta sarà la media ponderata dei beta delle diverse aree, con pesi riferiti ai valori di mercato delle stesse. Di conseguenza tanto più l'azienda avrà diversificato le proprie attività, tanto minore risulterà il suo beta.

Considerato il settore del *Environmental & Waste Services*, settore più prossimo a quello in cui appartiene l'azienda oggetto di valutazione, e considerati gli studi operati sul medesimo, la scrivente reputa opportuno assumere un **valore del Beta pari a 1,63**.

Questo valore risulta infatti corrispondente alla media dei Beta delle società europee del settore *Environmental & Waste Services* individuati nel data base *Aswath Damodaran*¹. In particolare sono stati considerati ai fini dell'analisi i dati aggiornati al gennaio 2016. La media dei Beta delle società europee appartenenti al settore *Environmental & Waste Services* risulta pari a 1,63. Di seguito si riportano i valori analitici relativi alle aziende appartenenti al paniere di riferimento individuato.

¹ fonte: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Company Name	Exchange:Ticker	Industry Group	Country	Broad Group	Sub Group	Beta
Ambienthesis SpA (BIT:ATH)	BIT:ATH	Environmental & Waste Services	Italy	Developed Europe	EU & Environs	1,83
Biancamano S.p.A. (BIT:BCM)	BIT:BCM	Environmental & Waste Services	Italy	Developed Europe	EU & Environs	1,59
Sintesi Società di Investimenti e Partecipazioni S.p.A. (BIT:SII)	BIT:SII	Environmental & Waste Services	Italy	Developed Europe	EU & Environs	1,48
Media aritmetica						1,63

Definiti i parametri di cui sopra, si procede qui di seguito alla definizione del valore del tasso di rendimento normale secondo il CAPM.

Assunto che:

$$i' = 0,28\%$$

$$\beta = 1,63$$

$$(rm - r) = 9,19\%$$

l'applicazione della espressione:

$$i'' = r + \beta(rm - r)$$

consente di ottenere un valore di i'' pari a 15,26%.

3) Individuazione del fatturato annuo prospettico

Stante la mancanza del conto economico previsionale, la scrivente ha provveduto a ricostruire il fatturato annuo prospettico, utilizzando due approcci; il primo esclusivamente basato sui dati messi a disposizione dalla società - ovvero il bilancio di verifica di Femal Srl al 30.06.2016 ed i bilanci depositati in Camera di Commercio 2014 e 2015; il secondo, invece, sulla base delle informazioni di settore ottenute dalla banca dato AIDA.

Quanto al primo approccio, il perito ha innanzitutto analizzato il fatturato consuntivo di Femal Srl per il periodo 2014-2016; in particolare si ricorda che la società è stata costituita nel settembre 2014.

Si propone di seguito una tabella riepilogativa.

FATTURATO	EURO
Fatturato 2014	17.800,00
Fatturato 2015	50.720,00
Fatturato al 30.06.2016	96.082,72

Tralasciando l'anno di costituzione della società in quanto poco significativo per la presente analisi, è evidente una progressiva e significativa crescita del fatturato dal 2015 al 2016; infatti, al 30.06.2016 il fatturato si è addirittura duplicato.

In assenza di documenti che possano far supporre il contrario, la scrivente intende attribuire il maggior fatturato generato da Femal Srl ai frutti della stipulazione del contratto di affitto d'azienda con Fotorecuperi Srl in liquidazione, in particolare all'utilizzo dell'Autorizzazione Integrata Ambientale (AIA) rilasciata dalla provincia di Torino e relativa all'impianto di stoccaggio rifiuti ubicato in Corso Allamano, Grugliasco (TO).

In quest'ottica il perito ha individuato il maggior fatturato riconducibile al ramo d'azienda oggetto di valutazione in **Euro 237.530**; tale importo è stato calcolato come differenza fra il fatturato previsionale al 31.12.2016 ed il fatturato consuntivo al 31.12.2015

$$\begin{aligned} & \text{Fatturato al 30.06.2016} = 96.083 \\ (A) & \text{ Fatturato previsionale al 31.12.2016} = 96.083 \times 3 = 288.250 \\ (B) & \text{ Fatturato consuntivo al 31.12.2015} = 50.720 \\ (C=A-B) & \text{ Maggiore fatturato riconducibile al ramo d'azienda} = 237.530 \end{aligned}$$

Passando al secondo approccio, il perito ha individuato mediante la banca dati AIDA un paniere di società potenzialmente concorrenti alla società Femal Srl secondo i seguenti parametri di ricerca: (i) codice attività ATECO 38.1 "Raccolta di rifiuti"; (ii) area geografica Piemonte.

La ricerca ha prodotto 76 risultati, che la scrivente ha successivamente provveduto a differenziare in tre cluster in funzione del numero di dipendenti occupati nell'ultimo anno disponibile:

- Cluster 1: società "grandi" con numero di dipendenti maggiore di 100;

Ragione sociale	Provincia	Chiusura bilancio Ultimo anno disp.	Ricavi delle vendite migl EUR Ultimo anno disp.	Dipendenti Ultimo anno disp.	Codice fiscale	Numero CCIAA
DE VIZIA TRANSFER S.P.A.	Torino	31/12/2015	160.055	1.952	03757510015	TO0585343
SAN GERMANO S.R.L.	Torino	30/09/2015	73.926	926	00623920030	TO0789926
ACEA AMBIENTE S.R.L.	Torino	31/12/2015	23.210	129	10751240010	TO1158913
S.E.A.B. SOCIETA' ECOLOGICA AREA BIELLESE S.P.A.	Biella	31/12/2014	17.609	204	02132350022	BI0181199
GESTIONE AMBIENTE S.P.A.	Alessandria	31/12/2015	16.424	109	01492290067	AL0165091
SOCIETA' CANAVESANA SERVIZI S.P.A.	Torino	31/12/2015	15.412	120	06830230014	TO0815749
AMAG AMBIENTE S.P.A.	Alessandria	31/12/2015	14.349	181	02453870061	AL0257234
ASSA S.P.A.	Novara	31/12/2015	13.127	184	94020500032	NO0188981
ARCOBALENO - COOPERATIVA SOCIALE	Torino	31/12/2015	10.950	230	06378620014	TO0782896
MEDIO NOVARESE AMBIENTE SPA	Novara	31/12/2015	9.059	100	01958900035	NO0206878
COOPERATIVA SOCIALE RISORSE	Verbano-Cusio-Ossola	31/12/2014	8.147	104	01306240035	VB0163247
MARCA SOCIETA' COOPERATIVA SOCIALE SIGLABILE MARCA S.C.S.	Torino	31/12/2015	3.759	167	06608820012	TO0802632

- Cluster 2: società “medie” con numero di dipendenti compreso fra 99 e 26;

Ragione sociale	Provincia	Chiusura bilancio Ultimo anno disp.	Ricavi delle vendite migl EUR Ultimo anno disp.	Dipendenti Ultimo anno disp.	Codice fiscale	Numero CCIAA
ACSEL SPA	Torino	31/12/2015	14.649	88	08876820013	TO1007315
AMBIENTE S.P.A.	Torino	31/12/2015	14.547	30	06133760634	TO1051632
B.ENERGY S.P.A.	Torino	31/12/2015	12.556	52	04939710630	TO1112176
SEA - SOLUZIONI ECO AMBIENTALI S.R.L.	Torino	31/12/2015	8.059	64	10833770018	TO1165593
ECONET S.R.L.	Alessandria	31/12/2015	6.999	78	02103850067	AL0226968
TEAM 3R AMBIENTE S.R.L.	Torino	31/12/2015	5.993	96	09647650010	TO1068945
CASCINA PULITA SRL	Torino	31/12/2015	5.142	48	09211690012	TO1033521
EDILECO S.R.L.	Torino	31/12/2015	4.172	42	04999820014	TO0677809
A.M.V. IGIENE AMBIENTALE S.R.L.	Alessandria	31/12/2015	3.635	38	02131720068	AL0229201
ECOHABITAT S.R.L.	Cuneo	31/12/2015	3.113	29	01510000084	CN0281483
MONDO SERVIZI S.R.L.	Cuneo	31/12/2015	2.978	26	08416910019	CN0244302
I.CO.S. ECOLOGIA S.R.L. SIGLABILE ICOSECO S.R.L.	Torino	31/12/2015	2.959	27	07959760013	TO0933978
PROTEO SOCIETA' COOPERATIVA SOCIALE	Cuneo	31/12/2015	2.890	63	02579090040	CN0218287
FOTORECUPERI S.R.L. - IN LIQUIDAZIONE	Torino	31/12/2013	2.178	26	02976550018	TO0655324
NUOVE TECNOLOGIE APPLICATE S.R.L.	Torino	31/12/2014	1.172	35	10070530018	TO1103385

- Cluster 3: società “piccole” con numero di dipendenti inferiore a 25.

Ragione sociale	Provincia	Chiusura bilancio Ultimo anno disp.	Ricavi delle vendite migl EUR Ultimo anno disp.	Dipendenti Ultimo anno disp.	Codice fiscale	Numero CCIAA
CONSORZIO ECOLOGICO CUNESE SIGLABILE C.E.C.	Cuneo	31/12/2015	15.427	8	80012270049	CN0176243
BORGOTTI TERESA S.R.L.	Verbano-Cusio- Ossola	31/12/2015	13.395	20	00018880039	VB0105681
CONSORZIO INTERCOMUNALE DI SERVIZI PER L'AMBIENTE	Torino	31/12/2014	11.924	5	92007630012	TO0833805
ROSSO S.R.L.	Cuneo	31/12/2015	9.287	15	02452350040	CN0177274
ITALCOGE S.P.A.	Torino	31/12/2010	8.691	n.d.	06289970011	TO0774900
METALLURGICA BIELLESE SRL	Biella	31/12/2015	8.583	12	02136650021	BI0181286
CENTRO INTERCOMUNALE DI IGIENE URBANA - S.P.A. SIGLABILE CIDIU S.P.A.	Torino	31/12/2015	7.609	7	08683840014	TO0992768
S.E.P.I. AMBIENTE S.R.L.	Torino	31/12/2015	6.518	24	10989670012	TO1178579
L.C.M. S.R.L.	Torino	31/12/2015	6.354	16	08733010014	TO0996244
BI.VI S.R.L.	Torino	31/12/2015	5.652	16	01735010017	TO0503969
INNOVA ECOSERVIZI S.R.L.	Torino	31/12/2015	4.275	21	10171610016	TO1111165
LOGTER S.R.L.	Novara	31/12/2015	3.169	18	01926240035	NO0205038
ECOPIEMONTE S.R.L.	Torino	31/12/2015	3.056	15	09290690016	TO1039844
CSR SERVIZI SRL	Torino	31/12/2015	2.613	11	08699230010	TO0993786
CLERICO PRIMINO S.R.L.	Biella	31/12/2015	2.511	9	01996580021	BI0176484
AMBIENTE SERVIZI S.R.L.	Cuneo	31/12/2015	2.400	13	02225490040	CN0162188
SESO S.R.L.	Vercelli	31/12/2014	2.327	16	02003820020	VC0176972
5 VALLI SERVIZI S.R.L.	Alessandria	31/12/2015	2.113	14	02104100066	AL0226855
TREDECO S.R.L.	Torino	31/12/2015	1.453	14	09332790014	TO1043031
LUXEMBURG S.R.L.	Torino	31/12/2015	1.387	4	06115100015	TO0762974
SOCEAM S.R.L.	Torino	31/12/2013	1.134	8	09599440014	TO1065107
ITALEUR S.R.L.	Novara	31/12/2015	1.129	15	01804950036	NO0225250
LA BATTERIA SRL	Novara	31/12/2015	1.053	10	01203690035	NO0155843
C.R.M. S.R.L.	Cuneo	31/12/2015	1.038	5	02896090046	CN0245449
LUGS S.R.L.	Novara	31/12/2015	999	8	02188460030	NO0220879
BMD PNEUMATICI S.R.L.	Torino	31/12/2015	859	5	09643440010	TO1068997
TRICICLO - SOCIETA' COOPERATIVA SOCIALE SIGLABILE TRICICLO - S.C.S	Torino	31/12/2015	851	23	07211740019	TO0861862
GRANDAMBIENTE SRL	Cuneo	31/12/2015	823	4	03321200044	CN0280854
ECOIDEA AMBIENTE S.R.L.	Torino	31/12/2015	721	10	10534920011	TO1141334
METALBUY S.R.L.	Torino	31/12/2015	698	4	10491350012	TO1137577
VIANO SRL	Cuneo	31/12/2015	644	0	03434040048	CN0290437
ECOIMPIANTI C.R.V. S.R.L.	Asti	31/12/2015	509	3	01342370051	AT0107728
MARLETTA S.R.L.	Torino	31/12/2014	447	2	08355090013	TO0966834
C.S.V. - S.R.L.	Torino	31/12/2015	416	3	04775130018	TO0659335
APIRAEE	Torino	31/12/2014	356	3	09677251002	RM1180687
MONFERRATO S.R.L. SERVIZI ECOLOGICI	Alessandria	31/12/2014	333	4	01980590994	AL0251064
ECO-ITALIA S.R.L.	Torino	31/12/2012	324	5	02739480040	TO1111475
ECOVERDE S.R.L.	Torino	31/12/2014	265	5	09331830019	TO1042727
SERVICE MANAGEMENT S.R.L. SIGLABILE S.M. S.R.L.	Alessandria	31/12/2014	237	3	13359520155	AL0226683
ECO.EDIL S.R.L.	Torino	31/12/2012	108	4	09935890013	TO1092671
AZIENDA LANGHE MONFERRATO AMBIENTE S.R.L.	Asti	31/12/2015	88	2	01556520052	AT0124973
GLOBALMETAL SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA SEMPLIFICATA	Torino	31/12/2014	82	13	11089740010	TO1186802
RANFIL SRL	Novara	31/12/2011	37	n.d.	03272740105	NO0219963
ECOLOGY MEXAGE - SOCIETA' COOPERATIVA	Torino	31/12/2013	34	0	10671810017	TO1153295
GLOCAL BLU S.R.L.	Torino	31/12/2014	34	1	10979470019	TO1177628
ECOGROUP S.R.L.	Verbano-Cusio- Ossola	31/12/2015	0	0	02378940031	VB0201965
AZIENDA ECOLOGICA CANAVESANA S.P.A. IN LIQUIDAZIONE	Torino	31/12/2013	0	0	10574690011	TO1144836
G.A. AMBIENTE S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	Torino	31/12/2013	0	0	08759120010	TO0998982
AMIU S.P.A.	Alessandria	31/12/2012	0	0	02366130066	AL0249440

Femal Srl è società di piccole dimensioni e dunque rientra nel Cluster 3.

La scrivente ha quindi calcolato il fatturato medio delle società appartenenti a quest'ultimo Cluster in Euro 2.693.058.

Tuttavia, come si è anticipato in precedenza, l'attività di raccolta di rifiuti (pericolosi e non pericolosi) non costituisce attività primaria svolta da Femal Srl; la stessa infatti risulta implementata a far data dalla stipulazione del contratto di affitto con Fotorecuperi Srl in liquidazione.

Sulla base del bilancio di verifica al 30.06.2016 la scrivente ha individuato la percentuale potenzialmente riconducibile all'attività di stoccaggio e raccolta di rifiuti pari al 12,20%.

BILANCIO DI VERIFICA AL 30.06.2016		
Ricavi da formulari	31.976,72	
Ricavi consulenze	6.250,00	
RICAVI VENDITE FORMULARI	38.226,72	39,79%
Ricavi vendite maniche/filtri	300,00	
Ricavi da segnalazioni clienti	45.836,00	
RICAVI VENDITE	46.136,00	48,02%
Altri ricavi	11.200,00	
Ricavi per trasporti	520,00	
ALTRI RICAVI	11.720,00	12,20%
TOTALE RICAVI	96.082,72	

In quest'ottica il fatturato annuo prospettico, ottenuto come media del fatturato delle società concorrenti moltiplicato per la quota percentuale di competenza, è stato quantificato in Euro **328.550**.

La scrivente ha valutato opportuno non utilizzare il valore massimo assunto dal fatturato prospettico, ottenuto con il secondo ed ultimo metodo, bensì di attestarsi prudenzialmente sul valore medio pari a Euro **283.040**.

4) **Determinazione del capitale intangibile assumendo come periodo minimo di durata del flusso 5 anni.**

Intangibles		
a	Fatturato	283.040,00
b	Tasso percentuale royalties	5,85%
c = a * b	Flusso royalty	16.557,84
d	Flusso netto imposte	11.358,68
e	Tasso attualizzazione flusso i"	15,26%
f	Periodo di attualizzazione n	5
g	Coefficiente di attualizzazione	$((1+i^n)^n - 1) / (i^n (1+i^n)^n)$
h = g * d	Valore intangibles	37.843,17

4.3 DETERMINAZIONE DEL VALORE DEL RAMO D'AZIENDA

Sulla base delle considerazioni svolte nei precedenti paragrafi, il capitale economico del ramo d'azienda oggetto di stima è pari alla somma del valore attribuito all'intangibile e del valore attribuito ai beni strumentali ed è quindi pari a Euro 43.000,00.

Si ricorda che il valore del complesso aziendale individuato dalla società Fotorecuperi Srl in liquidazione e richiamato nel contratto di affitto in essere con Femal Srl ammonta a Euro 45.000,00; a tale proposito si considera congruo il valore del ramo d'azienda individuato nel contratto di affitto in quanto la scrivente ha adottato metodologie alquanto prudenziali non potendo disporre di informazioni precise ed adeguate per questo tipo di analisi.

Valutazione Ramo d'azienda	
Beni mobili	5.000,00
Intangibles	37.843,17
Totale	42.843,17
Totale arrotondato	43.000,00

5. VALUTAZIONE DEL CONGRUO CANONE DI AFFITTO

5.1 SCELTA DELLA METODOLOGIA PER LA VALUTAZIONE DEL CONGRUO CANONE DI AFFITTO

Le metodologie usualmente proposte dalla dottrina economico-aziendale per la determinazione del congruo canone d'affitto presuppongono che esso sia una funzione del valore economico dell'azienda affittata, in conformità alla seguente espressione:

$$\text{Congruo canone d'affitto (C)} = \text{Coefficiente (R)} \times \text{Valore economico azienda (W)}$$

Non vi è tuttavia unanimità di interpretazione sul significato da attribuire al coefficiente R. In proposito esistono in letteratura – F. Bavagnoli, *L'affitto d'azienda, profili di calcolo economico e di rappresentazione contabile*, Milano 2006 nonché il documento del CNDCEC del marzo 2016 “*La determinazione del canone congruo di locazione d'azienda nelle procedure concorsuali*” - tre diverse interpretazioni, che qui di seguito si sintetizzano:

- 1) La prima impostazione prevede che il coefficiente R sia pari al “*tasso di congrua remunerazione del capitale investito nell'impresa in affitto*” e pertanto che il canone d'affitto sia il “*flusso di reddito adeguato ritraibile dall'investimento nell'azienda senza intaccare l'economicità della gestione*”². In questo caso, quindi, il tasso in parola sarebbe determinato come somma del tasso di rendimento dell'investimento *risk free* e del *premium risk*, ad esempio con il metodo *CAPM* con il quale il tasso si determina mediante l'applicazione della formula di cui ai paragrafi precedenti.
- 2) Una seconda impostazione, che nello specifico è stata applicata dalla scrivente per l'azienda in oggetto, consiste nel considerare il canone di affitto d'azienda equiparabile all'interesse a servizio del finanziamento che, in alternativa, l'affittuario potrebbe accendere per acquistare un'azienda avente caratteristiche analoghe a quelle dell'azienda affittanda, vincolando poi l'azienda acquisita stessa al rimborso del finanziamento e realizzando così un'operazione dall'identico pay-off dell'affitto. In altri termini, la determinazione del congruo canone d'affitto risulterebbe dal prodotto fra il valore economico dell'azienda ed il coefficiente IBR (ovvero il tasso di interesse di mercato a cui l'affittuario potrebbe ricevere un finanziamento da parti indipendenti, garantito dalla stessa azienda affittata, avente durata pari al contratto d'affitto e da rimborsare in un'unica soluzione)³.
- 3) Inoltre, un ulteriore approccio prende spunto dal concetto di redditività normale del settore, che viene poi modificato, a seconda delle ipotesi e delle caratteristiche del caso in esame, fino a scendere a valori tendenti a zero o al limite anche negativi, nel caso in cui il valore economico dell'azienda in affitto sia destinato a diminuire,

² M. Lacchini, *Le valutazioni del capitale nelle procedura concorsuali*, in *Rivista It. Di Ragioneria e Economia Aziendale*, 1998

qualora il complesso non sia mantenuto adeguatamente in uso⁴.

Infine, si rileva la diffusione di un approccio a-tecnico, in base al quale il canone d'affitto risulta dall'applicazione di una percentuale al valore dei cespiti costituenti il complesso aziendale, senza però che siano forniti giustificazioni e prove circa la scelta dell'importo della percentuale.

Il metodo che la scrivente ha adottato per la determinazione del congruo canone d'affitto è quello riferito al precedente approccio n. 2 che prevede l'applicazione al valore economico dell'azienda di un tasso di interesse di mercato, pari a quello concesso da parti indipendenti, nel caso in cui lo stesso affittuario decidesse di accendere un finanziamento per acquistare un'azienda avente caratteristiche analoghe a quelle dell'azienda affittanda.

5.2 VALUTAZIONE DEL CONGRUO CANONE D'AFFITTO

Alla luce di quanto sopra esposto e del metodo utilizzato, la scrivente considera congruo il canone di affitto annuale individuato nel contratto stipulato con la società Femal Srl e pari a complessivi **Euro 13.200,00**.

6. CONCLUSIONI

La scrivente conclude con riferimento ai quesiti posti nel modo seguente:

1. Alla luce dell'analisi svolta e sulla base dei dati e delle informazioni ricevute da Fotorecuperi Srl in liquidazione in fallimento, nonché sulla base degli approfondimenti eseguiti autonomamente dalla scrivente sul mercato di riferimento, il valore del ramo d'azienda oggetto di stima valutato congruo ammonta a **Euro 45.000,00** (par. 4);
2. La sottoscritta ha proceduto inoltre alla valutazione del congruo canone d'affitto annuo. Sulla base della mera applicazione del metodo individuato nel corso della trattazione, basata sull'assimilazione dell'operazione di affitto d'azienda ad un finanziamento garantito, la scrivente considera congruo il canone annuo di **Euro 13.200,00** (par. 5) attualmente pagato da Femal Srl al fallimento;

In fede
Monza, 10 ottobre 2016
Prof.ssa Patrizia Riva

⁴ A. Danovi, *Fallimento, Valutazione e affitto d'azienda*, in Rivista dei Dottori Commercialisti n. 4/2000