

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

TRIBUNALE DI ROMA

Sezione Fallimentare

Fallimento n. 637/2017 TECHUB S.R.L.

G.D. Dott. Adolfo Ceccarini

Curatore Dott. Enrico Maria Capozzi

Valutazione del ramo di azienda *ex* TECHUB

al 30 novembre 2018

Via Eustachio Manfredi 17 – 00197 Roma

Tel. 06.80664704 - 06.80693754 - 06.87190922 Fax 06.45.48.18.70

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

Indice

1. Premessa: incarico ricevuto, scopo e limitazioni del presente elaborato

2. Descrizione dei dati ricevuti e modello di analisi

2.1 Articolazione delle subaree, contratti trasferiti e composizione dei ricavi delle vendite

2.2 Costo dei fornitori

2.3 Costi del personale

2.4 Ammortamenti

2.5 Calcolo delle imposte e determinazione del risultato economico netto

3. Modelli di valutazione di aziende: scelta ed applicazione del modello di stima del ramo ex TECHUB

3.1 I modelli di valutazione delle aziende: una sintetica descrizione

3.2 Scelta del modello di stima applicabile nel caso del ramo ex TECHUB

4. La valutazione del ramo di azienda ex TECHUB in applicazione del metodo misto

4.1 Stima del patrimonio netto rettificato del ramo d'azienda ex TECHUB

4.2 Determinazione dei flussi di reddito del ramo ex TECHUB

***4.3 Stima del tasso di rendimento e del reddito "normale" del capitale netto del ramo ex
TECHUB***

4.4 Stima del valore del ramo d'azienda ex TECHUB

5. Conclusioni

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

1. Premessa: incarico ricevuto, scopo e limitazioni del presente elaborato

Il sottoscritto, Prof. Alessandro Gaetano, Ordinario di Economia Aziendale presso l'Università degli Studi di Roma "Tor Vergata", Dottore Commercialista e Revisore Legale dei Conti, ha ricevuto dal Curatore del Fallimento TECHUB, Dott. Enrico Maria Capozzi, l'incarico di procedere ad una valutazione del Ramo di azienda ex TECHUB e delle singole componenti (*subaree*) in cui lo stesso può essere suddiviso, con riferimento alla data del 30.11.2018.

La valutazione è stata basata sui dati reddituali prospettici riferiti all'esercizio 2019 forniti allo scrivente dal Curatore del Fallimento TECHUB, Dott. Enrico Maria Capozzi, il quale dopo averli richiesti e ricevuti dal Dott. ██████████, Amministratore unico della ARES TECH, attuale detentrici del ramo, ha provveduto ad analizzarli e integrarli, ove necessario, in modo da renderli congrui ad esprimere la situazione del ramo ai fini della presente analisi.

In premessa, si tiene a far presente che il ramo in analisi è già stato, nel passato, oggetto di valutazione da parte dello scrivente, con riferimento alla data del 31.12.2017: in tale occasione, la valutazione ha avuto ad oggetto il ramo nella sua interezza, ma successivamente, a seguito di una esplicita richiesta ricevuta dal Dott. Capozzi, il sottoscritto ha prodotto una integrazione della precedente valutazione, ove

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

si forniva la ripartizione del valore complessivo del ramo in relazione alle parti in cui lo stesso poteva essere suddiviso.

A riguardo, va innanzitutto evidenziato come le precedenti valutazioni differiscono notevolmente da quella qui di seguito sviluppata, in quanto le prime perizie di valutazione sono state basate su dati consuntivi estratti dal sistema di contabilità analitica della ARES TECH al 30.09.2017; conseguentemente, i dati al tempo considerati, oltre ad incorporare i valori relativi ad attività estranee al ramo che sono stati opportunamente isolati ed attribuiti alla gestione ARES TECH, includevano i costi di struttura necessari per il funzionamento della società affittuaria e scontavano inevitabilmente le inefficienze ed inadeguatezze della gestione della ARES TECH.

Invece, come anticipato, la presente valutazione è stata basata su dati prospettici; gli stessi dati prospettici, riferiti al 2019, ma considerati invariati per il quinquennio 2019/2024, hanno preso in considerazione i valori economici relativi ai soli contratti attivi alla data di riferimento della presente valutazione: inoltre, come si avrà modo di illustrare nel dettaglio nelle pagine che seguono, i dati reddituali prospettici sui quali si fonda la presente valutazione escludono tutti i componenti di costo di struttura riferibili alla ARES TECH, nonché i risultati economici dei progetti di competenza di tale società estranei al ramo *ex* TECHUB. Conseguentemente, le componenti di costo fornite allo scrivente escludono del tutto i costi comuni che, invece, nelle precedenti valutazioni risultavano assai rilevanti e condizionavano pesantemente i risultati ottenuti.

A conferma della profonda differenziazione della situazione del ramo e della base dati di riferimento considerata nella presente valutazione si fa presente come, nel corso del 2018, gli elementi fondamentali facenti parte del ramo *ex* TECHUB - rappresentati dai contratti di fornitura di servizi informatici e professionali e dei contratti di lavoro del personale ad essi dedicato - si sono venuti a modificare profondamente ed hanno subito un notevole ridimensionamento. In particolare, i contratti di fornitura dei servizi in essere si sono ridotti passando da 27 a 10 (a cui va aggiunto un nuovo Accordo di Sviluppo

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

Commerciale¹ di cui si dirà meglio nelle pagine seguenti) mentre, a seguito di licenziamenti e dimissioni, il personale dipendente facente parte del ramo *ex* TECHUB è passato da 11 unità a sole 6 unità.

Come si avrà modo di vedere, a seguito delle rettifiche introdotte dal Dott. Capozzi, i dipendenti ed i relativi costi sono stati attribuiti alle *subaree* di operatività del ramo in cui i singoli soggetti vengono prevalentemente utilizzati e all'interno delle quali saranno trasferiti i relativi rapporti di lavoro.

Ad ulteriore conferma delle rilevanti modifiche intervenute nella struttura organizzativa del ramo, si fa presente come la stessa articolazione del ramo in *subaree* si è venuta a modificare profondamente.

In sintesi, gli elementi finora richiamati portano quindi a ritenere la presente valutazione profondamente differente dalle precedenti per i seguenti motivi:

- a) il riferimento temporale della stima va fatto alla data del 30.11.2018 e non più del 31.12.2017;
- b) i dati utilizzati sono, in questo caso, dati prospettici, mentre le precedenti valutazioni si basavano sui dati consuntivi riferiti ad ARES e relativi ai primi 9 mesi del 2017;
- c) come anticipato, la composizione delle parti in cui il ramo può essere suddiviso, che possono, ove necessario, essere alienate separatamente – risulta notevolmente modificata, sia dal punto di vista qualitativo, relativo alla definizione del perimetro delle *subaree*, che per quanto attiene agli aspetti quantitativi riferiti, ad esempio, al numero di contratti attivi. Infatti, nell'attuale ripartizione, le *subaree* fanno riferimento: per quanto attiene alla *Subarea 1 Credito + AUBAY* ai risultati dei servizi relativi al prodotto C3L1; mentre le altre *subaree* sono state individuate facendo riferimento ai risultati della commercializzazione e delle consulenze relative al prodotto

¹ Come anticipato in precedenza, dalle informazioni acquisite, lo scrivente è stato informato dal Dott. Capozzi della esistenza di un accordo di commercializzazione in esclusiva (A.S.C.), sottoscritto da ARES TECH con un primario operatore del settore credito: a seguito delle trattative poste in essere dal Curatore, tale accordo consentirebbe al ramo di azienda *ex* TECHUB ed ai suoi potenziali acquirenti di beneficiare della possibilità di realizzare, per un periodo di 5 anni, all'interno della *Subarea Credito*, un fatturato complessivo di Euro 2.500.000 (corrispondente ad Euro 500.000 annui), garantendo al ramo una marginalità operativa pari al 25% del fatturato. Come si avrà modo di vedere, larga parte dei risultati positivi prospettici del ramo derivano da tale accordo che, però, presume la concessione in esclusiva all'operatore del settore, della commercializzazione del prodotto C3L1 presso i vecchi e i nuovi clienti dell'area credito facenti parte del ramo *ex* TECHUB, nonché la fornitura da parte dello stesso operatore delle risorse necessarie a sviluppare le attività previste dal contratto.

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

IT-SHIELD (*Subarea 2*) ed al prodotto T-LIP (*Subarea 3*). Questi ultimi, invece, nelle precedenti valutazioni venivano trattati congiuntamente all'interno dell'area definita "sicurezza"; in conseguenza di ciò anche la terza *subarea* considerata nella presente valutazione differisce notevolmente da quella considerata precedentemente;

- d) i dati ricevuti per la valutazione al 30.11.2018 si limitano ai costi diretti per fornitori e personale ed escludono, quindi, tutti i costi e i ricavi attribuibili alla gestione di ARES TECH; come detto, tali dati incorporano i ricavi e costi relativi all'Accordo di Sviluppo Commerciale (da ora in poi definito anche "A.S.C.") concluso da ARES TECH con l'operatore del settore relativo alla commercializzazione in esclusiva dei prodotti della *Subarea Credito*;
- e) i costi relativi ai fornitori e al personale dipendente rappresentano, pertanto, gli unici costi considerati – all'interno dei dati forniti allo scrivente - nella determinazione del risultato economico: questi ultimi sono stati imputati ai singoli contratti. Per quanto attiene ai costi del personale va fatto presente che, al fine di agevolare la cessione delle singole aree, i dipendenti sono stati allocati all'interno della *subarea* in cui vengono prevalentemente utilizzati. In applicazione di tale principio, il costo dell'unico dipendente amministrativo, è stato integralmente imputato alla *Subarea Credito*, anche se nella gestione attuale di ARES TECH lo stesso svolge attività amministrativa anche a beneficio delle altre *subaree*. Come accennato, l'adozione di tale approccio riduce notevolmente la aleatorietà legata alla scelta dei criteri di ripartizione dei costi comuni che, invece, influenzava fortemente le precedenti valutazioni e, soprattutto, consente di far coincidere i costi delle risorse considerate con il perimetro delle *subaree* oggetto di cessione.

Dopo aver evidenziato gli elementi che differenziano il presente elaborato rispetto alle valutazioni precedentemente effettuate, lo scrivente tiene a rimarcare anche che, all'interno della presente perizia, alcuni aspetti sono stati sviluppati in maniera analoga rispetto alle precedenti valutazioni.

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

Tra questi si evidenzia come, sulla base delle indicazioni ricevute dal Dott. Capozzi, il valore patrimoniale dei software C3L1, IT-SHIELD e T-LIP è stato considerato invariato e, pertanto, nella presente valutazione si continuerà a fare riferimento agli importi determinati, in relazione alla data del 31.12.2017, nella perizia di stima redatta, su incarico del Curatore, dall'Ing. Silvia Torrani nei primi mesi del 2018, mentre il valore delle altre attrezzature, quand'anche non rilevante, è stato prudenzialmente ridotto del 50%², portandolo da Euro 5.000 a Euro 2.500.

In merito alle metodologie valutative adottate, lo scrivente conferma come, anche nel caso in oggetto, il metodo ritenuto più idoneo ad esprimere il valore teorico del ramo considerato nel suo complesso (oltre che delle *subaree* che lo compongono) è rappresentato dal *metodo misto con stima autonoma dell'avviamento*. Ovviamente, nel calcolare i valori dei redditi attualizzati e i rendimenti del capitale investito lo scrivente ha provveduto ad adeguare i tassi di riferimento adottati, utilizzando i più aggiornati parametri disponibili alla data di riferimento della presente valutazione. In particolare, come si avrà modo di vedere nel dettaglio al paragrafo 4.3, nel corso dell'ultimo anno, i tassi adottati per il calcolo dei valori attualizzati hanno subito un incremento abbastanza marcato.

Infine, si ribadisce come, anche nel caso di specie:

- il perimetro del ramo e delle *subaree* continua ad escludere qualsiasi credito o debito riveniente dalla gestione dei contratti considerati: in particolare, non sono state segnalate situazioni di inadempimento che possono comportare risoluzione dei contratti e/o applicazioni di penali;
- la valutazione non considera il valore delle rimanenze di lavori in corso;
- più in generale, il perimetro del ramo esclude qualsiasi componente patrimoniale relativa ai contratti oggetto di cessione, fatta eccezione per i *software* (C3L1, IT-SHIELD e T-LIP) e per i relativi diritti di

² Come si avrà modo di illustrare in dettaglio più avanti, tale importo è stato prudenzialmente oggetto di ammortamento in 5 anni adottando un'aliquota pari al 20%.

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

sfruttamento, nella misura in cui gli stessi sono trasferibili a terzi, nonché il modesto valore delle attrezzature informatiche che fanno parte del ramo precedentemente richiamate.

Alla luce di quanto appena detto, si tiene a far presente che i valori di stima risultanti dal presente elaborato andranno rettificati qualora l'oggetto della cessione a terzi dovesse includere elementi patrimoniali differenti da quelli di sfruttamento dei *software* appena richiamati. In conseguenza di ciò, qualora a seguito del subentro nei rapporti di lavoro, dovessero essere trasferite all'acquirente anche le obbligazioni maturate nei confronti del personale nel periodo antecedente alla data di cessione (ad esempio per TFR, ferie non godute e ratei di retribuzione), il valore di tali obbligazioni andrà portato in rettifica del prezzo del ramo o della *subarea* oggetto di trasferimento. Ad ogni modo, per quanto attiene al trasferimento delle obbligazioni verso i dipendenti, nel caso di specie, non si ritiene applicabile il regime previsto dall'art. 2112 c.c.

2. Descrizione dei dati ricevuti e modello di analisi

Come anticipato in premessa, la base dati utilizzata per sviluppare la presente valutazione è rappresentata dai dati economici previsionali riferiti all'esercizio 2019 forniti dall'Amministratore Unico di ARES TECH al Curatore del Fallimento TECHUB. In proposito, lo scrivente tiene a rimarcare che non è stata effettuata alcuna revisione contabile dei valori forniti, né controlli sull'affidabilità e relativa realizzabilità dei valori che gli sono stati comunicati dal Curatore del Fallimento TECHUB. Gli stessi sono stati considerati estensibili anche agli esercizi 2020-2023, in quanto l'orizzonte temporale limitato di durata considerato nella presente valutazione è pari a 5 anni e corrisponde anche al periodo di durata temporale del fondamentale Accordo di Sviluppo Commerciale relativo alla *Subarea Credito* ed al prodotto C3L1 intercorso con l'operatore di settore, i cui valori erano già stati originariamente inclusi all'interno della base informativa fornita da ARES TECH.

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

2.1 Articolazione delle subaree, contratti trasferiti e composizione dei ricavi delle vendite

Come si è già avuto modo di far presente nelle pagine precedenti, il ramo *ex* TECHUB accoglie, nella sua più recente formulazione, un numero complessivo di 10 contratti attivi (che, invece, nella prima delle precedenti valutazioni erano pari a 27); a questi ultimi va aggiunto l'Accordo di Sviluppo Commerciale già richiamato per un totale di n. 11 contratti. Tali contratti sono stati ritenuti in grado di produrre, nel corso dell'anno 2019, un fatturato complessivo pari ad Euro 1.086.616.

Come anticipato, gli stessi contratti che compongono il ramo possono essere attribuiti alle seguenti 3 *subaree* specifiche di operatività:

1. *Subarea 1: Credito + AUBAY;*
2. *Subarea 2: IT-SHIELD + ADRTEL;*
3. *Subarea 3: T-LIP + EMIRATES.*

La Subarea 1 Credito + AUBAY:

- ruota intorno al prodotto C3L1 tipico della realtà della società finanziaria;
- vede coinvolti n. 3 dipendenti (un addetto commerciale, il Sig. ██████████ un tecnico ██████████ esperto, il Sig. ██████████ e il Sig. ██████████ che si occupa dell'area amministrativa);
- accoglie n. 5 contratti relativi al settore creditizio: questi ultimi risultano essere i seguenti: AUBAY C3L1, FIDE, FIDITALIA, PITAGORA e SISTEMI INFORMATIVI; a questi andrà aggiunto il contratto denominato Accordo di Sviluppo Commerciale;
- in base alle ipotesi formulate, i contratti sopraindicati sono stati ritenuti in grado di produrre nel corso del 2019 un fatturato complessivo atteso della *Subarea* in oggetto, pari ad Euro 803.500. In particolare, il contratto A.S.C. accoglie il fatturato garantito dall'accordo non ancora operativo raggiunto con l'operatore del settore a cui si faceva cenno nelle pagine precedenti:

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

infatti, lo stesso rappresenta un *asset* potenziale della *Subarea Credito* e, grazie agli accordi raggiunti dal Curatore del Fallimento con la controparte, i relativi effetti economici potranno, a determinate condizioni, essere trasferiti all'aggiudicatario della *Subarea 1*.

La tabella che segue fornisce la scomposizione del fatturato atteso, unitamente al dettaglio dei costi dei fornitori relativi ai singoli contratti che fanno capo alla *Subarea 1 Credito*.

<i>Subarea 1 Credito + AUBAY</i>	TOTALE PREVISIONALE 2019	AUBAY C3LI	A.S.C.	FIDE	FIDITALIA	PITAGORA	SISTEMI INFORMATIVI
TOTALE RICAVI	803.500	200.000	500.000	10.000	20.000	13.500	60.000
COSTI FORNITORI	-452.500	-67.500	-376.250	-1.250	-1.250	-1.250	-5.000
MARGINE OPERATIVO	351.000	132.500	123.750	8.750	18.750	12.250	55.000

Come si può notare, larga parte dei ricavi attesi del ramo deriva dall'Accordo di Sviluppo Commerciale che, da solo, produce il 63% circa del fatturato della *Subarea Credito* ed il 46% del fatturato totale del ramo *ex* TECHUB.

La *Subarea 2 IT-SHIELD + ADRTEL* invece:

- ruota intorno al prodotto IT-SHIELD;
- vede ricondotto al suo interno n. 1 dipendente di estrazione tecnica (il Sig. [REDACTED]);
- include i risultati prodotti da n. 3 contratti rappresentati da: ADRTEL, LOTTOMATICA e SNAI: tali contratti sono stati ritenuti in grado di generare, nel corso del 2019, un fatturato complessivo pari ad Euro 116.020.

La tabella di seguito riportata presenta l'importo del fatturato e dei costi dei fornitori suddivisi per singolo contratto che compone la *Subarea 2 IT-SHIELD + ADRTEL*.

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

Subarea 2 IT-SHIELD + ADRTEL	TOTALE PREVISIONALE 2019	ADRTEL	LOTTOMA TICA	SNAI
TOTALE RICAVI	116.020	47.520	40.500	28.000
COSTI FORNITORI	-74.078	-54.328	-3.750	-16.000
MARGINE OPERATIVO	41.942	-6.808	36.750	12.000

Infine, come evidenziato dalla tabella che segue, la *Subarea 3 T-LIP + EMIRATES*:

- ruota attorno al prodotto T-LIP (per quanto attiene al contratto ITALTEL);
- vede impiegati n. 2 dipendenti con estrazione tipicamente tecnica (il Sig. [REDACTED] e il Sig. [REDACTED]);
- accoglie n. 2 contratti stipulati con ITALTEL pur l'uso del prodotto T-LIP ed EMIRATES per una attività di *office management* che si ritengono in grado di produrre, nel corso del 2019, un fatturato atteso pari ad Euro 167.096.

Subarea 3 T-LIP + EMIRATES	TOTALE PREVISIONALE 2019	ITALTEL	EMIRATES
TOTALE RICAVI	167.096	137.096	30.000
COSTI FORNITORI	-39.750	-39.750	0
MARGINE OPERATIVO	127.346	97.346	30.000

In sintesi, alla luce di quanto sopra descritto e come sinteticamente riportato nella tabella che segue, il fatturato prospettico del ramo *ex* TECHUB riferito al 2019 risulta pari ad Euro 1.086.616, lo stesso è attribuibile:

- per il 73,95% alla *Subarea 1*, che è stata ritenuta capace di generare un fatturato annuo pari ad Euro 803.500;
- per il 10,68% alla *Subarea 2*, che dovrebbe generare nel corso del 2019 un fatturato di Euro 116.020;
- per il 15,38% alla *Subarea 3*, che è stata ritenuta in grado di produrre un fatturato annuo pari ad Euro 167.096.

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

Ramo ex TECHUB	Totale RICAVI	Incidenza % Ricavi
Subarea 1 Credito + AUBAY	803.500	73,95%
Subarea 2 IT-SHIELD + ADRTEL	116.020	10,68%
Subarea 3 T-LIP + EMIRATES	167.096	15,38%
TOTALE	1.086.616	100,00%

2.2 Costo dei fornitori

Come appena indicato ed evidenziato nel dettaglio all'interno della tabella che segue, il costo dei fornitori del ramo ex *TECHUB* - pari a complessivi Euro 566.328 - è stato considerato direttamente collegato ai singoli contratti che fanno parte del ramo ed in conseguenza di ciò è stato incluso tra i costi diretti delle singole *subaree* in cui il ramo ex *TECHUB* può essere suddiviso.

Subarea di riferimento		2	1	1	3	1	1	3	2	1	1	2
	PROVISIONALE 2019	ADRTEL	AUBAY C3LI	A.S.C.	EMIRATES	FIDE	FIDITALIA	ITALTEL	LOTTOMATICA	PITAGORA	SISTEMI INFORMATIVI	ENAI
TOTALE	566.328,00	54.528	67.500	376.350	0	1.250	1.250	30.750	3.750	1.250	5.000	16.000
ADRTEL	4.392,00	100%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ARUBA	25.000,00	0	30%	5%	0	5%	5%	15%	15%	5,00%	20%	0
AUBAY EXTERNAL PER C3LI	60.000,00	0	100%	0	0	0	0	0	0	0	0	0
AUBAY EXTERNAL PER LI	36.000,00	0	60.000	0	0	0	0	100%	0	0	0	0
CLOUD EUROPE	17.728,00	100%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
OTHERS per A.S.C.	375.000,00	0	0	100%	0	0	0	0	0	0	0	0
LEDFIZZI	17.568,00	100%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
NEUSTAR	16.000,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	100%
TERRA	3.660,00	100%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
UNIDATA	10.900,00	100%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
		10.900	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

Dalla lettura della tabella sopra riportata si evince come alla *Subarea 1* sono stati complessivamente correlati Euro 452.500 di costi dei fornitori, mentre Euro 74.078 ed Euro 39.750 sono stati, rispettivamente, ritenuti di competenza delle *Subaree 2 e 3*. In particolare si fa presente come larga parte dell'importo dei costi dei fornitori attribuito alla *Subarea 1 Credito* sia attribuibile all'Accordo di Sviluppo Commerciale (A.S.C.) per Euro 375.000; come detto, tale importo rappresenta il valore delle risorse ritenute necessarie per sviluppare i servizi che generano il fatturato stimato di Euro 500.000 annui, correlato al più volte richiamato Accordo di Sviluppo Commerciale concluso da ARES TECH con un primario operatore del settore credito. In proposito si fa presente che tali risorse sono state considerate come acquisite dallo stesso soggetto che garantisce il fatturato.

Infatti, il sottoscritto ha avuto modo di verificare con il Curatore del Fallimento TECHUB che tra le *assumptions* che hanno portato a sviluppare i dati reddituali del 2019 riferiti al ramo *ex* TECHUB, è stato ipotizzato che il contratto di commercializzazione sopra richiamato potesse apportare alla *Subarea 1* una marginalità pari al 25% del fatturato annuo atteso, che garantisce un contributo di Euro 125.000 al margine lordo annuo. In conseguenza di ciò, si è ipotizzato che a fronte di un fatturato annuo atteso per il 2019 pari ad Euro 500.000 il valore di risorse acquisite da fornitori esterni sia pari ad Euro 375.000.

A completamento dell'analisi va detto come i valori riportati all'interno della tabella che fornisce il dettaglio dei costi dei fornitori evidenziano come in 9 casi su 10 i fornitori sono relativi ad un unico contratto: la sola eccezione al criterio della diretta correlazione è costituita dai costi per servizi forniti da ARUBA e relativi al *clouding*: ipotizzati nel loro complesso pari ad Euro 25.000. Infatti, ARUBA fornisce servizi relativi a n. 8 contratti, appartenenti anche a *subaree* differenti, con un peso percentuale che oscilla tra un massimo del 30% e un minimo del 5%; a ben vedere, l'imputazione della quota di tale costo è comunque avvenuta considerando l'utilizzo richiesto da ogni specifico contratto degli spazi in *cloud* e, pertanto, appare oggettiva e pienamente accettabile. A riguardo, va comunque fatto presente che una percentuale complessiva pari al 70% del costo dei servizi di ARUBA risulta correlata a n. 6

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

contratti tutti appartenenti alla *Subarea 1*, mentre il restante 30% viene equamente attribuito ai contratti LOTTOMATICA ed ITALTEL facenti, rispettivamente, parte della *Subarea 2* e della *Subarea 3*.

Ramo ex TECHUB	Totale RICAVI	Totale COSTI per SERVIZI	Incidenza % Ricavi Assorbiti
<i>Subarea 1 Credito + AUBAY</i>	803.500	452.500	56,32%
<i>Subarea 2 IT- SHIELD + ADRTEL</i>	116.020	74.078	63,85%
<i>Subarea 3 T- LIP + EMIRATES</i>	167.096	39.750	23,79%
TOTALE	1.086.616	566.328	52,12%

La ripartizione dei costi dei fornitori delle *subaree* consente di verificare come la *Subarea 1 Credito + AUBAY* vede assorbito poco più del 56% dei ricavi attesi dai costi dei fornitori; tale percentuale sale a circa il 64% per la *Subarea 2 IT-SHIELD + ADRTEL* e corrisponde, invece, a circa il 24% per la *Subarea 3 T-LIP + EMIRATES*.

In conseguenza di ciò, nel caso della *Subarea 1 Credito + AUBAY*, poco meno del 44% dei ricavi attesi è destinato a coprire gli altri costi (costi per il personale e ammortamenti) e contribuire alla generazione dell'utile; mentre, nel caso della *Subarea 2 IT-SHIELD + ADRTEL* sale a circa il 36% del fatturato destinato quindi a coprire gli altri costi ed a contribuire alla formazione dell'utile di periodo. Tale percentuale aumenta ulteriormente nel caso della *Subarea 3 T-LIP + EMIRATES* ed è pari a poco più del 76% dei ricavi attesi.

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

2.3 Costi del personale

Come precedentemente indicato, i costi del personale sono relativi ai 6 dipendenti ancora in forza presso il ramo: di queste, oltre ad un addetto all'area commerciale, il Sig. [redacted] ed un dipendente amministrativo (il Sig. [redacted]), n. 4 dipendenti sono tecnici informatici di cui uno (il Sig. [redacted]) specializzato nella gestione del prodotto C3L1 utilizzato nella *Subarea 1 Credito + AUBAY*. I costi del personale dipendente, pari nel loro complesso ad Euro 244.536, vengono riportati all'interno della tabella che segue attribuendo il costo di ogni dipendente ai contratti e alle *Subaree* facenti parte del ramo ex TECHUB.

Subarea di riferimento	1	1	1	3	1	1	3	2	1	1	2	
DIPENDENTE	RAL 2019	ADRTEL	AUBAY C3L1	A.S.C.	EMIRATES	[redacted]	[redacted]	LOTTOMATICA	PITAGORA	SISTEMI INFORMATIVI	SNAI	
TOT	244.536	4.405	38.670	86.700	21.545	0	0	36.032	16.153	0	32.221	8.811
	100%		40%	30%				0%			30%	
1 - CREDITO+AUBAY	57.214	0	22.885	17.164	0	0	0	0	0	0	17.164	0
	100%	15%	0%	0%					55%		0%	30%
2 - ITSHIELD+ADRTEL	29.369	4.405	0	0	0	0	0	0	16.153	0	0	8.811
	100%	0%	0%	0%	70%			30%				
3 - TLIP+EMIRATES	28.717	0	0	0	20.102	0	0	8.615	0	0	0	0
	100%			85%							15%	
1 - CREDITO+AUBAY	55.277	0	0	46.986	0	0	0	0	0	0	8.292	0
	100%		35%	50%							15%	
1 - CREDITO+AUBAY	45.100	0	15.785	22.510	0	0	0	0	0	0	6.765	0
	100%				5%			95%	0%			
3 - TLIP+EMIRATES	28.860	0	0	0	1.443	0	0	27.417	0	0	0	0

Come si evince chiaramente dalla tabella sopra riportata:

- n. 3 risorse sono impegnate all'interno della *Subarea 1*: di queste, n. 2 dipendenti sono totalmente assorbiti dalle attività tipiche dei contratti della *Subarea 1 Credito + AUBAY* che impegna totalmente il Sig. [redacted] addetto commerciale, che presenta un RAL 2019, pari ad Euro 57.214 ed il Sig. [redacted], tecnico specialista del settore credito, che presenta un RAL 2019 pari ad Euro 55.277; a questi va aggiunto il Sig. [redacted] che, dalle informazioni assunte, risulta occuparsi della gestione amministrativa con impiego prevalente nell'area credito, il cui RAL 2019, pari ad Euro 45.100, è stato interamente imputato tra i costi relativi alla *Subarea 1 Credito + AUBAY*. Alla luce di quanto appena detto, il costo delle tre risorse di personale relative alla *Subarea 1 Credito + AUBAY* risulta complessivamente pari ad Euro 157.591.

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

- Invece, risultando il Sig. [redacted] l'unico addetto imputato alla Subarea 2 IT-SHIELD + ADRTEL, il suo RAL 2019 pari ad Euro 29.369 rappresenta il costo del personale della seconda subarea.
- Infine, i costi del RAL 2019 relativi ai dipendenti tecnici [redacted] sono stati integralmente inclusi all'interno della Subarea 3, legata al prodotto T-LIP ed ai contratti ITALTEL ed EMIRATES, per un controvalore complessivo di Euro 57.576.

	Dipendente	RAL 2019	Incidenza %
Subarea 1 CREDITO + AUBAY	[redacted]	57.214	64,44%
	[redacted]	55.277	
	[redacted]	45.100	
	TOTALE Subarea 1	157.591	
Subarea 2 IT- SHIELD + ADRTEL	[redacted]	29.369	12,01%
	TOTALE Subarea 2	29.369	
Subarea 3 T- LIP + EMIRATES	[redacted]	28.716	23,54%
	[redacted]	28.860	
	TOTALE Subarea 3	57.576	
TOTALE RAMO ex TECHUB		244.536	100,00%

2.4 Ammortamenti

In relazione a tale aspetto lo scrivente tiene ad evidenziare che, anche se, come più volte detto, la presente valutazione non prende in considerazione i costi generali ed i costi di struttura, nello sviluppo di questo elaborato non si può omettere di considerare un fondamentale aspetto che include all'interno della valutazione gli importi che esprimono la perdita di valore dei software attorno ai quali sono state costruite le tre Subaree in cui il ramo di azienda ex TECHUB può essere suddiviso.

Infatti, anche se ai fini del presente elaborato il Curatore del Fallimento TECHUB aveva comunicato allo scrivente che, per quanto attiene la valutazione dei software C3LI, IT-SHIELD e T-LIP si poteva far riferimento ai valori che emergono dall'elaborato prodotto dal perito incaricato dal Tribunale, Ing.

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

Silvia Torrani, ed anche se i dati prodotti dall'Amministratore di ARES TECH e trasferiti al sottoscritto dal Curatore non includevano il valore dell'ammortamento dei *software*, lo scrivente ha ritenuto di considerare come tali *software*, anche se il loro valore è stato fortemente svalutato dal perito incaricato, possano nel tempo subire una fisiologica perdita di valore. Quindi, ai fini della determinazione dei risultati economici prospettici 2019 da porre alla base del calcolo del valore del ramo, si è ritenuto necessario considerare un ammortamento del valore di tali *software*; quest'ultimo è stato determinato seguendo un approccio prudenziale e reso convenzionalmente pari al 20% annuo del valore determinato dall'Ing. Torrani (che, lo si ricorda, aveva considerato solo una parte del costo parametrico di produzione di tali *software*). Analogo ragionamento è stato fatto per le attrezzature informatiche, il cui valore residuo di Euro 2.500 è stato imputato - sulla base delle indicazioni ricevute dal Dott. ~~XXXXXX~~ Amministratore di ARES TECH, e confermate dal Dott. Capozzi - alle *subaree* nella misura del 20% alla *Subarea 1*, del 60% alla *Subarea 2* e del 20% alla *Subarea 3*; successivamente tali importi sono stati ammortizzati in 5 anni a quote costanti. In tal modo si può ipotizzare che, al termine del quinquennio considerato, tali *software* e le attrezzature informatiche abbiano un valore pari a zero.

Pertanto, partendo dagli importi sopra richiamati si può giungere a determinare i seguenti valori di ammortamento annuo che saranno considerati tra i costi delle componenti del ramo *ex* TECHUB.

Software	Subarea	Valore	Ammortamento annuo al 20%	Incidenza %
C3L1	1 – Credito + AUBAY Attrezzature (20%)	366.600 500	73.420	83,46%
IT-SHIELD	2 – IT-SHIELD + ADRTEL Attrezzature (60%)	18.370 1.500	3.974	4,52%
T-LIP	3 – T-LIP + EMIRATES Attrezzature (20%)	52.400 500	10.580	12,02%
TOTALE Software + Attrezzature		439.870	87.974	100%

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

Come indicato nelle pagine che seguono, nel determinare il risultato economico lordo del ramo *ex* TECHUB, tali importi verranno portati a rettifica del margine operativo di ogni singola *Subarea* ma, a differenza di quanto finora accaduto per i costi dei fornitori e del personale, non disponendo di dati analitici, il valore degli ammortamenti è stato imputato a livello di *Subarea*, piuttosto che a livello di singolo contratto.

Dalla tabella precedentemente riportata emerge come gli ammortamenti annui imputati all'interno del risultato economico di periodo siano, nel loro complesso, pari a 87.974 Euro: di questi Euro 73.420, pari al 83,46% del totale ammortamenti, sono relativi alla *Subarea 1* che accoglie al suo interno il *software* di maggiore valore; mentre Euro 3.974, pari al 4,52% del totale ammortamenti, sono riferiti alla *Subarea 2*, che accoglie il *software* IT-SHIELD di valore più ridotto. Infine, la *Subarea 3* è caratterizzata da un costo per ammortamenti annui pari ad Euro 10.580 che rappresenta il 12,02% del totale ammortamenti.

2.5 Calcolo delle imposte e determinazione del risultato economico netto

Nei paragrafi precedenti si è visto come la sottrazione dal valore dei ricavi dei costi dei fornitori, del personale e degli ammortamenti del *software*, dia origine al *Risultato Economico Lordo* dal quale, per giungere al *Reddito Netto*, andrà successivamente sottratto il valore delle imposte sul reddito qui determinato considerando una aliquota media del 28,82%.

La tabella di seguito riportata dà evidenza di tale calcolo, imputando alle singole *subaree* la quota degli oneri fiscali ad ognuna di queste attribuibile.

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

CONTO ECONOMICO PREVISIONALE 2019	TOTALE	SUBAREA 1 - CREDITO + AUBAY	SUBAREA 2 - IT-SHIELD + ADRTEL	SUBAREA 3 - T-LIP + EMIRATES
TOTALE RICAVI	1.086.616	803.500	116.020	167.096
COSTI FORNITORI	-566.328	-452.500	-74.078	-39.750
MARGINE OPERATIVO	520.288	351.000	41.942	127.346
COSTI PERSONALE	-244.536	-157.591	-29.369	-57.576
AMMORTAMENTO	-87.974	-73.420	-3.974	-10.580
UTILE LORDO	187.778	119.989	8.599	59.190
IMPOSTE	-54.118	-34.581	-2.478	-17.059
REDDITO NETTO	133.660	85.408	6.121	42.131
INCIDENZA %	100%	63,90%	4,58%	31,52%

Dalla stessa si evince come, a fronte di un risultato complessivo atteso del ramo *ex TECHUB* per il 2019 al netto delle imposte pari ad Euro 133.660, il risultato della *Subarea 1 Credito + AUBAY* risulta pari ad Euro 85.408; quello della *Subarea 2 IT-SHIELD + ADRTEL* è pari ad Euro 6.121, mentre quello della *Subarea 3 T-LIP + EMIRATES* è pari ad Euro 42.131.

Tali valori saranno utilizzati per alimentare il modello di analisi del valore prescelto tra quelli che verranno qui di seguito sinteticamente illustrati.

3. I modelli di valutazione di aziende: scelta ed applicazione del modello di stima del ramo *ex TECHUB*

3.1 I modelli di valutazione delle aziende: una sintetica descrizione

Visto l'incarico ricevuto, al fine di poter giungere a determinare il valore teorico del ramo di azienda *ex TECHUB* declinato nelle sue tre componenti (*subaree*), è necessario fornire una breve descrizione ed analisi critica delle possibili metodologie per la valutazione delle aziende, al fine di individuare quella che più si adatta alla fattispecie in oggetto.

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

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 giungere alla stima del valore del ramo d'azienda *ex* TECHUB, alla data di riferimento del 30.11.2018.

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 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

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

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 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 che approssima il valore di liquidazione.

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

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

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

I *metodi patrimoniali complessi* 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:

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

- 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 (reddituale o finanziari) ed il patrimonio netto rettificato determinato con il metodo patrimoniale semplice attraverso il quale si rideterminano le attività e passività a valori correnti.

3.2 Scelta del modello di stima applicabile nel caso del ramo ex TECHUB

Da quanto detto nel corso del precedente paragrafo, 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 sui valori patrimoniali (metodi patrimoniali semplici e complessi) hanno il pregio di essere dotati di una maggiore oggettività, dal momento che fondano la stima 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 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

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

sulla determinazione del valore di ciascun disegno imprenditoriale sono differenti a seconda della natura dello stesso.

Nel caso in esame, si ritiene che, considerando le caratteristiche proprie del ramo *ex* TECHUB e la tipologia di dati disponibili, la stima del valore economico del ramo d'azienda oggetto del presente elaborato, possa essere utilmente effettuata facendo riferimento al *metodo misto con stima autonoma dell'avviamento basato su dati reddituali*. Infatti, come illustrato nel paragrafo 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)³ e il valore attuale dei sovra redditi (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. Nel caso qui considerato, inoltre, tra gli elementi disponibili è presente una valutazione dei *software* operata, in tempi sufficientemente recenti, da un perito specializzato nominato dal Tribunale.

D'altro canto, essendo quello *ex* TECHUB un ramo in continuità, appartenente ad una realtà aziendale che fornisce servizi e che, nonostante il fallimento, grazie all'affitto del ramo ha continuato ad operare in condizioni di funzionamento, la componente reddituale deve essere considerata unitamente a quella patrimoniale, soprattutto nel caso in cui i valori su cui si basa la stima risultano essere, come nel caso della presente valutazione, di tipo prospettico.

³ Nel caso di specie, vista la assenza di passività, gli unici valori considerati corrispondono a quelli dei software e delle attrezzature inventariate dal curatore relative al ramo in oggetto.

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

Il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento, permette, peraltro, di limitare la durata dei sovraredditi ad un periodo 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 del ramo *ex* TECHUB, 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_n è il reddito futuro previsto;

i'' è il tasso di interesse;

v è il fattore di attualizzazione.

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 dell'azienda 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;

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

- 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).

4. La valutazione del ramo di azienda ex TECHUB in applicazione del metodo misto

Nelle pagine che seguono si procederà ad illustrare le modalità applicative del modello ritenuto dallo scrivente più idoneo per determinare il valore da attribuire al ramo d'azienda ex TECHUB ed alle tre *subaree* che lo compongono. A tal fine, applicando il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento generato, descritto nel precedente paragrafo, si procederà sviluppando analiticamente i seguenti passaggi logici (a ciascuno dei quali verrà dedicato uno specifico sottoparagrafo):

- 4.1 *Stima del patrimonio netto rettificato del ramo d'azienda ex TECHUB;*
- 4.2 *Determinazione dei flussi di reddito del ramo ex TECHUB;*
- 4.3 *Stima del tasso di rendimento e del reddito "normale" del capitale netto del ramo ex TECHUB;*
- 4.4 *Stima del valore del ramo d'azienda ex TECHUB.*

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

4.1 Stima del patrimonio netto rettificato del ramo d'azienda ex TECHUB

Come anticipato, sulla base delle informazioni fornite allo scrivente, il ramo oggetto della valutazione risulta composto dalle seguenti categorie di elementi:

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

Va, innanzitutto premesso come, vista anche la composizione del parco clienti e la variabilità dei contratti che caratterizzano il ramo ex TECHUB, la stima autonoma del valore dei contratti commerciali e del parco clienti nel caso di specie risulta poco opportuna; infatti lo scrivente ritiene che, piuttosto che considerare tali elementi come un *asset* autonomo, questi ultimi possono, nel caso del ramo ex TECHUB, essere tranquillamente valorizzati all'interno della analisi della redditività prospettica di seguito illustrata, che porta ad attribuire un valore positivo all'avviamento.

Si ribadisce inoltre come, in base alle informazioni acquisite dallo scrivente, dal punto di vista patrimoniale risulta che nessun credito o debito o altre attività o passività patrimoniali vengono ad essere trasferiti a seguito della cessione a terzi del ramo o delle parti che lo compongono: nel caso in esame, si è inoltre ipotizzato che la cessione da parte di una procedura concorsuale faccia cadere il regime di coobbligazione previsto dal codice civile per i debiti da rapporto di lavoro dipendente. Ovviamente, qualora tale fattispecie dovesse verificarsi, occorrerà tenerne conto nella determinazione del prezzo di cessione.

Per quanto attiene alla stima del software, lo scrivente, in base alle indicazioni ricevute dal Curatore del Fallimento TECHUB, ha fatto riferimento ai valori riportati all'interno della perizia redatta dall'Ing.

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

Silvia Torrani, datata il 26 gennaio 2018, nella quale dopo accurata analisi, ai software aziendali C3L1, IT-SHIELD e T-LIP è stato assegnato, come già detto, un valore complessivo pari a Euro 437.370⁴.

Per quanto attiene al valore dei *beni mobili e strumentali*, così come descritti nel prospetto allegato al contratto di affitto del ramo, risultando questi ultimi composti da attrezzature informatiche di scarso valore, agli stessi è stato attribuito un valore indicativo omnicomprensivo pari ad Euro 2.500⁵.

Pertanto, sulla base delle considerazioni sin qui sviluppate, tenuto conto che con il ramo in oggetto non viene trasferito alcun elemento patrimoniale, il valore del patrimonio netto rettificato riferito al ramo *ex* TECHUB risulta complessivamente pari a Euro 439.870 e lo stesso può essere attribuito alle tre *subaree* così come riportato nella tabella che segue.

	SUBAREA 1 - CREDITO + AUBAY	SUBAREA 2 - IT- SHIELD + ADRTEL	SUBAREA 3 - T-LIP + EMIRATES	TOTALE
Valore	C3L1	IT-SHIED	T-LIP	
Software	366.600	18.370	52.400	437.370
Attrezzature	500	1.500	500	2.500
TOTALE	367.100	19.870	52.900	439.870
INCIDENZA %	83,46%	4,52%	12,02%	100,00%

4.2 Determinazione dei flussi di reddito del ramo ex TECHUB

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

⁴ 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 a cui si fa esplicito rinvio, sono privi di valore commerciale.

⁵ Nella precedente perizia di stima tale valore era stato considerato pari ad euro 5.000, ma visto il periodo temporale decorso e considerato che si tratta di attrezzature informatiche soggette ad elevato livello di obsolescenza, tale valore è stato prudenzialmente dimezzato in base alle informazioni ricevute dall'Amministratore di ARES TECH, Dott. [REDACTED] ed è stato ricondotto in base all'utilizzo delle macchine informatiche (pc e server) per il 20% all'interno della *Subarea 1*, per il 60% alla *Subarea 2* e per il restante 20% alla *Subarea 3*.

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

- a) come detto, la determinazione dei flussi di reddito è avvenuta sulla base dei dati prospettici forniti da ARES TECH, ma rivisti e rettificati dal curatore del Fallimento TECHUB, Dott. Enrico Maria Capozzi, il quale ha anche verificato la sussistenza delle condizioni giuridiche ed economiche per la prosecuzione ed il trasferimento dei contratti operativi in essere e per la inclusione all'interno dei dati reddituali, dei valori prodotti dall'Accordo di Sviluppo Commerciale del prodotto C3L1 non ancora operativo alla data della presente valutazione⁶;
- b) il fallimento di TECHUB ha certamente portato ad una riduzione della capacità di contribuire al processo di creazione della ricchezza dei contratti facenti originariamente 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 molteplici riunioni ed interlocuzioni avute con il Curatore ed il *management* della società, rappresenta una *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. Tale elemento ha contribuito alla notevole riduzione del numero dei contratti in essere (che, come detto, passa da 27 a 10) e del personale in forze (che passa da 11 a 6 unità) va, comunque, detto che dal punto di vista economico, tale fenomeno ha consentito anche di eliminare dai risultati aziendali alcune inefficienze legate alla gestione di ARES TECH.
- c) lo scrivente ha ricevuto dal Dott. Capozzi i dati prospettici riferiti all'esercizio 2019 prodotti da ARES TECH e relativi al ramo oggetto di valutazione, con la indicazione che gli stessi si sarebbero potuti ritenere ragionevolmente realizzabili, senza che intervenissero particolari modifiche, anche nel quadriennio successivo, che rappresenta l'orizzonte temporale posto alla base della presente valutazione.

⁶ Il riferimento può essere fatto all'Accordo di Sviluppo Commerciale raggiunto da ARES con l'operatore del settore i cui risultati sono stati inclusi, a seguito di esplicita richiesta del Dott. Capozzi, all'interno dei dati previsionali su cui è stata basata la stima dei valori reddituali.

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

Per tali motivi, la determinazione dei flussi reddituali da porre alla base della valutazione è avvenuta da parte dello scrivente partendo dai dati prospettici del 2019 riferiti al ramo ed alle *subaree* in cui lo stesso può essere suddiviso, utilizzando i valori riportati all'interno del file fornito al Curatore dall'Amministratore della società, Dott. ██████████ e dallo stesso Dott. Capozzi rivisti e parzialmente modificati.

Ovviamente, la determinazione dei risultati reddituali è stata operata partendo dal medesimo modello di calcolo dei risultati economici riferito descritto al capitolo 2: quest'ultimo, lo si ricorda, presuppone la assenza dei costi comuni e di struttura ed introduce, quale rettifica operata dallo scrivente, gli ammortamenti dei *software* e del valore delle attrezzature. Successivamente, dopo aver determinato l'utile lordo, tale risultato è stato ulteriormente rettificato per tenere conto dell'onere fiscale determinato ipotizzando una aliquota media di imposte sul reddito pari al 28,82%: quest'ultima è stata applicata direttamente all'utile lordo senza introdurre variazioni in aumento e/o in diminuzione del reddito imponibile.

La determinazione dei valori economici posti alla base del calcolo del reddito netto viene espressa nella tabella che segue da cui è possibile evidenziare come, il risultato economico complessivo netto del ramo *ex* TECHUB, riferito al 2019, risulta pari ad Euro 133.660.

CONTO ECONOMICO PREVISIONALE 2019	TOTALE	SUBAREA 1 - CREDITO + AUBAY	SUBAREA 2 - IT-SHIELD + ADRTEL	SUBAREA 3 - T-LIP + EMRATES
TOTALE RICAVI	1.086.616	803.500	116.020	167.096
COSTI FORNITORI	-566.328	-452.500	-74.078	-39.750
MARGINE OPERATIVO	520.288	351.000	41.942	127.346
COSTI PERSONALE	-244.536	-157.591	-29.369	-57.576
AMMORTAMENTO	-87.974	-73.420	-3.974	-10.580
UTILE LORDO	187.778	119.989	8.599	59.190
IMPOSTE	-54.118	-34.581	-2.478	-17.059
REDDITO NETTO	133.660	85.408	6.121	42.131
INCIDENZA %	100%	63,90%	4,58%	31,52%

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

Il risultato economico complessivo del ramo è attribuibile per Euro 85.408 alla *Subarea 1*, che da sola produce il 63,90% del risultato economico del ramo: tale *performance* positiva è ascrivibile, in larga parte, agli effetti prodotti dall'Accordo di Sviluppo Commerciale più volte citato, che garantisce la maggior parte dei flussi di reddito del ramo. A conferma di quanto appena detto, infatti, si evidenzia come il contributo della *Subarea 2* al risultato economico complessivo del ramo è pari ad Euro 6.121, corrispondente al 4,58 % del reddito netto totale; mentre il risultato della *Subarea 3* è pari ad Euro 42.131, corrispondente al 31,52% del risultato economico netto complessivo.

I sopraindicati valori sono stati adottati nel modello di stima del valore del ramo *ex TECHUB* quale espressione dei redditi futuri annui e, in conseguenza di ciò, sono stati proiettati su un orizzonte temporale quinquennale, e assoggettati alla procedura di attualizzazione sulla base dei tassi calcolati come descritto nel paragrafo che segue.

4.3 Stima del tasso per l'attualizzazione dei flussi di reddito riferito al ramo ex TECHUB

Come detto, nel processo di valutazione, dopo aver definito la entità dei 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 ritenuto che lo stesso non richieda alcun apporto di capitali di terzi nel corso dei prossimi cinque anni, ciò fa sì che nel caso qui considerato 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.

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

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» (L. Guatri, "La valutazione delle aziende. Teoria e pratica dei paesi avanzati a

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

confronto". Egea, Milano, 1990, pag. 70). In altre parole, si tratta del compenso minimo che un investitore si attende di ricevere per 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 rischio. 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 fatto corrispondere, ai fini del calcolo, 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 italiani, in cui si attribuisce un peso molto rilevante alla componente a medio e lungo termine.

Alla data di riferimento della valutazione in oggetto (Novembre 2018) detto valore, al netto dell'imposizione fiscale (pari al 12,5%), risultava pari allo 2,49%⁷, questo, pertanto, costituisce il valore che è stato assunto per determinare la remunerazione degli investimenti privi di rischio.

Determinato il rendimento ipotizzato per investimenti privi di rischio, possiamo ora ad occuparci della maggiorazione da apportare a detto tasso per tenere conto del rischio di impresa, che abbiamo in

⁷ Si fa in proposito presente che il valore lordo del *Rendistato* a Dicembre 2017 era pari a 1,05%, mentre a fine Ottobre 2018 tale valore risulta pari a 2,84%.

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

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 rappresentato 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;

β 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 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.*

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

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_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;

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 $(r_m - r_f)$ e β , ritenuti indispensabili per giungere al valore del premio per il rischio applicando il CAPM.

La determinazione del premio per l'investimento azionario, $(r_m - r_f)$, 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 $(r_m - r_f)$.

In più chiare parole, il premio per l'investimento azionario $(r_m - r_f)$, 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 Valutazione di aziende in crisi*, Dicembre 2016, pag. 37) ha ribadito che, negli

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

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, nella misura del 6%: la scelta in oggetto trova la sua giustificazione in due ordini di ragioni.

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

La seconda motivazione è da attribuire alla necessità di adottare 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 β , ossia di quel parametro la cui misura esprime una stima del rischio dell'impresa rispetto al mercato.

La misurazione del β 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, non trattandosi di un ramo appartenente ad una società quotata, non esistono pubblicazioni che forniscano direttamente il valore del β alla stessa applicabile.

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

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

Per quanto attiene alla individuazione del β da utilizzare nel caso del ramo ex TECHUB si è ritenuto opportuno prendere in considerazione la pubblicazione dei β 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.

Il β *unlevered corrected for cash* individuato è riferibile al β per il settore "Software (System & Application)" pari rispettivamente a 0,8⁸.

Come detto nel caso che ci occupa si farà riferimento al valore assunto dal β *unlevered*, considerato che il ramo d'azienda oggetto di valutazione non include alcun debito finanziario.

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

$$i = r + s$$

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

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

$$i = 2,49\% + (0,8 \times 6\%) = 7,29\%$$

Il che porta a determinare un tasso di rendimento del capitale proprio pari al 7,29%.

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,

⁸ Tale valore, a differenza di quanto accaduto per il tasso *risk free*, non ha subito negli ultimi mesi variazioni rispetto alle precedenti valutazioni.

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

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 di maggiori dimensioni 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 di più grandi dimensioni di beneficiare di aiuti statali in caso di difficoltà e così via. Si tenga, inoltre, conto che spesso aziende 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 maggiori 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 probabilità di *default* delle aziende più piccole 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.

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

La posizione dello scrivente è - a tal riguardo – allineata alla maggior parte della dottrina ed alla pratica professionale che ha affrontato l'argomento ritenendo, in linea di principio, opportuno considerare 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).

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 2,62%.

$$i = r + s + SRP$$

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

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

$$i = 2,49\% + (0,8 \times 6\%) + 2,62\% = 9,90\%$$

Le considerazioni sin qui esposte, portano ad assumere un rendimento atteso del capitale proprio pari al 9,90%, come risulta dalla soprariportata relazione metodologica, il che conduce alla determinazione di un tasso globale di attualizzazione pari al 9,90%.

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

4.4 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 compongono⁹.

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.

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_n rappresenta il reddito futuro previsto

i'' è il tasso di interesse

v esprime il fattore di attualizzazione.

⁹ Si ricorda come tale valore, pari ad Euro 439.870, 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 complessivo di Euro 437.370; a questo va sommato il valore di Euro 2.500 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 – UNIVERSITA' DI ROMA "TOR VERGATA"

Dottore Commercialista – Revisore Legale

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:

$$W = 439.870 + [(133.660-43.567)/(1+0,0990) + (133.660-43.567)/(1+0,0990)^2 + (133.660-43.567)/(1+0,0990)^3 + (133.660-43.567)/(1+0,0990)^4 + (133.660-43.567)/(1+0,0990)^5]$$

Considerato, inoltre, che il valore attuale dei flussi di sovrareddito riportati nella precedente formula - che, lo si ricorda, parte dalla ipotesi dell'esistenza di un valore di sovraredditi annui pari ad Euro 90.093 considerati immutati nel periodo di proiezione ipotizzato pari a 5 anni - fa emergere un avviamento positivo pari ad Euro 342.360, 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 439.870 - e dell'avviamento, pari all'attualizzazione dei sovraredditi futuri in questo caso corrispondenti ad Euro 342.360:

$$W = 439.870 + 342.360 = 782.230$$

Da quanto finora detto emerge che, in base alle risultanze del metodo misto appena descritto, il valore attribuibile al ramo *ex* TECHUB complessivamente considerato, applicando il metodo misto, è pari a complessivi Euro 782.230.

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 ad Euro 439.870 e ipotizza l'esistenza di un avviamento positivo pari a Euro 342.360; esso incorpora tutti i limiti e i vantaggi che derivano dalla applicazione della metodologia evidenziati nelle pagine precedenti.

Per rispondere al quesito ricevuto, dopo aver determinato il valore complessivo del ramo *ex* TECHUB, pari ad Euro 782.230, occorre procedere a suddividere lo stesso in relazione alle tre *subaree* che

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

compongono il ramo. Lo sviluppo del calcolo sopra riportato, distinto per singola *subarea*, porta ai risultati che vengono riportati all'interno della tabella che segue.

	TOTALE	SUBAREA 1 - CREDITO + AUBAY	SUBAREA 2 - IT-SHIELD + ADRTEL	SUBAREA 3 - T-LIP + EMIRATES
Metodo Patrimoniale	439.870	367.100	19.870	52.900
Metodo Misto				
Risultato economico	133.660	85.408	6.121	42.131
Rendimento Capitale	43.567	36.359	1.968	5.239
Sovra/Sottoreddito	90.093	49.049	4.153	36.892
Avviamento (5 anni; 9,9045%)	342.360	186.388	15.781	140.191
VALORE RAMO/SUBAREA	782.230	553.488	35.651	193.091
INCIDENZA %	100,00%	70,76%	4,56%	24,68%

Dalla analisi dei risultati riportati all'interno della tabella, applicando il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento alle singole componenti in cui il ramo *ex* TECHUB può essere suddiviso, emerge quanto segue:

- alla *Subarea 1 Credito + AUBAY* può essere attribuito un valore teorico di Euro 553.488 che rappresenta il 71% circa del valore totale del ramo: tale importo nasce come somma di Euro 367.100 che rappresenta il valore del capitale investito a cui va aggiunto l'importo di Euro 186.388 a titolo di avviamento;
- la *Subarea 2 IT-SHIELD + ADRTEL* assume un valore teorico di Euro 35.651, corrispondente al 4,6% circa del valore totale del ramo: tale valore teorico rappresenta la somma del valore del capitale investito di Euro 19.870 ed un avviamento pari ad Euro 15.781;
- alla *Subarea 3 T-LIP + EMIRATES* può essere attribuito un valore di Euro 193.091 che rappresenta il 25% circa del valore totale del ramo; tale valore trae origine dalla somma del valore del capitale di Euro 52.900 ed un avviamento pari ad Euro 140.191.

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

5. Conclusioni

In conclusione del presente lavoro, si evidenzia, innanzitutto, come il valore attribuito dal sottoscritto, con riferimento alla data del 30/11/2018, al ramo di azienda *ex* TECHUB ipotizzandone la prosecuzione dell'attività con la produzione dei risultati economici attesi così come ricostruiti al capitolo 2, risulta pari, nel suo complesso, ad Euro 782.230.

Come illustrato nel dettaglio nelle pagine precedenti, 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 determinati al 26 gennaio 2018 dall'Ing. Silvia Torrani in Euro 437.370, delle attrezzature, valutate nel loro complesso, in Euro 2.500 e dell'avviamento complessivamente quantificato in Euro 342.360. Tale ultimo importo rappresenta il valore attuale di un flusso di sovrareddito annuo netto, pari ad Euro 90.093, proiettato su base quinquennale e scontato al tasso del 9,90%. Riprendendo i risultati del calcolo analiticamente illustrato nel paragrafo precedente si può inoltre suddividere il valore complessivamente attribuito al ramo, considerando separatamente i risultati economici attesi ed il valore dei *software* e delle attrezzature attribuibili ad ognuna delle tre *subaree* in cui il ramo *ex* TECHUB può essere idealmente suddiviso.

Come detto, le 3 *subaree* sono composte come segue:

- *Subarea 1 Credito + AUBAY*, che ruota intorno al prodotto C3L1 (tipico della realtà delle società finanziarie), vede coinvolti n. 3 dipendenti (un addetto commerciale, un tecnico e un addetto all'area amministrativa) e accoglie n. 5 contratti relativi al settore creditizio ed un Accordo di Sviluppo Commerciale raggiunto con un primario operatore del settore;
- *Subarea 2 IT-SHIELD + ADRTEL*, che ruota intorno al prodotto IT-SHIELD, vede impiegato al suo interno n. 1 dipendente di estrazione tecnica ed include i risultati prodotti da n. 3 contratti;

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

- Subarea 3 T-LIP + EMIRATES, che ruota attorno al prodotto T-LIP, impegna n. 2 dipendenti con estrazione tipicamente tecnica ed accoglie n. 2 contratti.

	TOTALE	SUBAREA 1 - CREDITO + AUBAY	SUBAREA 2 - IT-SHIELD + ADRTEL	SUBAREA 3 - T-LIP + EMIRATES
VALORE RAMO/SUBAREA	782.230	553.488	35.651	193.091
INCIDENZA %	100,00%	70,76%	4,56%	24,68%

I dati sopra riportati evidenziano come:

- alla Subarea 1 Credito + AUBAY può essere attribuito un valore di Euro 553.488 che rappresenta la somma dei valori del patrimonio, pari ad Euro 367.100 ed un avviamento positivo pari ad Euro 186.388;
- la Subarea 2 IT-SHIELD + ADRTEL assume un valore teorico di Euro 35.651, frutto della somma tra capitale investito pari ad Euro 19.870 ed un avviamento positivo di Euro 15.781;
- alla Subarea 3 T-LIP + EMIRATES può essere attribuito un valore di Euro 193.091, che rappresenta la somma tra un valore patrimoniale di Euro 52.900 ed un avviamento pari ad Euro 140.191.

Si deve al riguardo far presente che, nel caso di assenza di continuità - e conseguentemente di avviamento da sovraredditi - al ramo ed alle subaree sopra richiamate potrebbe ragionevolmente essere attribuito un valore non superiore a quello degli elementi patrimoniali che li compongono, corrispondente a quello dei soli *software* e delle attrezzature, nei limiti delle indicazioni fornite dal perito incaricato, Ing. Silvia Torrani, al cui elaborato si fa rinvio.

	TOTALE	SUBAREA 1 - CREDITO + AUBAY	SUBAREA 2 - IT-SHIELD + ADRTEL	SUBAREA 3 - T-LIP + EMIRATES
Metodo Patrimoniale	439.870	369.100	18.370	52.400

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

Ciò premesso, si ribadisce ancora una volta come le conclusioni a cui lo scrivente è giunto in relazione al valore del ramo (e delle *subaree* che lo compongono) nell'ipotesi di continuità, si basano sui dati prospettici, originariamente forniti dalla società detentrici ARES TECH al Curatore del fallimento TECHUB, Dott. Enrico Maria Capozzi, che li ha riscontrati, rettificati ove necessario, considerandoli comunque attendibili.

A riguardo, il sottoscritto ribadisce di non aver posto in essere su tali dati alcuna attività di verifica o revisione contabile, né di essere in possesso di elementi che consentono di valutare la ragionevolezza e correttezza delle ipotesi sottostanti al calcolo dei risultati prospettici posti alla base dei valori reddituali utilizzati nella presente valutazione.

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;
- si presume che la proprietà e disponibilità di tutti i software analizzati dall'Ing Silvia Torrani resti all'interno del ramo (e/o delle *subaree* che lo compongono) e che il valore degli stessi *software* sia trasferibile a terzi e corrisponda a quello determinato dall'esperto stimatore;
- il modello di determinazione dei risultati economici si basa sui valori relativi ai ricavi e costi diretti stimati per il 2019, riferiti ai singoli contratti operativi di cui si è ipotizzata – ancorché non garantita - la prosecuzione ed all'Accordo di Sviluppo Commerciale che fanno parte del ramo: tali risultati sono stati integrati dallo scrivente con la stima degli ammortamenti del valore dei *software* e delle attrezzature ipotizzato pari al 20% del valore ad essi attribuito, nonché la stima degli oneri fiscali per imposte sul reddito;

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

- oltre ai contratti in essere, dei quali è stata ipotizzata la prosecuzione alle medesime condizioni economiche per 5 anni, i risultati economici della *Subarea I Credito + AUBAY* beneficiano del contributo ampiamente positivo dell'Accordo di Sviluppo Commerciale che prevede la concessione dell'esclusiva per la commercializzazione del prodotto C3L1 originariamente stipulato da ARES TECH con un primario operatore del settore, che ha manifestato al Curatore del Fallimento la disponibilità ad estenderne, previo gradimento, gli effetti anche ai soggetti che dovessero risultare aggiudicatari del ramo/*subarea Credito*. Tale accordo, non ancora operativo, prevede, nel corso di 5 anni, lo sviluppo di un fatturato di 2,5 milioni di Euro, che da solo, sulla base delle ipotesi del piano formulate dall'attuale detentore, dovrebbe assicurare alla *Subarea Credito* e conseguentemente al ramo *ex TECHUB* una marginalità lorda pari al 25% del fatturato conseguito in applicazione di tale accordo;
- il modello di analisi dei risultati reddituali adottato parte dal risultato lordo di gestione calcolato quale differenza tra ricavi, costi diretti per fornitori, personale e ammortamenti ed ha stimato, in via convenzionale, ipotizzando un *tax rate* pari al 28,82%, gli oneri fiscali per imposte dirette non considerando i costi della gestione finanziaria, in quanto si è ipotizzato che il ramo venga ceduto privo di qualsiasi forma di debiti;
- è stata ipotizzata l'invarianza del perimetro e del valore del ramo di azienda nel futuro, 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: tali condizioni rappresentano un presupposto indispensabile per assicurare la produzione dei redditi futuri nella misura ipotizzata;

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

- si è altresì presupposto che la gestione del ramo non produca ulteriori obbligazioni e/o oneri a carico del fallimento TECHUB e che la sua provenienza da una procedura concorsuale non comporti coobbligazioni per l'acquirente.

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 e delle sue *subaree* che lo compongono.

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.

In relazione a quest'ultimo valore lo scrivente ritiene opportuno formulare in questa sede una ulteriore considerazione, 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 teorico 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^a Edizione, 2001, pag. 9). 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.

Prof. Dott. Alessandro Gaetano

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

Dottore Commercialista – Revisore Legale

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.

* * *

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.

Roma, 10 Dicembre 2018

Prof. Alessandro Gaetano
