

# *Prof. Dott. Alessandro Gaetano*

*Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA “TOR VERGATA”  
Dottore Commercialista – Revisore Legale*

- mentre, Euro 92.478 (pari al 21,49%) sono relativi alla operatività di ARES TECH.

Ciò premesso, come anticipato, il modello di calcolo dei risultati adottato dall'Amministratore di ARES TECH srl a fini di controllo interno prevede la ripartizione dei costi comuni sul ramo *ex TECHUB* e, per differenza, sulla operatività di ARES TECH, in base alle percentuali di incidenza dei ricavi da tali rami prodotti sul totale dei ricavi della società.

TIPOLOGIA	RICAVI	INCIDENZA % RICAVI
<b>ARES TECH srl: Totale RICAVI del periodo 11.04.2017 - 30.09.2017</b>	<b>430.375</b>	<b>100,00%</b>
<b>A) Ricavi relativi ai contratti del ramo <i>ex TECHUB</i></b>	<b>337.897</b>	<b>78,51%</b>
<i>di cui</i>		
<i>Area Credito</i>	83.859	19,49%
<i>Area Sicurezza</i>	169.917	39,48%
<i>Area Accessoria</i>	84.121	19,55%
<b>B) Ricavi relativi a contratti ARES (incluso prestazioni a favore del fallimento TECHUB)</b>	<b>92.478</b>	<b>21,49%</b>

In base a tale assunto, le percentuali di ripartizione dei costi comuni risultano pari, rispettivamente, al 21,49% per ARES TECH e del 78,51% per il ramo *ex TECHUB*. Inoltre, la quota parte relativa al ramo *ex TECHUB*, complessivamente pari al 78,51%, può essere ulteriormente imputata alle aree di operatività del ramo *ex TECHUB* sulla base delle percentuali che seguono:

- Area *Credito*: 19,49%;
- Area *Sicurezza*: 39,48%;
- Area *Residuale/Accessoria*: 19,55%.

14

# *Prof. Dott. Alessandro Gaetano*

*Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA "TOR VERGATA"  
Dottore Commercialista – Revisore Legale*

Applicando le percentuali sopra riportate al totale dei costi comuni, pari nel loro complesso ad Euro 178.927, la quota parte dei costi comuni imputabili al ramo *ex TECHUB* risulta pari ad Euro 140.479, mentre la parte di tali costi da imputare all'attività di ARES TECH risulta pari ad Euro 38.447<sup>8</sup>.

TIPOLOGIA	INCIDENZA	IMPORTO
<b>Totale COSTI COMUNI</b>		<b>178.927</b>
<b>COSTI COMUNI IMPUTATI al ramo <i>ex TECHUB</i></b>		
<i>di cui</i>	<b>78,51%</b>	<b>140.479</b>
<i>Area Credito</i>	19,49%	34.864
<i>Area Sicurezza</i>	39,48%	70.642
<i>Area Accessoria</i>	19,55%	34.973
<b>COSTI COMUNI IMPUTATI ad ARES TECH</b>		
	<b>21,49%</b>	<b>38.447</b>

La tabella sopra riportata evidenzia, inoltre, come i costi comuni imputati al ramo *ex TECHUB* possano essere ripartiti per area di operatività come segue:

- Area *Credito*: 34.864 Euro;
- Area *Sicurezza*: 70.642 Euro;
- Area *Residuale/Accessoria*: 34.973 Euro.

Pertanto, adottando il modello proposto dall'amministratore della società affittuaria, la redditività del ramo *ex TECHUB* risulta nel suo complesso positiva e pari ad Euro 18.612, mentre la gestione diretta del ramo afferente ad ARES TECH fa emergere una perdita di periodo pari ad Euro 84.908.

14

<sup>8</sup> Talc importo risulta differente dalla somma algebrica dei valori descritti nella tabella seguente per 1 Euro, a seguito dei differenti arrotondamenti operati.

*Prof. Dott. Alessandro Gaetano*

*Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA "TOR VERGATA"  
Dottore Commercialista – Revisore Legale*

Ovviamente, il risultato economico complessivo prodotto a livello di gestione caratteristica dalla società ARES TECH risulta pari alla somma algebrica di tali valori e, pertanto, come evidenziato dalla tabella che segue, vede emergere nel periodo un risultato operativo negativo pari ad Euro 66.296.

CONTO ECONOMICO PERIODO 11.04-30.09	TOTALE	ARES COSTI GENERALI	ARES OTHER + TECHUB	TOT RAMO ex TECHUB	CREDITO	L+ SICUREZZA	ALTRO
<b>TOTALE RICAVI</b>	<b>430.375</b>	0	92.478	337.897	83.859	169.917	84.121
<b>COSTI FORNITORI</b>	<b>-101.661</b>	-20.277	-14.750	-66.634	-17.846	-35.730	-13.058
<b>MARGINE OPERATIVO</b>	<b>328.714</b>	-20.277	77.728	271.263	66.013	134.188	71.062
<b>COSTI PERSONALE</b>	<b>-351.667</b>	-139.370	-104.201	-108.095	-35.264	-30.667	-42.165
<b>COSTI GENERALI</b>	<b>-43.343</b>	-19.280	-19.987	-4.077	0	-550	-3.527
<b>RISULTATO ECONOMICO</b>	<b>-66.296</b>	<b>-178.927</b>	<b>-46.460</b>	<b>159.091</b>	30.749	102.971	25.371
percentuale ribaltamento costi generali per fatturato linea di business				21,49%	78,51%		
<b>COSTI GLOBALI DA RIBALTARE</b>	<b>-178.927</b>	-38.447	-140.479				
Resultato di periodo		-84.908	18.612				

In particolare, la tabella sopra riportata offre una sintesi di quanto finora detto ed evidenzia come nel periodo considerato (11.04-30.09.2017) la gestione direttamente attribuibile ad ARES TECH abbia generato una perdita operativa di circa 85 mila Euro (84.908 Euro), mentre il risultato economico prodotto dal ramo *ex TECHUB*, calcolato in base al modello di ribaltamento dei costi comuni presentato da ARES TECH, è positivo e pari ad Euro 18.612.

Occorre in proposito far presente che le aree che compongono il ramo presentano risultati differenziati.

Infatti:

- a) l'Area *Credito* produce un risultato operativo negativo di Euro 4.115;
  - b) l'Area *Sicurezza* produce un risultato operativo positivo di Euro 32.329 Euro;
  - c) l'Area *Residuale/Accessoria* produce un risultato operativo negativo di Euro 9.602.

# *Prof. Dott. Alessandro Gaetano*

*Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITA' DI ROMA "TOR VERGATA"*

*Dottore Commercialista – Revisore Legale*

Pertanto, in base alle prospettazioni ed ipotesi di ARES TECH, l'unica area del ramo ex TECHUB in grado di produrre risultati economici positivi sembra essere l'Area Sicurezza, che consentirebbe di coprire i risultati negativi prodotti dalle *Aree Credito e Residuale/Accessoria.*

Come si avrà modo di verificare nel paragrafo che segue, modificando le modalità di imputazione dei costi comuni, il quadro che emerge appare notevolmente differente.

*M*

# **Prof. Dott. Alessandro Gaetano**

*Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA “TOR VERGATA”*

*Dottore Commercialista – Revisore Legale*

## *4.6 Rettifiche apportate al modello di calcolo dei risultati economici proposto da ARES TECH e parere di congruità relativo al canone di detenzione/affitto ridotto.*

Partendo dalla premessa che i dati economici di dettaglio contenuti nel modello di contabilità analitica ARES TECH descritto nei paragrafi precedenti appaiono gli unici attualmente disponibili e considerato anche che da quanto riferito al sottoscritto nel corso degli incontri avuti con il curatore e i suoi collaboratori e dipendenti della società, gli stessi forniscono una rappresentazione sufficientemente coerente della realtà aziendale oggetto di analisi (e, conseguentemente, del ramo *ex TECHUB* che la stessa incorpora) lo scrivente ha però ritenuto, come già anticipato, che le percentuali di ribaltamento dei costi comuni adottate nel modello gestionale di ARES TECH – descritte nelle pagine precedenti (*sub 4.5*) del presente elaborato - non consentono di rappresentare in modo adeguato la capacità di generare risultati economici del ramo *ex TECHUB* nel periodo che va dal 11/04/2017 al 30/09/2017.

Infatti, alla luce di quanto già emerso dall’analisi del modello di classificazione dei ricavi precedentemente illustrato, la operatività diretta della ARES TECH accoglie alcuni contratti verso AUBAY, ITALTEL e WESTERN UNION che costituiscono, in alcuni casi, la evoluzione e lo sviluppo di precedenti contratti ARES TECH; inoltre, dalla analisi delle commesse dirette ARES TECH emerge come nel caso di HAMMER LTD e della controllante PAIRSTECH si sia assistito alla fornitura di servizi relativi allo sviluppo di sistemi di Customer Relationship Management (CRM) che non fanno parte dei prodotti/servizi tradizionalmente resi da TECHUB e che non rientra tra le attività commercializzate all'esterno.

Inoltre, nel corso dei vari incontri avuti con l’Amministratore di ARES TECH, Dott. Irrera, è emerso che la società punta a sviluppare una piattaforma di CRM da lanciare sul mercato.

Pertanto, è ragionevole ritenere che parte dei costi comuni non imputati a singole commesse possano essere stati destinati allo sviluppo di tale piattaforma.

Per tale motivo lo scrivente ritiene che, pur senza disporre di elementi informativi di dettaglio che consentono di poter definire analiticamente l’entità dei costi da ripartire secondo criteri differenti tra i due settori (ramo *ex TECHUB* e gestione diretta ARES TECH, appare evidente che la percentuale del 21,49% utilizzata dall’Amministratore della società per il calcolo dell’importo dei costi comuni da imputare ad ARES TECH,

# *Prof. Dott. Alessandro Gaetano*

*Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA “TOR VERGATA”*

*Dottore Commercialista – Revisore Legale*

calcolata in base all’incidenza dei ricavi prodotti dall’operatività diretta di ARES TECH sul totale dei ricavi della società non appare adeguata a riflettere la misura dei costi che un ramo di azienda in fase di *start up* deve sostenere per sviluppare nuovi prodotti o servizi che, soprattutto, sono destinati a generare ricavi in prospettiva. Pertanto, partendo da tali premesse, si è provveduto prudenzialmente ad operare delle rettifiche sulla metodologia di ribaltamento dei costi generali seguita nel modello proposto dall’Amministratore di ARES TECH.

La rettifica operata ipotizza un peso doppio attribuito ai ricavi diretti di ARES TECH ai fini del calcolo delle percentuali di incidenza da utilizzare per il ribaltamento dei costi comuni. Tali percentuali passano, infatti, rispettivamente dal 21,49% al 35,37% per quanto attiene al risultato prodotto dalla gestione diretta di ARES TECH, mentre la percentuale da adottare per il ribaltamento dei costi comuni sul ramo *ex TECHUB* si riduce passando dall’originario 78,51% al 64,63%.

TIPOLOGIA	INCIDENZA	INCIDENZA RETTIFICATA
<b>Totale COSTI COMUNI</b>		
<b>COSTI COMUNI IMPUTATI al ramo <i>ex TECHUB</i></b>		
<i>di cui</i>	<b>78,51%</b>	<b>64,63%</b>
<i>Area Credito</i>	19,49%	16,04%
<i>Area Sicurezza</i>	39,48%	32,50%
<i>Area Accessoria</i>	19,55%	16,09%
<b>COSTI COMUNI IMPUTATI ad ARES TECH</b>	<b>21,49%</b>	<b>35,37%</b>

Come si evince dalla tabella sopra riportata, la quota parte dei costi comuni da includere nel ramo *ex TECHUB*, complessivamente pari al 64,63% può essere ulteriormente ripartita sulle aree di operatività del ramo sulla base delle percentuali di seguito indicate:

a) *Area Credito*: 16,04%;

b) *Area Sicurezza*: 32,50%;

14

# *Prof. Dott. Alessandro Gaetano*

*Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA “TOR VERGATA”  
Dottore Commercialista – Revisore Legale*

c) *Area Residuale/Accessoria: 16,09%.*

Gli effetti di tale modifica nell’approccio adottato per il ribaltamento dei costi comuni, vengono evidenziati nella tabella che segue<sup>9</sup>.

TIPOLOGIA	MODELLO BASE	MODELLO RETTIFICATO
<b>Totale COSTI COMUNI</b>	<b>178.927</b>	<b>178.927</b>
<b>COSTI COMUNI IMPUTATI al ramo ex TECHUB</b>		
<i>di cui</i>	<b>140.479</b>	<b>115.640</b>
<i>Area Credito</i>	34.864	28.700
<i>Area Sicurezza</i>	70.642	58.151
<i>Area Accessoria</i>	34.973	28.789
<b>COSTI COMUNI IMPUTATI ad ARES TECH</b>	<b>38.447</b>	<b>63.286</b>

Pertanto, ripartendo i costi comuni in base al modello modificato dallo scrivente, che comporta una maggiore imputazione di costi comuni ad ARES TECH per Euro 24.839, con corrispondente riduzione dei costi comuni imputati al ramo ex TECHUB, si assiste ad una non marginale variazione dei risultati economici prodotti dai rami. Infatti, a conferma di quanto detto, si può notare come nella tabella di seguito riportata, i risultati economici prodotti dal ramo ex TECHUB appaiono notevolmente migliorati a danno del risultato prodotto dalla gestione di ARES TECH.

Infatti, a fronte di un risultato economico complessivo invariato (che evidenzia una perdita di periodo riferita alla società ARES TECH srl complessivamente considerata pari ad Euro 66.296) il risultato economico del ramo ex TECHUB, determinato in base al modello rettificato (che presuppone una differente percentuale di imputazione dei costi comuni) fa emergere un risultato economico positivo di Euro 43.451.

AG

<sup>9</sup> Anche in questo caso, la somma algebrica dei valori descritti nella tabella seguente presenta una variazione pari ad 1 Euro, a seguito dei differenti arrotondamenti operati nel calcolo delle percentuali.

# Prof. Dott. Alessandro Gaetano

Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA “TOR VERGATA”  
Dottore Commercialista – Revisore Legale

Quindi, considerato che il modello originario restituiva per il ramo *ex TECHUB* un risultato economico positivo pari ad Euro 18.612, la rettifica operata dal sottoscritto comporta un miglioramento complessivo di tale risultato, riferito al periodo 11.04-30.09.2017, pari ad Euro 24.839.

CONTO ECONOMICO PERIODO 11.04-30.09	TOTALE ARES TECH	ARES COSTI GENERALI	ARES OTHER + TECHUB	TOT RAMO <i>ex TECHUB</i>	CREDITO	L+ SICUREZZA	ALTRO
<b>TOTALE RICAVI</b>	<b>430.375</b>	<b>0</b>	<b>92.478</b>	<b>337.897</b>	<b>83.859</b>	<b>169.917</b>	<b>84.121</b>
<b>COSTI FORNITORI</b>	<b>-101.661</b>	<b>-20.277</b>	<b>-14.750</b>	<b>-66.634</b>	<b>-17.646</b>	<b>-35.730</b>	<b>-13.058</b>
<b>MARGINE OPERATIVO</b>	<b>328.714</b>	<b>-20.277</b>	<b>77.728</b>	<b>271.263</b>	<b>66.013</b>	<b>134.198</b>	<b>71.062</b>
<b>COSTI PERSONALE</b>	<b>-351.667</b>	<b>-139.370</b>	<b>-104.201</b>	<b>-108.095</b>	<b>-35.264</b>	<b>-30.667</b>	<b>42.165</b>
<b>COSTI GENERALI</b>	<b>-43.343</b>	<b>-19.280</b>	<b>-19.987</b>	<b>-4.077</b>	<b>0</b>	<b>-550</b>	<b>-3.527</b>
<b>RISULTATO ECONOMICO</b>	<b>-66.296</b>	<b>-178.927</b>	<b>-46.460</b>	<b>159.091</b>	<b>30.749</b>	<b>102.971</b>	<b>25.371</b>
percentuale ribaltamento costi generali per fatturato linea di business				<b>35,37%</b>	<b>64,63%</b>		
COSTI GLOBALI DA RIBALTARE				<b>-63.286</b>	<b>-115.640</b>		
Risultato di periodo				<b>-109.747</b>	<b>43.451</b>		
<b>DETTAGLIO RAMO</b>							
				<b>16,04%</b>	<b>32,50%</b>	<b>16,09%</b>	
				<b>-28.700</b>	<b>-58.151</b>	<b>-28.769</b>	
				<b>2.049</b>	<b>44.820</b>	<b>-3.419</b>	

Conseguentemente, le rettifiche al modello proposte dallo scrivente fanno sì che il risultato della operatività riconducibile al ramo di competenza di ARES TECH, peggiora passando da una perdita di Euro 84.908 (calcolata in base al modello originario ARES TECH) ad una perdita di Euro 109.747 che emerge dal modello, così come rettificato dallo scrivente.

Inoltre, il modello rettificato genera un miglioramento dei risultati prodotti dalle singole aeree del ramo *ex TECHUB*. Infatti, il contributo delle aree sopra individuate alla redditività operativa del ramo ceduto in affitto, appare notevolmente differenziato ed in particolare emerge che:

- a) *l'area Credito*, che prima risultava in perdita per Euro 4.115, produce un risultato positivo di Euro 2.049;
- b) *l'area Sicurezza* ha incrementato il suo risultato operativo positivo che passa da Euro 32.329 ad Euro 44.820;

# **Prof. Dott. Alessandro Gaetano**

*Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA “TOR VERGATA”*

*Dottore Commercialista – Revisore Legale*

- c) l'area Residuale/Accessoria (che raccoglie gli altri contratti diversi da quelli dell'area credito e sicurezza) riduce di circa 2/3 la sua perdita che passa da Euro 9.602 ad Euro 3.419.

In merito a tali ultimi risultati lo scrivente tiene a far presente che, come anticipato, nel dettaglio fornito dalla stessa ARES TECH, i ricavi imputabili alla operatività del ramo ARES TECH includono importi provenienti da rapporti commerciali relativi a nuovi prodotti/servizi offerti a clienti ex TECHUB (AUBAY, ITALTEL e WESTERN UNION).

Comunque, considerato che la redditività del ramo ARES TECH al 30/09/2017 appare ampiamente negativa, lo scrivente ritiene che la loro esclusione dal perimetro del ramo ex TECHUB non venga a penalizzare i risultati allo stesso attribuibili.

\*\*\*

## ***PARERE DI CONGRUITÀ RELATIVO AL CANONE DI DETENZIONE/AFFITTO RIDOTTO.***

L'analisi dei dati reddituali sviluppata nei paragrafi precedenti ha portato lo scrivente a concludere che:

- **ritenuto che il ramo ex TECHUB sia in grado di produrre un risultato economico positivo di poco superiore ad Euro 40.000 (Euro 43.451) che, rapportato all'anno, porterebbe ad una redditività ipotetica annua linda stimata di poco superiore ad Euro 90.000 (Euro 92.207);**
- **considerato il costo delle imposte (reso convenzionalmente pari al 28,82% del reddito lordo) pari ad Euro 30.000 circa (Euro 26.574), il reddito annuo netto stimato del ramo risulta pari ad Euro 65.633;**
- **visto che tale importo non considera nemmeno gli oneri finanziari correlati alla gestione del ramo che comunque produce un fabbisogno finanziario non irrilevante.**

Si ritiene che, nel caso di specie, il canone annuo pari ad Euro 216.000 offerto da ARES TECH per proseguire nella detenzione del ramo ex TECHUB, che rappresenta un importo superiore al triplo del reddito annuo stimato, possa ritenersi congruo.

AG

# *Prof. Dott. Alessandro Gaetano*

*Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA "TOR VERGATA"  
Dottore Commercialista – Revisore Legale*

## *5. Fatti intervenuti successivamente al 30/09/2017 e valori reddituali riferiti al 31/12/2017*

Si tiene a far presente che, successivamente alla formulazione del parere in merito alla convenienza e congruità del minor corrispettivo offerto da ARES TECH per proseguire nella detenzione del ramo di azienda *ex TECHUB*, ai fini di giungere a determinare i valori relativi alla capacità di produzione di nuova ricchezza nella prospettiva della valutazione del ramo in oggetto, lo scrivente ha richiesto e ricevuto dal Dott. Enrico Maria Capozzi i dati reddituali relativi al ramo *ex TECHUB* aggiornati alla data del 31/12/2017.

Tali dati rivestono, come noto, una funzione centrale nel processo di attribuzione di valore al ramo *ex TECHUB*, in quanto gli elementi soprarchiamati rappresentano la base informativa da utilizzare per la applicazione dei modelli valutativi che vengono qui di seguito descritti.

A tal proposito, il sottoscritto ha ricevuto, nel medesimo formato e struttura dei dati reddituali riferiti al 30/09/2017 ed analiticamente illustrati nei precedenti paragrafi - i prospetti contenenti i risultati prodotti da ARES TECH ed a quest'ultima direttamente riconducibili - e quelli attribuibili al ramo *ex TECHUB* aggiornati alla data del 31/12/2017.

Tali valori sono stati oggetto di discussione e condivisione con il curatore che aveva già provveduto, anche per il tramite di suoi collaboratori, a verificarne l'attendibilità e la rispondenza alla contabilità ed alla documentazione aziendale sono stati anche oggetto di confronto diretto con l'Amministratore di ARES TECH, Dott. Lillo Irrera, e con i suoi collaboratori (già dipendenti di TECHUB) che sovraintendono alla produzione dei dati amministrativo-contabili.

Alla luce di quanto sopra indicato si fa presente che in accordo con il curatore, visto come la stima dei valori originariamente fornita dal Dott. Irrera non forniva alcun elemento in relazione al valore delle rimanenze di produzione effettuata e non ancora fatturata ai clienti - sia per quanto attiene ai progetti direttamente riconducibili ad ARES TECH, sia per quelli facenti parte del ramo *ex TECHUB* - il valore delle rimanenze non ancora fatturate a clienti alla data del 31/12/2017 è stato concordato con il rappresentante legale di ARES TECH. Tale valore è stato successivamente aggiunto, all'interno del modello di calcolo della redditività, all'importo del fatturato inizialmente fornito al curatore dallo stesso Dott. Irrera.

~{

# Prof. Dott. Alessandro Gaetano

Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA “TOR VERGATA”  
Dottore Commercialista – Revisore Legale

In particolare, sono state apportate le seguenti rettifiche:

- rettifica di talune formule per le quali il cliente SPEFIN non era considerato nell'area credito;
- *splitting* delle *revenues* per commessa nei casi in cui era stato inserito un solo totale “per cliente”;
- inserimento di un valore di 40.000 (non ancora contabilizzato) come “lavori in corso” relativi al prodotto / servizio CRM;
- spostamento dei costi legali e dei costi dell'affitto locali da GENERALI ad OTHER.

Pertanto, seguendo il medesimo approccio adottato per la determinazione dei risultati economici di ARES TECH al 30/09/2017, il prospetto di sintesi dei dati reddituali è stato rettificato includendo all'interno dei ricavi delle vendite il valore delle rimanenze complessivamente stimato in Euro 40.000.

Apportando le rettifiche sopra richiamate si giunge a determinare i valori reddituali, riferiti al periodo che va dal 11/04/2017 al 31/12/2017, sintetizzati nella tabella che segue.

CONTO ECONOMICO PERIODO 11.04-31.12 2017	TOTALE	ARES COSTI GENERALI	ARES OTHER + TECHUB	TOT RAMO ex TECHUB	CREDITO	LI+ SICUREZZA	ALTRO
<b>TOTALE RICAVI</b>	<b>821.593</b>	<b>0</b>	<b>59.625</b>	<b>761.968</b>	<b>200.815</b>	<b>377.456</b>	<b>183.697</b>
COSTI FORNITORI	-141.335	-2.823	0	-138.511	-33.672	-93.979	-10.861
<b>MARGINE OPERATIVO</b>	<b>680.258</b>	<b>-2.823</b>	<b>59.625</b>	<b>623.456</b>	<b>167.143</b>	<b>283.477</b>	<b>172.837</b>
COSTI PERSONALE	-565.108	-119.027	-78.347	-367.734	-129.122	-128.576	-110.036
COSTI GENERALI	-146.197	-26.378	-79.264	-40.554	-6.596	-9.976	-23.982
<b>NETTO RICAVO</b>	<b>-31.047</b>	<b>-148.229</b>	<b>-97.986</b>	<b>215.168</b>	<b>31.424</b>	<b>144.926</b>	<b>38.818</b>
percentuale ribaltamento costi generali per fatturato linea di business				7,26%	92,74%	DETTAGLIO RAMO	
COSTI GENERALI DA RIBALTARE				-148.229	-10.757	-137.471	24,44% 45,94% 22,36%
Risultato di periodo				-108.744	77.697	-4.806 76.827 5.676	-36.230 -68.099 -33.142
				-31.047			77.697

Va in proposito fatto presente che i valori contenuti nella precedente tabella costituiranno la base informativa di partenza per l'applicazione delle metodologie di valutazione delle aziende che saranno oggetto di descrizione dei prossimi paragrafi del presente elaborato.

N.G.

# *Prof. Dott. Alessandro Gaetano*

*Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA “TOR VERGATA”*

*Dottore Commercialista – Revisore Legale*

Dalla tabella sopriportata emerge come il risultato economico complessivamente prodotto da ARES TECH nel periodo di osservazione (11/04/2017-31/12/2017) risulta negativo di Euro 31.047.

Comunque, considerando anche il valore delle prestazioni rese a favore dei clienti e non ancora fatturati (sostenuti con riferimento al ramo *ex TECHUB*) emerge come il contributo alla redditività della ARES TECH riferibile al ramo *ex TECHUB* è positivo per Euro 77.697, mentre la gestione dei progetti imputabili direttamente ad ARES TECH, che sono in forza la ramo (con il progetto CRM), risulta ampiamente negativo e pari ad una perdita di Euro 108.744.

Si fa presente come nel prospetto in oggetto la rettifica del valore dei componenti positivi per il valore delle prestazioni non fatturate ha comportato anche la rideterminazione delle percentuali di ripartizione dei costi comuni e delle spese generali tra le attività facenti parte del ramo *ex TECHUB* (pari al 92,74%) e quelle riferite alle attività di ARES TECH (pari al 7,26%).

In relazione alla ripartizione tra i settori Credito/Sicurezza e quello residuale, si fa presente che la tabella sembra evidenziare che il settore più redditizio sembra essere il settore Sicurezza che da solo produce un risultato economico pari ad Euro 76.827, mentre il settore Credito sembra fornire al risultato complessivo del ramo una contribuzione negativa di Euro 4.806; invece, il settore residuale sembra produrre un risultato positivo di Euro 5.676.

Comunque si tiene a far presente che, visto come tali risultati sono fortemente condizionati dai criteri di ripartizione dei costi delle risorse tra i tre settori in cui si può idealmente suddividere il ramo *ex TECHUB* e considerato come i criteri adottati a riguardo non sembrano particolarmente rigorosi, in relazione alla imputazione ai risultati economici dei contratti delle risorse che hanno partecipato contemporaneamente a progetti appartenenti a differenti aggregati, nel prosieguo del presente lavoro l’analisi dei risultati prodotti dal ramo *ex TECHUB* che, in base alle indicazioni ricevute dal curatore del fallimento *TECHUB*, verrà venduto nella sua totalità senza separare le aree in cui lo stesso può essere idealmente suddiviso, verrà valutato considerando lo stesso come un unico complesso aziendale unitario.



# *Prof. Dott. Alessandro Gaetano*

*Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA “TOR VERGATA”  
Dottore Commercialista – Revisore Legale*

## ***6. Breve descrizione dei modelli di valutazione delle aziende***

Come anticipato nella prima parte del presente elaborato, l’incarico affidato dal curatore, Dott. Enrico Maria Capozzi, allo scrivente è costituito da due distinti oggetti di valutazione:

- parere di congruità sul canone di affitto/detenzione;
- valutazione del ramo di azienda *ex TECHUB*.

Al fine di poter adeguatamente adempiere anche alla seconda parte del mandato ricevuto è necessario evidenziare alcuni elementi alla base dell’analisi effettuata dallo scrivente che attengono ai seguenti aspetti:

- descrizione ed analisi critica delle possibili metodologie per la valutazione delle aziende al fine di individuare quella più adatta alla fattispecie in oggetto;
- rettifica dei valori utilizzati nell’implementazione della metodologia di valutazione descritta nei precedenti paragrafi del presente elaborato, al fine di tener conto della differente data di riferimento dell’analisi (ciò in quanto il parere di congruità relativo al canone di affitto è stato determinato con riferimento alla data del 30/09/2017; mentre la valutazione del ramo di azienda *ex TECHUB* è determinata facendo riferimento al 31/12/2017);
- rettifica delle percentuali di ribaltamento dei costi comuni sul ramo *ex TECHUB* al fine di riflettere in modo più adeguato la differente finalità dell’analisi effettuata dallo scrivente (parere di congruità del canone di affitto vs valutazione del ramo di azienda).

Conseguentemente, nel presente paragrafo, si procederà ad una breve descrizione delle metodologie elaborate dalla dottrina per la stima del valore economico del capitale di un’azienda in funzionamento, mentre in quello successivo verrà fornita la descrizione ed implementazione della metodologia ritenuta la migliore per la stima del valore del ramo d’azienda *ex TECHUB*, alla data di riferimento del 31.12.2017.

A tal fine, si ricorda che la stima del capitale economico di un’impresa in funzionamento, che porta a determinare il valore teorico dell’azienda, può essere utilmente effettuata facendo ricorso a differenti metodi di

13

# *Prof. Dott. Alessandro Gaetano*

*Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA “TOR VERGATA”  
Dottore Commercialista – Revisore Legale*

valutazione, ognuno dei quali presenta pregi e difetti che lo rendono più o meno consono degli altri a seconda della tipologia di aziende da valutare e delle finalità per cui si procede alla suddetta stima.

Determinato il valore teorico dell’azienda può accadere che sul mercato si possano venire a produrre valori di scambio della stessa che possono differire, a volte anche in modo rilevante, dal valore teorico. Infatti, elementi quali, ad esempio, la volontà di acquisire una azienda, la necessità di avviare/o portare a termine processi di acquisizione, concentrazione e/o fusione, la opportunità di acquisire quote di mercato e, a volte, la volontà di eliminare un concorrente possono portare l’acquirente a pagare prezzi assai superiori.

Nel dettaglio, la dottrina e la prassi professionale hanno individuato le seguenti possibili metodologie per la stima del capitale economico di un’impresa in funzionamento:

- a) *metodi reddituali;*
- b) *metodi finanziari;*
- c) *metodi patrimoniali semplici;*
- d) *metodi patrimoniali complessi;*
- e) *metodi patrimoniali - reddituali, o anche metodi misti.*

I *metodi reddituali* – nelle varie modalità di applicazione di attualizzazione temporanea o perpetua del reddito – sono quelli che fondano la determinazione del valore della data azienda fondamentalmente sulle prospettive di reddito della stessa. Si tratta, dunque, di metodi che godono di un forte fondamento teorico, considerando che – essendo l’azienda un “bene” da reddito – la determinazione del suo valore di complesso non può che essere basata, in linea di principio, sull’attualizzazione temporanea o perpetua del suo reddito medio prospettico.

Ai metodi reddituali vengono accomunati come fondamento teorico – soprattutto dalla teoria e dalla pratica anglo-americana – i *metodi finanziari* i quali basano, fondamentalmente, la determinazione del valore della data azienda sui flussi di cassa prospettici della stessa azienda, invece che sulle prospettive di reddito, come avviene infatti per i metodi reddituali.

Risulta evidente che la logica sottostante i due metodi di valutazione è la medesima: si procede alla determinazione del valore attraverso l’attualizzazione dei risultati attesi. Infatti, sia i metodi reddituali che i

# **Prof. Dott. Alessandro Gaetano**

*Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA "TOR VERGATA"  
Dottore Commercialista – Revisore Legale*

metodi finanziari sono basati sulla tecnica di attualizzazione dei flussi prodotti dalla data azienda e differiscono per il fatto che i primi prendono in considerazione l'aspetto economico della gestione e quindi il relativo risultato "economico", mentre i secondi privilegiano l'aspetto finanziario della gestione (ossia l'aspetto complementare di quello economico) e quindi il risultato "finanziario".

Completamente differente appare, invece, l'approccio dei *metodi patrimoniali semplici*, i quali prendono in esame nella valutazione delle aziende solo del patrimonio delle stesse all'epoca della valutazione, senza considerare (nemmeno in maniera indiretta), le loro prospettive di reddito. Con questa metodologia si procede alla stima del valore del capitale economico attraverso l'espressione a valori correnti delle attività e delle passività dell'impresa.

Tali metodi sono caratterizzati da un forte legame alla realtà concreta della azienda anche se la dottrina ne evidenzia i limiti teorici, stante il più volte richiamato carattere della durabilità delle aziende e li ritiene utilizzabili solo per la valutazione delle società immobiliari e delle holding, società queste dove il capitale economico ben può essere stimato attraverso la sommatoria del valore delle parti che ne costituiscono il patrimonio. Nel caso delle holding, peraltro, è evidente che se è vero che si può utilizzare il metodo patrimoniale semplice, secondo la dottrina prevalente il valore delle partecipazioni da queste possedute dovrà poi essere comunque stimato applicando anche altri metodi, salvo il caso non si tratti di partecipazioni in società immobiliari o, a sua volta, in altre holding di partecipazioni.

Nel caso in cui si voglia ricorrere ai metodi patrimoniali, ma non si ritenga utilizzabile il metodo patrimoniale semplice, ossia nel momento in cui ci si trova a dover valutare aziende diverse da immobiliari e holding di partecipazioni, la dottrina e la pratica professionale fanno a volte ricorso ai cosiddetti metodi patrimoniali complessi.

Con queste metodologie si è cercato di ovviare, in qualche modo, ai limiti teorici del metodo patrimoniale, ricorrendo ai *metodi misti* e, più recentemente, ai *metodi patrimoniali complessi*.

I *metodi patrimoniali complessi* fondano, infatti, la determinazione del valore della azienda soprattutto sul patrimonio della stessa posseduto all'epoca della stima, tenendo anche conto - e qui sta la particolarità di questa



# *Prof. Dott. Alessandro Gaetano*

*Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA “TOR VERGATA”  
Dottore Commercialista – Revisore Legale*

metodologia - della sua redditività in maniera indiretta attraverso la valorizzazione dei cosiddetti beni immateriali.

I metodi misti hanno un minor fondamento teorico rispetto a quelli reddituali perché l'azienda è, lo ribadiamo, un istituto economico duraturo e quindi la determinazione del suo valore non può che fondarsi – in linea di principio – sulle prospettive di reddito della stessa a valere nel tempo.

Tuttavia - e qui sta il loro principale pregio – tali metodi riescono, seppur parzialmente, a coniugare la maggiore oggettività dei metodi patrimoniali, con la considerazione, almeno in parte, della capacità reddituale dell'azienda espressa, in maniera implicita, nel valore attribuito ai beni immateriali.

Considerazioni analoghe possono svolgersi per i *metodi misti*, attraverso i quali si perviene alla stima del valore del capitale economico dell'impresa attraverso l'integrazione tra valori risultanti dall'applicazione del metodo patrimoniale e di quello reddituale.

Tra i *metodi misti* il più noto è quello con il quale il valore dell'azienda viene determinato sommando al capitale netto rettificato, considerato a valori correnti, il valore dell'avviamento.

Nel caso qui considerato, la stima dell'avviamento può essere effettuata seguendo due differenti approcci:

- 1) attualizzando per un periodo compreso fra 3 e 5 esercizi il sovra reddito della data impresa;
- 2) considerando l'avviamento come differenza tra il valore economico dell'impresa stimato con le metodologie basate sui flussi (reddituali o finanziari) ed il patrimonio netto rettificato determinato con il metodo patrimoniale semplice attraverso il quale si ri-esprimono le attività e passività a valori correnti.

14

# *Prof. Dott. Alessandro Gaetano*

*Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA “TOR VERGATA”  
Dottore Commercialista – Revisore Legale*

## ***7. Scelta del metodo di valutazione da adottare per la stima del valore del ramo ex TECHUB***

Da quanto riferito nel precedente capitolo, si evince che non esiste un'unica possibile metodologia cui si possa attribuire, in senso assoluto, una capacità superiore, rispetto alle altre, di esprimere il valore del capitale economico di un'azienda.

Se, infatti, le metodologie basate sui flussi – metodi finanziari e metodi reddituali – presentano uno spiccato carattere di razionalità, le metodologie fondate sulla sostanza patrimoniale – metodi patrimoniali semplici e complessi – hanno il pregio di essere dotati di una maggiore oggettività, dal momento che fondano la determinazione del capitale economico sulla valutazione del patrimonio esistente ad una certa data.

I metodi misti poi, che mediano i risultati delle metodologie basate sui flussi con quelli derivanti dall'applicazione dei metodi patrimoniali, presentano, come è naturale, i pregi ed i difetti di entrambi, ma consentono in situazioni particolari, quali ad esempio quelle di scarsa disponibilità quanti/qualitativa di dati, di giungere ad una stima del valore di una azienda del tutto ragionevole.

La scelta della migliore metodologia deve essere, quindi, operata caso per caso, non potendo - lo si ribadisce – definire a priori e in senso assoluto una metodologia come migliore rispetto alle altre. Detta scelta, ad avviso di chi scrive, deve essere operata di volta in volta, tenendo essenzialmente presente la natura del bene oggetto della valutazione e, soprattutto, il set dei dati disponibili per il valutatore.

A questo riguardo è noto che ogni azienda ha caratteristiche sue proprie, che ne influenzano i processi attraverso cui si forma e si distribuisce la ricchezza ed il valore.

In altre parole, gli elementi che incidono sulla determinazione del valore di ciascun disegno imprenditoriale sono differenti a seconda della natura dello stesso.

Nel caso in esame, si ritiene che la determinazione del valore economico del ramo d'azienda ex TECHUB, considerando le caratteristiche proprie e la tipologia di dati disponibili, possa essere utilmente effettuata facendo riferimento al metodo misto con stima autonoma dell'avviamento.



# *Prof. Dott. Alessandro Gaetano*

*Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA "TOR VERGATA"  
Dottore Commercialista – Revisore Legale*

Infatti, come illustrato nel capitolo precedente, tale metodologia consente di pervenire al valore dell'azienda sommando il valore del patrimonio netto rettificato (dato dalla differenza tra attivo e passivo a valori correnti) e il valore attuale dei sovraredditi (maggiori redditi previsti rispetto al reddito "normale" del capitale netto ad un determinato tasso) nel periodo di piano considerato.

Verso questa scelta ci spingono diverse considerazioni.

La prima è senza dubbio rappresentata dalla circostanza che la componente patrimoniale, ed in particolare quella immateriale costituita dai software di proprietà cui sono collegati larga parte dei contratti che fanno parte del ramo, rappresenta un elemento di valore significativo del ramo oggetto della stima che deve essere adeguatamente apprezzato ai fini della valutazione del ramo ex TECHUB.

D'altro canto, non trattandosi di una valutazione di tipo liquidatorio, ed essendo quello ex TECHUB un ramo appartenente ad una realtà aziendale che fornisce servizi e che ha finora operato in condizioni di funzionamento, la componente reddituale deve essere considerata parimenti rispetto a quella patrimoniale.

Il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento, permette, peraltro, di limitare la durata dei sovraredditi ad un tempo compreso tra i tre ed i cinque esercizi, evitando la capitalizzazione di un reddito all'infinito; questa circostanza, di per sé significativa in generale, appare, nel caso di specie, particolarmente apprezzabile, vista la natura in questo caso, poco stabile, dei risultati attesi e considerato anche la possibilità che i flussi possano venire a cessare con la perdita della continuità.

Premesso quanto sopra, il metodo scelto può essere rappresentato attraverso la seguente relazione metodologica:

$$W = K + (R_1 - i'' * K) * v + (R_2 - i'' * K) * v^2 + \dots + (R_n - i'' * K) * v^n$$

dove:

**W** è il valore dell'azienda (o del ramo di azienda) da determinare;

**K** è il valore del capitale netto (patrimonio netto rettificato);

**R<sub>n</sub>** è il reddito futuro previsto;

**i''** è il tasso di interesse;

**v** è il fattore di attualizzazione.

24

# *Prof. Dott. Alessandro Gaetano*

*Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA “TOR VERGATA”  
Dottore Commercialista – Revisore Legale*

Il primo passo da compiere per applicare il metodo scelto consiste nello stimare il patrimonio netto rettificato dell’azienda (in questo caso, del ramo) (**K**), tale stima va effettuata attraverso l’utilizzo del metodo patrimoniale semplice. Si tratta pertanto di esaminare le varie componenti aziendali al fine di esprimere le attività al valore corrente e le passività al valore di presumibile estinzione, determinando così, per differenza, il valore del patrimonio netto rettificato.

Stimato il valore corrente del patrimonio aziendale, occorre procedere alla stima autonoma dell’avviamento. A tale scopo occorre:

- a) individuare i risultati economici attesi dell’azienda o comunque determinare il reddito medio normalizzato;
- b) determinare il tasso di rendimento del capitale e, di conseguenza, il reddito “normale” che ci si potrebbe attendere dal capitale netto dell’azienda;
- c) provvedere ad attualizzare la differenza tra i risultati economici attesi e il rendimento “normale” del capitale netto, per un numero di anni pari a quelli ritenuti ragionevolmente correlati alla durata media ed ai possibili rinnovi dei contratti in essere (restando, comunque, in un *range* pari a 3-5 anni).



# ***Prof. Dott. Alessandro Gaetano***

*Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA “TOR VERGATA”*

*Dottore Commercialista – Revisore Legale*

## ***8. La valutazione del ramo d'azienda ex TECHUB in base al metodo misto: rettifiche adottate e descrizione dei risultati***

Nelle pagine che seguono si procederà a sviluppare l'illustrazione del modello ritenuto più idoneo per giungere a determinare il valore da attribuire al ramo d'azienda *ex TECHUB*. A tal fine, utilizzando la metodologia descritta nel precedente capitolo, si procederà innanzitutto a fornire la descrizione delle rettifiche adottate dallo scrivente rispetto ai valori utilizzati per la formazione del parere di congruità del canone di affitto del ramo, avendo presente che la valutazione del ramo è riferita alla data del 31/12/2017, mentre la valutazione della congruità del canone di detenzione temporanea era riferita al 30/09/2017.

Nel dettaglio, l'attività di stima verrà suddivisa nei seguenti passaggi logici (a ciascuno dei quali verrà dedicato uno specifico paragrafo):

- 8.1 Stima del patrimonio netto rettificato del ramo d'azienda ex TECHUB;*
- 8.2 Determinazione dei flussi di reddito considerati;*
- 8.3 Stima del tasso per l'attualizzazione;*
- 8.4 Stima del valore del ramo d'azienda.*

### ***8.1 Stima del patrimonio netto rettificato del ramo d'azienda ex TECHUB***

Sulla base delle informazioni fornite allo scrivente, il ramo oggetto della valutazione risulta composto dalle seguenti categorie di beni:

- *software* così come identificati nell'elaborato redatto dal perito incaricato, Ing. Silvia Torrani;
- *attrezzature informatiche e tecniche* obsolete e di modesto valore;
- *personale ex TECHUB.*

Si ribadisce a riguardo come allo scrivente risulta che nessun credito o debito o altre attività o passività siano stati traferiti a seguito di conferimento e/o cessione e/o accolto da parte di terzi: si è inoltre ipotizzato che nel



# *Prof. Dott. Alessandro Gaetano*

*Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA “TOR VERGATA”  
Dottore Commercialista – Revisore Legale*

caso di cessione da parte di una procedura concorsuale il regime di coobbligazione previsto dal codice civile non venga ad operare. Ovviamente, qualora tali fattispecie dovessero verificarsi, occorrerà tenerne conto nella determinazione del prezzo.

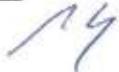
Per quanto che attiene alla stima del software, allo scrivente è stata consegnata una perizia redatta dall'Ing. Silvia Torrani, datata il 26 gennaio 2018, nella quale dopo accurata analisi svolta dall'esperto incaricato dal curatore al software dell'azienda è stato assegnato un valore pari a Euro 437.370, come risulta dal seguente prospetto riassuntivo:

<b>prodotto</b>	<b>stima in euro</b>
C3L1	366.600
IT-SHIELD	18.370
T-LIP	52.400
<b>Totale</b>	<b>437.370</b>

Lo scrivente, pertanto, assume ai fini della presente stima, un valore dei *software aziendali* pari a € 437.370<sup>10</sup>.

Per quanto che attiene al valore dei beni mobili e strumentali, dalle informazioni ricevute ai suddetti beni mobili così come risultante dal prospetto allegato al contratto di affitto del ramo (*sub Allegato 2*) è stato attribuito un valore indicativo omnicomprensivo pari a Euro 5.000.

Sulla base delle considerazioni sin qui sviluppate, tenuto conto che come più volte indicato nessun credito e/o debito viene trasferito con il ramo in oggetto, il valore del patrimonio netto rettificato riferito al ramo ex TECHUB risulta complessivamente pari a Euro 442.370.



<sup>10</sup> Dall'elaborato redatto dall'Ing. Torrani risulta, inoltre, che gli altri software che risultano in uso presso l'azienda, per vari motivi illustrati nell'elaborato del perito (*sub Allegato 7*) a cui si fa esplicito rinvio, sono privi di valore commerciale.

# **Prof. Dott. Alessandro Gaetano**

*Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA “TOR VERGATA”  
Dottore Commercialista – Revisore Legale*

## *8.2 Determinazione dei flussi di reddito*

In merito alla determinazione dei flussi di reddito da porre alla base della stima di valore del ramo, lo scrivente tiene innanzitutto ad evidenziare quanto segue:

- a) la determinazione dei flussi di reddito è avvenuta in assenza dei dati storici di dettaglio riferibili direttamente a TECHUB, ma sulla base dei dati forniti da ARES TECH;
- b) il fallimento ha certamente portato ad una riduzione della capacità di contribuire al processo di creazione della ricchezza dei contratti facenti parte del ramo; tale riduzione può essere stata ulteriormente amplificata dalle modalità di gestione di ARES TECH che, dalle informazioni ricevute e da quanto emerso nel corso delle riunioni con il *management* della società, rappresenta una società in *start up* che si trova in una situazione di evidente difficoltà finanziaria, conseguente anche al mancato apporto di nuove risorse finanziarie da parte dei soci;
- c) lo scrivente non ha ricevuto dal curatore alcun dato prospettico relativo al ramo oggetto di valutazione: ciò ha portato necessariamente a basarsi sugli unici dati di cui il curatore era in possesso e dallo stesso ritenuti affidabili, corrispondenti ai dati economici storici relativi ai risultati prodotti da ARES TECH nel periodo di gestione del ramo (11/04/2017-31/12/2017).

Per tali motivi, la determinazione dei flussi reddituali da porre alla base della valutazione è avvenuta partendo dai dati storici riferiti alla gestione ARES TECH, così come risultanti dalla situazione riferita al 31/12/2017 (*sub Allegato 9*) fornita al curatore dall'amministratore della società, Dott. Irrera, e rettificando tali valori in modo da poter correttamente depurare i valori economici prodotti dalla gestione di ARES TECH e riportati nella sua contabilità, dai risultati prodotti dalle attività direttamente riconducibili alla sfera dei contratti di competenza esclusiva della *newco*. Gli importi riconducibili alle commesse dirette da ARES TECH sono stati isolati da quelli correlati alla gestione dei contratti che fanno parte del ramo *ex TECHUB* oggetto di valutazione.

Ovviamente, la suddivisione è stata operata partendo dal medesimo modello di calcolo dei risultati economici riferito al 30/09/2017 descritto al capitolo 4: quest'ultimo, lo si ricorda, presuppone una ripartizione dei costi

13

# **Prof. Dott. Alessandro Gaetano**

*Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA “TOR VERGATA”*

*Dottore Commercialista – Revisore Legale*

comuni avvenuta sulla base dei parametri soggettivi che sono stati ritenuti dal curatore ragionevoli e condivisibili (incidenza sul fatturato complessivo aziendale).

Ovviamente, facendo la valutazione riferimento a valori annui, i risultati riferiti ad un periodo infrannuale sono stati riportati all’anno e sono stati altresì rettificati per tenere conto dell’onere fiscale, ipotizzando una aliquota media del 28,82%.

La determinazione di tali valori viene espressa nella tabella che segue da cui è possibile evidenziare come, il risultato economico complessivo della newco ARES TECH srl, riferito al periodo 11/04/2017-31/12/2017, risulta negativo ed è pari ad Euro – 31.047; a ben vedere, tale risultato è ascrivibile, in larga parte, alle performance ampiamente negative relative alla gestione delle attività in start up tipiche di ARES TECH, del tutto estranee al ramo ex TECHUB. Le commesse di ARES TECH producono, infatti, un risultato economico negativo pari ad Euro – 108.744.

A conferma di quanto appena detto, infatti, si evidenzia come l’analisi dei dati riportati nella tabella fanno emergere che il risultato economico, prodotto dal ramo ex TECHUB nel periodo di detenzione da parte di ARES TECH, considerato al lordo delle imposte è positivo ed è pari ad Euro 77.697. Annualizzando tale importo si giunge a calcolare un reddito annuo stimato del ramo ex TECHUB pari ad Euro 107.422.

Dovendo sottrarre a tale valore l’importo delle imposte, determinato applicando al reddito lordo una aliquota media del 28,82% si arriva a quantificare un onere fiscale annuo pari ad Euro 30.959.

Sottraendo tale ultimo importo dal valore del reddito lordo annualizzato si giunge a determinare un reddito netto annualizzato riferibile al ramo es TECHUB pari ad Euro 76.463 che è stato adottato nel modello quale espressione dei redditi futuri annui.

Gli elementi appena richiamati sono rappresentati nella tabella che segue, che da anche evidenza dei risultati riferibili ai settori credito, sicurezza e residuali in cui può idealmente essere suddiviso il ramo la cui stima di valore resta, per i motivi precedentemente indicati, unitaria.

13

# Prof. Dott. Alessandro Gaetano

Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA “TOR VERGATA”

Dottore Commercialista – Revisore Legale

CONTO ECONOMICO PERIODO 11.04-31.12 2017	TOTALE	ARES COSTI GENERALI	ARES OTHER + TECHUB	TOT RAMO	CREDITO	L+ SICUREZZA	ALTRO
<b>TOTALE RICAVI</b>	<b>821.593</b>	<b>0</b>	<b>59.625</b>	<b>761.968</b>	<b>200.815</b>	<b>377.456</b>	<b>183.697</b>
COSTI FORNITORI	-141.335	-2.823	0	-138.511	-33.672	-93.979	-10.861
<b>MARGINE OPERATIVO</b>	<b>680.258</b>	<b>-2.823</b>	<b>59.625</b>	<b>623.456</b>	<b>167.143</b>	<b>283.477</b>	<b>172.837</b>
COSTI PERSONALE	-565.108	-119.027	-78.347	-367.734	-129.122	-128.576	-110.036
COSTI GENERALI	-146.197	-26.378	-79.264	-40.554	-6.596	-9.976	-23.982
<b>NETTO RICAVO</b>	<b>-31.047</b>	<b>-148.229</b>	<b>-97.986</b>	<b>215.168</b>	<b>31.424</b>	<b>144.926</b>	<b>38.818</b>
percentuale ribaltamento costi generali per fatturato linea di business <b>COSTI GENERALI DA RIBALTARE</b> Risultato di periodo							
<b>-148.229</b>							
<b>7,26%</b>							
<b>92,74%</b>							
<b>-10.757</b>							
<b>-137.471</b>							
<b>-108.744</b>							
<b>77.697</b>							
<b>-31.047</b>							
<b>DETAGLIO RAMO</b>							
<b>24,44%</b>							
<b>45,94%</b>							
<b>22,36%</b>							
<b>-36.230</b>							
<b>-68.099</b>							
<b>-33.142</b>							
<b>-4.806</b>							
<b>76.827</b>							
<b>5.676</b>							
<b>77.697</b>							
<b>Reddito annualizzato</b>							
<b>107.422</b>							
<b>Reddito al netto delle imposte</b>							
<b>76.463</b>							

Quindi, in assenza di dati prospettici, i valori annualizzati, evidentemente rettificati per eliminare importi ritenuti non congrui ai fini del calcolo del reddito normalizzato, sono stati ritenuti espressione dei redditi attesi proiettati su un orizzonte temporale quinquennale, e pertanto, sono stati assoggettati alla procedura di attualizzazione sulla base dei tassi determinati in base all'iter descritto nel paragrafo che segue.

### 8.3 Stima del tasso di rendimento e del reddito “normale” del capitale netto

Come detto, nel processo di valutazione dopo aver definito i flussi di reddito attesi, è necessario procedere alla determinazione del tasso in base al quale determinare il rendimento atteso del capitale netto del ramo oggetto di valutazione.

Occorre preliminarmente considerare che, nel caso di specie, il tasso che verrà individuato per determinare il rendimento atteso del capitale, sarà utilizzato anche per l'attualizzazione dei sovraredditi (dati dalla differenza tra flussi di reddito attesi e rendimenti attesi del capitale netto). Infatti, visto come il ramo ex TECHUB oggetto di valutazione esclude debiti e crediti si è considerato che lo stesso non dia origine ad apporto di capitali di terzi

# **Prof. Dott. Alessandro Gaetano**

*Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA "TOR VERGATA"  
Dottore Commercialista – Revisore Legale*

nel corso dei prossimi cinque anni, ciò comporta che il tasso di attualizzazione dovrà esprimere il rendimento atteso da parte dei portatori di capitale proprio (ossia gli azionisti).

Chiarita la natura del tasso da stimare, occupiamoci ora della sua concreta determinazione.

Con riferimento alla stima del rendimento atteso dai portatori di capitale proprio, la dottrina e la pratica professionale hanno cercato nel tempo di affinare le tecniche volte a quantificare in modo sempre più puntuale il tasso in questione; al riguardo, si ritiene opportuno esprimere detto rendimento atteso come la somma di due elementi:

- 1) il tasso di interesse corrispondente alla remunerazione degli investimenti privi di rischio;
- 2) la remunerazione per il rischio d'impresa.

Quanto detto può essere espresso dalla seguente formula di sintesi:

$$i = r + s$$

dove:

- i* è il tasso di interesse a cui attualizzare i flussi;  
*r* costituisce la remunerazione per gli investimenti privi di rischio;  
*s* rappresenta la remunerazione per il rischio d'impresa.

Tale formula si giustifica considerando che chi investe in un'impresa ha diritto ad attendere una remunerazione che comprende, oltre ad un tasso (*r*) corrente per gli investimenti privi di rischio, anche una maggiorazione (*s*) per il rischio d'impresa, decidendo di esporre il proprio capitale alla possibilità che lo stesso vada perso, in tutto o in parte.

Quindi, per poter determinare il valore del tasso di attualizzazione, occorre stimare i parametri *r* ed *s*, ossia il tasso per la remunerazione degli investimenti privi di rischio e la maggiorazione riferita al rischio d'impresa.

Per quanto attiene alla remunerazione per investimenti privi di rischio questa può essere definita, da un punto di vista teorico, come «... *un compenso per la rinuncia a disporre, lungo un certo periodo, del capitale investito*»



# *Prof. Dott. Alessandro Gaetano*

*Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA “TOR VERGATA”  
Dottore Commercialista – Revisore Legale*

(L. Guatri, “*La valutazione delle aziende. Teoria e pratica dei paesi avanzati a confronto*”. Egea, Milano, 1990, pag. 70). In altre parole, si tratta del compenso minimo che un investitore si attende di ricevere per il semplice fatto di privarsi di una somma di denaro, in assenza di rischi di alcun genere in merito alla possibilità di non percepire i frutti dell’investimento nella misura sperata.

Delineato concettualmente il significato di  $r$ , ci preme sottolineare che, nella realtà, non esiste alcun tipo di investimento che corrisponda a queste caratteristiche.

Infatti, anche i titoli di stato – i cui rendimenti, come vedremo in seguito, sono assunti, dalla dottrina e dalla pratica professionale, come riferimento per la determinazione di questo tasso di interesse privo di rischio – non possono considerarsi completamente esenti da rischi. Preso, dunque, atto dell’impossibilità di trovare un investimento che corrisponda in maniera esatta alla definizione data di  $r$ , per procedere alla valutazione, è necessario risolvere il problema prendendo a riferimento i rendimenti di quelle forme di investimento che più si avvicinano alla ricordata condizione di assenza di rischio.

In proposito, come in precedenza accennato, la dottrina e la pratica professionale sono concordi nell’identificare i titoli di stato come una forma di investimento i cui rischi sono così tenui da potere essere ritenuti trascurabili; per tale motivo il tasso  $r$  può essere ritenuto, ai fini del calcolo, pari al rendimento dei titoli emessi dallo Stato Italiano.

A riguardo, la pratica professionale fa frequentemente riferimento al cosiddetto *Rendistato*, che esprime una media ponderata dei rendimenti dei titoli di stato, in cui si attribuisce un peso molto rilevante alla componente a medio e lungo termine.

Alla data di riferimento della valutazione in oggetto (Dicembre 2017) detto valore, al netto dell’imposizione fiscale (pari al 12,5%), risultava pari allo 0,9188%<sup>11</sup>, questo, pertanto, costituisce il valore che è stato assunto per determinare la remunerazione degli investimenti privi di rischio.



<sup>11</sup> Si fa in proposito presente che il valore lordo del *Rendistato* a Dicembre 2017 è pari a 1,05%

# *Prof. Dott. Alessandro Gaetano*

*Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA "TOR VERGATA"  
Dottore Commercialista – Revisore Legale*

Determinato il rendimento ipotizzato per investimenti privi di rischio, passiamo ora ad occuparci della maggiorazione da apportare a detto tasso per tenere conto del rischio di impresa, che abbiamo in precedenza indicato con il simbolo  $s$ .

La definizione di questo parametro rappresenta la parte più complessa dell'intera determinazione del tasso che qui ci occupa.

Riteniamo, al riguardo, che, allo stato attuale, la metodologia suggerita dalla dottrina ed utilizzata, con sempre maggiore frequenza, dalla migliore pratica professionale è rappresentata dal cosiddetto CAPM (*Capital Asset Pricing Model*).

Il CAPM è una metodologia di derivazione statunitense in base alla quale  $s$  viene determinato secondo la seguente formula:

$$s = \beta (r_m - r_f)$$

dove:

$s$  rappresenta la remunerazione per il rischio d'impresa;

$r_m$  rappresenta il rendimento del mercato azionario;

$r_f$  rappresenta il rendimento per investimenti privi di rischio;

$(r_m - r_f)$  rappresenta il premio per l'investimento azionario rispetto ad investimenti privi di rischio;

$\beta$  rappresenta la rischiosità della data azienda rispetto al rischio medio del mercato.

Numerosi test empirici dimostrano, peraltro, che il CAPM, nella versione poc'anzi esposta, non riesce a fornire una corretta spiegazione dei rendimenti rilevati sui mercati azionari (R.F. Reilly-R.P. Schweihs, *The advanced business valuation*, McGraw Hill, pag. 11).

Per tale ragione la dottrina e la pratica professionale più evolute (R.W. Goeldner II, *Practical Application of the fundamental discount*, in Business Valuation Review, Settembre 2000, pag. 144; R.F. Reilly-R.P. Schweihs, *The advanced business valuation*, McGraw Hill, pag. 11; C. Vance, *Capitalisation Rates*, in Business Valuation



# *Prof. Dott. Alessandro Gaetano*

*Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA “TOR VERGATA”  
Dottore Commercialista – Revisore Legale*

Review, Marzo 2001, pag. 28) hanno sviluppato una versione corretta di detto modello che considera tra i fattori correttivi almeno una maggiorazione per il rischio legato alla ridotta dimensione aziendale.

Aggiungendo alla formula sopra riportata questa maggiorazione, si ha che:

$$s = \beta (r_m - r_f) + SRP$$

dove:

**s** rappresenta la remunerazione per il rischio d'impresa;

**r<sub>m</sub>** rappresenta il rendimento del mercato azionario;

**r<sub>f</sub>** rappresenta il rendimento per investimenti privi di rischio;

**(r<sub>m</sub>-r<sub>f</sub>)** rappresenta il premio per l'investimento azionario rispetto ad investimenti privi di rischio;

**β** misura il contributo, in termini di rischio, della data azienda all'interno di un portafoglio diversificato;

**SRP** esprime il premio per il rischio connesso alla ridotta dimensione.

Definito dunque il CAPM, nelle pagine che seguono verrà illustrato come concretamente lo stesso possa venire applicato nella pratica professionale.

In particolare, si procederà al calcolo dei due parametri (**r<sub>m</sub>-r<sub>f</sub>**) e **β**, ritenuti indispensabili per giungere al valore del premio per il rischio applicando il CAPM.

La determinazione del premio per l'investimento azionario, (**r<sub>m</sub>-r<sub>f</sub>**), viene normalmente effettuata ricorrendo al cosiddetto “*metodo storico*”, in base al quale il valore in questione viene determinato facendo riferimento al valore medio assunto negli anni passati dalla grandezza in esame (**r<sub>m</sub>- r<sub>f</sub>**).

In più chiare parole, il premio per l'investimento azionario (**r<sub>m</sub>- r<sub>f</sub>**), viene determinato facendo riferimento alla media dei valori che tale grandezza ha assunto negli anni passati.

Esistono, come noto, diverse possibili stime di questo premio per il rischio. A tal riguardo, un recente documento emanato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili e frutto di un gruppo di lavoro congiunto con la Società Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale (cfr. *Linee Guida per la*

# *Prof. Dott. Alessandro Gaetano*

*Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA “TOR VERGATA”  
Dottore Commercialista – Revisore Legale*

*Valutazione di aziende in crisi*, dicembre 2016, pag. 37) ha ribadito che, negli ultimi anni in Italia, il premio per il rischio di mercato è stato determinato nell’ambito di un intervallo compreso tra il 4,5% e il 6%.

A questo riguardo, lo scrivente ritiene di assumere, ai fini della presente valutazione, il valore massimo che limita l’intervallo in questione, pari al 6%, per due ordini di ragioni.

La prima ragione è riconducibile al basso livello dei tassi di remunerazione per investimenti privi di rischio alla data cui si riferisce la presente valutazione, circostanza questa che richiede, appunto, che la maggiorazione in questione assuma un livello elevato per poter pervenire ad un tasso di attualizzazione congruo.

La seconda motivazione è da attribuire alla necessità di maturare un atteggiamento prudente nella quantificazione del tasso – e quindi ad operare scelte che evitino in ogni modo una sua eventuale sottostima – in quanto il valore che verrà attribuito al complesso aziendale oggetto di valutazione si fonda sull’attualizzazione di sovraredditi futuri prodotti in un contesto di elevata incertezza legata a fattori interni ed esterni all’azienda.

Dopo aver illustrato le problematiche che si possono incontrare nella determinazione del premio per il rischio azionario, occupiamoci ora del calcolo di  $\beta$ , ossia di quel parametro la cui misura esprime una stima del rischio dell’impresa rispetto al mercato.

La misurazione del  $\beta$  rappresenta un momento particolarmente complesso, forse il più delicato di tutto il procedimento che porta alla determinazione del tasso di interesse  $i$ .

Nella concreta fattispecie dell’azienda oggetto di valutazione, non trattandosi di società quotata, non esistono pubblicazioni che forniscano il valore del  $\beta$  della stessa.

Nel caso qui considerato, un’utile soluzione potrebbe essere quella di fare riferimento ai cosiddetti  $\beta$  di settore che vengono periodicamente pubblicati da alcuni istituti di ricerca economica internazionali con riferimento a diverse aree geografiche del mondo.

Per quanto attiene alla individuazione del  $\beta$  da utilizzare nel caso di TECHUB si è ritenuto opportuno prendere in considerazione la pubblicazione dei  $\beta$  di settore prodotta da Aswath Damodaran della Stern New York University per l’area “*Western Europe*” che rappresenta una fonte di riferimento di assoluta affidabilità, ampiamente citata ed utilizzata nelle valutazioni di azienda.

# *Prof. Dott. Alessandro Gaetano*

*Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA “TOR VERGATA”  
Dottore Commercialista – Revisore Legale*

Il  $\beta$  unlevered corrected for cash individuato è riferibile al  $\beta$  per il settore “Software (System & Application)” pari rispettivamente a 0,8.

Come detto nel caso che ci occupa si farà riferimento al valore assunto dal  $\beta$  unlevered considerando che il ramo d’azienda non include alcun debito finanziario.

Dalle considerazioni sin qui esposte, consegue un rendimento atteso del capitale proprio come risultante dalla seguente relazione metodologica:

$$i = r + s$$

$$s = \beta (r_m - r_f)$$

$$i = r + \beta (r_m - r_f)$$

$$i = 0,9188\% + (0,8 \times 6\%) = 5,7188\%$$

Il che porta a determinare un tasso di rendimento del capitale proprio pari al **5,7188%**

Come già detto, la pratica professionale soprattutto, ma non solo, di stampo anglosassone è dell’opinione di maggiorare il tasso di attualizzazione per tenere conto del cosiddetto rischio per la minore dimensione aziendale (al riguardo si vedano Bartley J. Madden, *CFROI Valuation. Total system approach to valuing the firm*, Butterworth-Heinemann, 1999 pag. 100 e segg.; R.W. Goeldner II, *Practical Application of the fundamental discount*, in *Business Valuation Review*, settembre 2000, pag. 144; R.F. Reilly-R.P. Schweihs, *The advanced business valuation*, McGraw Hill, 2000, pag. 11; C. Vance, *Capitalisation Rates*, in *Business Valuation Review*, marzo 2001, pag. 28; T.L. West-J.D. Jones, *Handbook of Business Valuation*, Second Edition, John Wiley e Sons, Inc., 1999, pag. 269) e di questa maggiorazione è riportata notizia anche nella migliore dottrina italiana (L. Guatri, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 1998, pag. 84).

Le ragioni addotte a supporto di questa maggiorazione per il rischio dimensionale sono numerose, e vanno dalla possibilità per le aziende più grandi di fronteggiare meglio gli eventuali cambiamenti di mercato, alla presenza di maggiori costi di transazione per i soggetti che investono nelle piccole imprese, alla possibilità per le imprese più grandi di beneficiare di aiuti statali in caso di difficoltà e così via. Si tenga, inoltre conto, che spesso aziende

# *Prof. Dott. Alessandro Gaetano*

*Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA “TOR VERGATA”*

*Dottore Commercialista – Revisore Legale*

di dimensioni limitate legano il proprio successo ad una singola persona e questo, come facilmente intuibile, rappresenta un ulteriore fattore di rischio.

Tale minor rischio, che a parità di altri fattori caratterizza le imprese di più grandi dimensioni rispetto a quelle più piccole, si riflette anche nei *rating* attribuiti per la valutazione della rischiosità dei debiti che considerano anche caratteristiche quali la qualità dell’organizzazione e la presenza di sistemi di controllo strutturati ed efficaci.

Infatti, come già detto, a parità di altri fattori, il rating di aziende di più modeste dimensioni viene ritenuto inferiore rispetto a quello di aziende di maggiori dimensioni ipotizzando che la loro probabilità di *default* sia, a parità di condizioni, maggiore, (si veda in proposito S.Z. Benninga-O.H. Sarig, *Corporate Finance A valuation Approach*, pag. 347), ciò fornisce la riprova del maggior rischio avvertito dalla comunità finanziaria verso le imprese di minori dimensioni.

Peraltro anche chi, fuori dal coro, mette in dubbio, anche se non nega, la possibilità di considerare una maggiorazione per le ridotte dimensioni aziendali (J.J. Kania, *The current Status of Adding a Small Firm Risk Premium to the Valuation Discount Rate*, in *Business Valuation Review*, settembre 2000, pag. 136), ammette che la applicazione di suddetta maggiorazione rappresenta ormai una prassi corrente.

La posizione dello scrivente è, a tal riguardo, in linea con la maggior parte della dottrina e della pratica professionale che ha affrontato l’argomento, ritenendo in linea di principio opportuno attribuire una maggiorazione per questo rischio legato alla dimensione aziendale.

Se, dunque, non si pongono particolari problemi, nella concreta fattispecie, in merito alla valutazione della opportunità di considerare la maggiorazione per le ridotte dimensioni aziendali, il discorso diventa più complesso nel momento in cui si deve passare ad attribuire un valore a detta maggiorazione.

A tal riguardo, tra gli autori in precedenza citati, alcuni (T.L. West-J.D. Jones, *Handbook of Business Valuation, Second Edition*, John Wiley e Sons, Inc., 1999, pag. 269) stimano detta maggiorazione nella misura del 2,5%, altri considerano, per le società quotate, valori compresi tra lo 0,2% ed il 2%, con valori medi dell’1%, e del 4,35% per le società non quotate (R.W. Goeldner II, *Practical Application of the fundamental discount*, in *Business Valuation Review*, Settembre 2000, pag. 144).

# *Prof. Dott. Alessandro Gaetano*

*Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA “TOR VERGATA”  
Dottore Commercialista – Revisore Legale*

Nel caso di specie scrivente ritiene di poter assumere una maggiorazione legata al rischio dimensionale pari alla media dei valori indicati nei precedenti studi e la fissa, pertanto, pari al 2,61667%.

$$i = r + s + SRP$$

$$s = \beta (rm - rf)$$

$$i = r + \beta (rm - rf) + SRP$$

$$8,3348 = 0,9188\% + (0,8 \times 6\%) + 2,61667\%$$

**Le considerazioni sin qui esposte, portano ad assumere un rendimento atteso del capitale proprio pari al 8,3348%, come risulta dalla sopra riportata relazione metodologica, il che conduce alla determinazione di un tasso globale di attualizzazione pari al 8,3348%.**

## *8.4 Stima del valore economico del ramo d'azienda ex TECHUB*

Nei paragrafi che precedono si è avuto modo di illustrare come lo scrivente sia giunto a determinare il valore del capitale netto del ramo d'azienda ex TECHUB, in base ai valori correnti degli elementi che lo compongono<sup>12</sup>.

A questo punto, per giungere a determinare il valore economico del ramo oggetto di valutazione, occorre calcolare il valore attuale delle differenze esistenti tra i redditi attesi dal ramo e il rendimento “normale” del capitale netto: tale valore rappresenta, nel caso di esistenza di un sovrareddito, un avviamento positivo mentre, nel caso in cui il rendimento riscontrato dovesse risultare inferiore a quello normale ciò fa emergere un avviamento negativo. Successivamente si procede sommando algebricamente al valore del patrimonio netto rettificato riferito allo stesso ramo il valore dell'avviamento calcolato secondo le metodologie precedentemente descritte.

*74*

---

<sup>12</sup> Si ricorda come tale valore, pari ad Euro 442.370, rappresenta la somma di due categorie di *asset* patrimoniali: il valore dei *software* così come determinato dall'esperto incaricato della stima, Ing. Silvia Torrani, che è giunta ad attribuire ai *software* aziendali un valore di Euro 437.370; a questo va sommato il valore di Euro 5.000 attribuito dallo scrivente in accordo con il curatore del fallimento, alle attrezzature informatiche e agli arredi facenti parte del ramo in oggetto.

# *Prof. Dott. Alessandro Gaetano*

*Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA “TOR VERGATA”  
Dottore Commercialista – Revisore Legale*

Il metodo scelto può essere sintetizzato nella seguente formula:

$$W = K + (R_1 - i'' * K) * v + (R_2 - i'' * K) * v^2 + \dots + (R_n - i'' * K) * v^n$$

dove:

**W** costituisce il valore dell'azienda

**K** è il valore del capitale netto (patrimonio netto rettificato)

**R<sub>n</sub>** rappresenta il reddito futuro previsto

**i''** è il tasso di interesse

**v** esprime il fattore di attualizzazione.

Sostituendo gli importi alla formula ed ipotizzando, come evidenziato, un orizzonte temporale di riferimento da adottare per la proiezione dei redditi pari a 5 anni, si giunge ad esprimere i valori di seguito indicati:

$$W = 442.370 + [(76.463 - 36.870)/(1+0,083348) + (76.463 - 36.870)/(1+0,083348)^2 + (76.463 - 36.870)/(1+0,083348)^3 + (76.463 - 36.870)/(1+0,083348)^4 + (76.463 - 36.870)/(1+0,083348)^5]$$

Considerato, inoltre, che il valore attuale dei flussi di sovrareddito riportati nella precedente formula - che lo si ricorda sono stati determinati ipotizzando un periodo di proiezione di cinque anni - risulta pari a Euro 156.695, ne consegue che il valore del ramo di azienda ex TECHUB risulta pari alla somma del valore del patrimonio netto stimato a valori correnti (nel caso qui considerato pari ad Euro 442.370) e l'avviamento pari all'attualizzazione dei sovraredditi futuri, in questo caso corrispondenti ad Euro 156.695:

$$W = 442.370 + 156.695$$

\* \* \*

N  
h

# *Prof. Dott. Alessandro Gaetano*

*Ordinario di Economia Aziendale - UNIVERSITÀ DI ROMA "TOR VERGATA"  
Dottore Commercialista - Revisore Legale*

**Da quanto finora detto emerge che, in base alle risultanze del metodo misto appena descritto, il valore attribuibile al ramo considerato, applicando il metodo misto, è pari a complessivi Euro 599.065**

In conclusione, si tiene qui a ribadire come tale ultimo valore deriva dalla applicazione di una metodologia mista che attribuisce al capitale del ramo un valore pari a Euro 442.370 e ipotizza l'esistenza di un avviamento positivo pari a Euro 156.695; esso incorpora tutti i limiti e i vantaggi che derivano dalla applicazione della metodologia evidenziati nelle pagine precedenti ma, essendo basato sui risultati economici prodotti dalla gestione del ramo da parte di ARES TECH (che purtroppo costituiscono gli unici dati ad oggi disponibili e ritenuti affidabili dal Dott. Capozzi che li ha riscontrati e forniti allo scrivente), si ritiene che lo stesso incorpori anche le eventuali inefficienze che possono avere caratterizzato la gestione da parte dell'attuale detentore ARES TECH: tali elementi non sono però quantificabili da parte dello scrivente che non dispone di alcun elemento a riguardo.

Per completezza di trattazione, di tale fatto lo scrivente fornisce qui evidenza in forma discorsiva, dichiarando di non essere in possesso di alcun elemento per giungere ad una quantificazione economica.



# **Prof. Dott. Alessandro Gaetano**

*Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA “TOR VERGATA”  
Dottore Commercialista – Revisore Legale*

## **9. Considerazioni di sintesi e conclusioni**

In conclusione del presente lavoro, si evidenzia come l'analisi condotta ha, innanzitutto, fatto emergere che, come indicato al paragrafo 4.6, il canone pattuito per la detenzione temporanea del ramo successiva al 30/09/2017 tra ARES TECH ed il fallimento TECHUB sia congruo.

Inoltre si fa presente che il valore attribuito dal sottoscritto, con riferimento alla data del 31/12/2017, al ramo di azienda ex TECHUB ipotizzando la prosecuzione dell'attività risulta pari ad Euro 599.065.

Tale importo nasce dall'applicazione del metodo misto (patrimoniale e con stima autonoma dell'avviamento da sovrareddito) e rappresenta la somma dei valori dei software aziendali, così come stimati al 26 gennaio 2018 dall'Ing. Silvia Torrani in Euro 437.370, delle attrezzature valutate nel loro complesso in Euro 5.000 e dell'avviamento quantificato in Euro 156.695. Tale ultimo importo rappresenta il valore attuale di un flusso di sovrareddito annuo netto, pari ad Euro 39.592, proiettato su base quinquennale e scontato al tasso del 8,335%.

Si deve al riguardo far presente che, nel caso di assenza di continuità, al ramo in oggetto potrebbe essere attribuito un valore corrispondente a quello dei soli *software* e delle attrezzature, che rappresenta il valore del patrimonio netto a valori correnti, nei limiti delle indicazioni fornite dal perito incaricato, Ing. Silvia Torrani, alla relazione del quale si fa esplicito rinvio in merito al mantenimento del valore attribuito ai *software* aziendali (*amplius cfr: Allegato 7, pag.55*).

Si ribadisce ancora una volta come le conclusioni a cui lo scrivente è giunto, vista la assenza di dati di contabilità analitica prodotti da TECHUB e considerata anche la assenza di dati prospettici, sono frutto della adozione di un modello di analisi che si basa sui dati di contabilità analitica relativi al periodo 11/04/2017-31/12/2017 forniti dalla stessa società detentrice ARES TECH al curatore del fallimento TECHUB, dott. Enrico Maria Capozzi, che li ha riscontrati e ritenuti attendibili.

Il sottoscritto ribadisce di non aver posto in essere su tali dati alcuna attività di verifica o revisione contabile.

Il calcolo dei risultati economici del ramo *ex TECHUB* è, inoltre, avvenuto sulla base delle seguenti assunzioni:

- il ramo in analisi è stato considerato come ceduto privo di liquidità, crediti, debiti e/o rimanenze lavori;

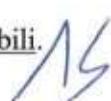
# *Prof. Dott. Alessandro Gaetano*

*Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA “TOR VERGATA”  
Dottore Commercialista – Revisore Legale*

- si presume che la proprietà di tutti i software analizzati dall'Ing Silvia Torrani resti all'interno del ramo e che il valore degli stessi corrisponda a quello determinato dall'esperto stimatore;
- il modello di analisi dei risultati si basa sui valori dei redditi riferibili ai contratti che fanno parte del ramo prodotti dalla affittuaria ARES TECH nel corso del 2017: tali risultati sono stati rettificati per assicurarne la normalizzazione, in base all'approccio descritto nel capitolo 5 del presente elaborato, ipotizzando che questi ultimi restino costanti nel quinquennio successivo;
- il modello di analisi dei risultati reddituali adottato ha stimato in via convenzionale, ipotizzando un tax rate pari al 28,82%, gli oneri fiscali per imposte dirette ma ha escluso, per i motivi riportati al capitolo 4, i costi della gestione finanziaria;
- è stata ipotizzata l'invarianza del valore del ramo di azienda, il che presuppone, necessariamente, l'espletamento di una serie di attività volte ad evitare il depauperamento del valore degli *asset* aziendali, ivi inclusa la proficua prosecuzione ed esecuzione dei contratti e delle commesse finalizzata al mantenimento in condizioni di fisiologia delle relazioni commerciali con i clienti ed i fornitori: questi ultimi rappresentano un presupposto indispensabile per assicurare la produzione dei redditi futuri nella misura qui considerata o, al limite anche, in misura maggiore;
- si è altresì presupposto che la gestione del ramo non produca ulteriori obbligazioni e/o oneri a carico del fallimento TECHUB e che il suo trasferimento non comporti coobbligazioni per l'acquirente;
- si è ipotizzato, infine, che il regolare adempimento delle obbligazioni assunte dal conduttore venga assistito da idonee garanzie.

Ovviamente, la variazione totale o parziale delle assumptions sopra elencate comporterà la necessità di rivedere le conclusioni raggiunte dallo scrivente in merito alla determinazione del valore economico del ramo ex TECHUB.

Si tiene infine a far presente che il processo di stima operato dallo scrivente porta a determinare il valore economico teoricamente attribuibile al ramo in esame, sulla base delle ipotesi e dello sviluppo del modello ritenuto congruo ed in base ai dati disponibili.



# **Prof. Dott. Alessandro Gaetano**

*Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA "TOR VERGATA"*

*Dottore Commercialista – Revisore Legale*

In relazione a quest'ultimo valore lo scrivente ritiene opportuno formulare in questa sede una ulteriore considerazione, anche alla luce della circostanza che alla curatela è pervenuta una offerta irrevocabile di acquisto che prevede un prezzo di cessione del ramo in oggetto pari ad Euro 1.500.000, che risulta di gran lunga superiore a quello determinato dallo scrivente. È infatti noto a tutti il fatto che il prezzo a cui può essere scambiata una partecipazione, una azienda o un ramo di azienda può risultare diverso, anche in modo rilevante, dal valore economico della stessa, in quanto il prezzo, rappresentando il frutto dell'incontro tra domanda e offerta, risente di condizioni soggettive di negoziazione che possono spingere chi compra e chi vende a trovare un accordo anche su una cifra diversa, maggiore o minore, dal valore economico del bene compravenduto (G. Ferrero, *La valutazione economica del capitale d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1966, pagg. 78-79; G. Zanda–M. Lacchini–T. Onesti, *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, IV<sup>a</sup> Edizione, 2001, pag. 9).

Sul punto si richiamano le osservazioni formulate in via generale nel capitolo 6 del presente elaborato, in merito alla eventualità che sul mercato si possano venire a produrre valori di scambio che possono differire, a volte anche in modo significativo, dal valore teorico dell'azienda.

Infatti, elementi quali, ad esempio, la volontà di acquisire una azienda (o un ramo), la necessità di avviare/o portare a termine processi di acquisizione, concentrazione e/o fusione, la opportunità di acquisire quote di mercato e, a volte, la sola opportunità di entrare in un nuovo mercato e/o di eliminare un concorrente possono portare l'acquirente a pagare prezzi assai superiori del valore teorico del complesso aziendale.

A ben vedere, nel caso del ramo *ex TECHUB*, tra le motivazioni che possono portare ad offrire un importo superiore al valore di mercato teorico si può ricondurre anche il convincimento che il promissario acquirente potrebbe avere di essere in grado di gestire le risorse ed il portafoglio dei contratti facenti parte del ramo in maniera assai migliore e più produttiva, sul piano economico, di quanto siano stati in grado di fare i precedenti detentori. In tal senso si ritiene che possa essere interpretata l'offerta pervenuta alla curatela di cui lo scrivente ha ricevuto notizia prima della conclusione del presente lavoro.

\* \* \*

*AS*

# *Prof. Dott. Alessandro Gaetano*

*Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA “TOR VERGATA”  
Dottore Commercialista – Revisore Legale*

Nella piena consapevolezza della complessità dell'oggetto di analisi, della delicatezza dell'incarico conferito e delle possibili conseguenze della limitatezza dei dati disponibili, lo scrivente ritiene di avere adempiuto al meglio al mandato ricevuto e si rende disponibile a fornire tutti gli eventuali chiarimenti che dovessero rendersi necessari, inoltre il sottoscritto si rende sin da ora disponibile, ove richiesto, ad aggiornare il proprio elaborato non appena la curatela sarà in grado di reperire ulteriore documentazione, dati economico-finanziari e/o elementi informativi.

Roma, 02 Maggio 2018



*Prof. Dott. Alessandro Gaetano*

# *Prof. Dott. Alessandro Gaetano*

*Ordinario di Economia Aziendale – UNIVERSITÀ DI ROMA “TOR VERGATA”  
Dottore Commercialista – Revisore Legale*

## **ELENCO ALLEGATI**

***Allegato 1:*** Incarico ricevuto

***Allegato 2:*** Contratto di affitto del ramo di azienda *ex TECHUB*

***Allegato 3:*** Perizia di valutazione del ramo redatta dalla Dott.ssa Marchionne

***Allegato 4:*** Modifica del contratto di affitto del ramo di azienda del 1 Giugno 2017

***Allegato 5:*** ARES TECH: Recesso dal contratto di affitto del ramo *ex art. 79 Legge Fallimentare*

***Allegato 6:*** ARES TECH: Comunicazione relativa al recesso *ex art. 79 Legge Fallimentare* e proposta di prosecuzione della detenzione con riduzione canone e relativa autorizzazione del GD, Dott. Ceccarini

***Allegato 7:*** Relazione del perito estimatore Ing. Torrani

***Allegato 8:*** Prospetti riportanti i valori economici di dettaglio estratti dalla contabilità analitica di ARES TECH alla data del 30 Settembre 2017

***Allegato 9:*** Prospetti riportanti i valori economici di dettaglio estratti dalla contabilità analitica di ARES TECH alla data del 31 Dicembre 2017