

GIORGIO PELLATI

PROFESSORE A.C. DI VALUTAZIONE D'AZIENDA
NELLA PRATICA PROFESSIONALE
DOTTORE COMMERCIALISTA
REVISORE LEGALE
CONSULENTE TECNICO DEL GIUDICE

FAIRNESS OPINION

sul valore del capitale economico del ramo d'azienda
di pertinenza della Società " [REDACTED]
[REDACTED] / oggetto del contratto d'affitto stipulato con
la Società " [REDACTED] in data [REDACTED] /
e parere sulla congruità del relativo canone d'affitto

Giorgio Pellati

INDICE

1 - L'INCARICO	1
2 - LIMITAZIONI	2
3 - LA DOCUMENTAZIONE ANALIZZATA	4
4 - L'OGGETTO DELLA VALUTAZIONE	5
5 - LA METODOLOGIA VALUTATIVA	9
5.1 - Premessa	9
5.1.1 - <i>La valutazione del capitale economico</i>	10
5.1.2 - <i>Il metodo patrimoniale</i>	12
5.1.3 - <i>Il metodo reddituale</i>	14
5.1.4 - <i>I metodi finanziari</i>	17
5.1.5 - <i>Il metodo misto</i>	20
5.1.6 - <i>Il metodo dei multipli</i>	21
5.1.7 - <i>Il metodo del moltiplicatore dell'EBITDA</i>	23
5.2 - Il procedimento di valutazione adottato: il metodo del moltiplicatore dell'EBITDA	24
6 - LA CONGRUITA' DEL CANONE D'AFFITTO: CENNI TEORICI	24
7 - LA VALUTAZIONE DEL RAMO	26
7.1 - L'applicazione della metodologia del moltiplicatore dell'EBITDA	26
8 - PARERE SULLA CONGRUITA' DEL CANONE D'AFFITTO	30
9 - CONCLUSIONI	33

1 - L'INCARICO

In data 6 dicembre 2017, con sentenza depositata in cancelleria in data 12 dicembre 2017, il Tribunale di Pavia ha dichiarato il fallimento della Società [redacted] - con sede in Castello d'Agogna (PV), Via Pascoli n. 2, codice fiscale e partita I.V.A. 01508860184, iscritta nel Registro delle Imprese di Pavia al numero 190625 - nominando quale Giudice Delegato il Dott. Erminio Rizzi e quale Curatore Fallimentare della Società la Dott.ssa Eleonora Guidi.

Nell'ambito della suddetta procedura fallimentare n. 129/2017, il Curatore ha incaricato il sottoscritto Giorgio Pellati - Professore a contratto di "Valutazione delle Aziende" presso l'Università degli Studi di Pavia e di "Valutazione d'Azienda nella Pratica Professionale" presso l'Università degli Studi dell'Insubria di Varese, Dottore Commercialista e Revisore Contabile, domiciliato in Pavia, Piazza del Carmine n. 1 - quale esperto estimatore per la redazione di una *fairness opinion* circa il valore del ramo d'azienda oggetto del contratto di affitto d'azienda stipulato in data [redacted] (con efficacia a far data dal 18 marzo 2015) fra la Società [redacted]

(ora in fallimento) e la [redacted] - con sede in [redacted], Via [redacted] n. [redacted], codice fiscale e partita I.V.A. [redacted] iscritta nel Registro delle Imprese di [redacted] al numero [redacted].

La *fairness opinion* prevede inoltre un parere sulla congruità del canone d'affitto stabilito dai contraenti nel citato contratto e pari all'importo minimo annuo di Euro 48.000,00 oltre IVA, da corrispondersi in rate mensili posticipate di Euro 4.000,00 oltre IVA, per il periodo decorrente dalla data di stipula del contratto, ovvero dal 18.03.2015, sino alla data del 17.03.2021 (durata di sei anni).

Preliminarmente è opportuno evidenziare che valutare un'azienda, o un ramo d'azienda, significa stimare il valore del capitale economico della stessa, inteso come quel valore unitario che, in ipotesi di funzionamento e in normali

condizioni di mercato, può essere considerato quale congruo corrispettivo per la realtà economica che si desidera analizzare.

Il capitale economico è, infatti, quella particolare configurazione del capitale d'impresa che si deve determinare quando si procede alla valutazione del sistema aziendale nel proprio complesso, al fine del trasferimento. Tale valore può essere liberamente negoziato fra compratori e venditori in possesso di adeguata conoscenza delle condizioni di mercato e degli aspetti peculiari dell'oggetto della negoziazione medesima.

Il valore del capitale economico può pertanto essere anche molto differente rispetto al prezzo effettivo di vendita dato che quest'ultimo dipende, in ultima analisi, anche dalle condizioni soggettive di negoziazione, quali ad esempio:

- asimmetrie informative fra le parti contraenti;
- forza contrattuale e abilità negoziale delle parti;
- interessi personali e non dei soggetti economici;
- effettiva differenza di posizioni e di interessi tra le parti.

Nel presente elaborato si vuole ricercare il valore del ramo d'azienda di pertinenza della Società in fallimento sulla base della situazione di fatto, prescindendo dalle condizioni soggettive di negoziazione. Si evidenzia, pertanto, che il valore che verrà individuato sarà tendenzialmente differente dal prezzo negoziato. Tale differenza riposa nel fatto che il valutatore indipendente, non può e non deve tenere conto degli interessi e delle condizioni soggettive di negoziazione sopra espresse.

2 - LIMITAZIONI

Il sottoscritto ha svolto il proprio incarico in totale indipendenza e le conclusioni raggiunte nell'esecuzione dello stesso devono essere interpretate alla luce delle seguenti limitazioni:

- le analisi condotte sono riconducibili esclusivamente ai fini dell'incarico

- conferito;
- le analisi sono state effettuate considerando il ramo d'azienda oggetto di valutazione in base al criterio dell'autonomia operativa (*stand-alone*), ovvero in condizioni di normale funzionamento, in ipotesi di continuità aziendale, senza sostanziali mutamenti di gestione e alla luce di elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili. Pertanto le valutazioni sono state effettuate non tenendo conto della possibilità del verificarsi di eventi esterni di natura straordinaria o non prevedibili (quali, a titolo esemplificativo, nuove normative di settore, ambientali o fiscali e operazioni straordinarie sul capitale), sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili o di quelle messe direttamente a disposizione dal Curatore della Società;
 - la data di riferimento della presente perizia è il 31.12.2017;
 - tutte le informazioni che sono state utilizzate nell'ambito dell'incarico, sono state fornite direttamente dal Curatore Fallimentare della Società, che rimane pertanto responsabile della completezza, accuratezza e veridicità delle informazioni stesse. Tali informazioni sono state analizzate sotto l'esclusivo profilo della ragionevolezza: lo scopo dell'Incarico non include infatti interventi di revisione o certificazione o verifica formale della documentazione fornita; non si assume, quindi, alcuna responsabilità relativamente alla veridicità e completezza delle informazioni utilizzate;
 - sono stati applicati metodi di valutazione comunemente accettati dalla prassi e dalla dottrina professionale;
 - le tabelle presentate nel seguito possono contenere arrotondamenti di importi. Eventuali difformità tra i dati riportati nelle diverse tabelle saranno di conseguenza imputabili a tali arrotondamenti.

3 - LA DOCUMENTAZIONE ANALIZZATA

L'analisi effettuata è stata fondata sulla seguente documentazione:

- Contratto di affitto di ramo d'azienda di pertinenza della Società
....., Rep. n., Racc. n.
registrato a Pavia il al n. serie stipulato in data
..... tra la Società (ora in
fallimento) e la società a rogito del Notaio
.....
comprendivo dei relativi allegati;
- Bilancio d'esercizio al 31.12.2014 della Società
- Bilancio d'esercizio al 31.12.2015 della Società
- Bilancio d'esercizio al 31.12.2016 della Società
- Bilancio d'esercizio al 31.12.2016 della Società
- Riepilogo dei beni ammortizzabili della Società
..... al 31.12.2015;
- Elenco dipendenti della Società
30.11.2015;
- Elenco dei dipendenti passati a per effetto del contratto
d'affitto del ramo d'azienda;
- Prospetto riassuntivo del T.F.R. spettante a ciascun dipendente al
30.11.2015;
- Perizia del Dott. Ing. Berengario Arrigoni relativa alla stima del valore dei
macchinari e delle attrezzature presenti nell'immobile sito in Loc. Castello
d'Agogna (PV), Via Giovanni Pascoli n. 2;
- Perizia del Dott. Ing. Valentina Castellotti relativa a: (i) parere di congruità
circa la valorizzazione del compendio immobiliare sito in Loc. Castello

d'Agogna, via G. Pascoli n. 2, stimato dal Geom. _____, tecnico incaricato nell'ambito della Procedura R.G.E. n. 719/2015 promossa da _____ contro _____

(ii) valutazione di n. 2 terreni siti in Castello d'Agogna, ad integrazione del compendio già oggetto di stima di cui al punto precedente, in riferimento alla procedura esecutiva del Tribunale di Pavia rubricata al R.G.E. 129/2017; (iii) analisi ed osservazioni in riferimento al contratto di locazione in essere riferito al complesso immobiliare e valutazione della congruità del canone pattuito.

4 - L'OGGETTO DELLA VALUTAZIONE

L'oggetto della valutazione è rappresentato dal ramo d'azienda di pertinenza della Società _____ fallimento, attivo nella produzione e commercializzazione in Italia e all'estero di manufatti in cuoio rigenerato, nonché nella progettazione ed installazione di macchinari industriali volti alla produzione dei manufatti stessi.

Tale ramo d'azienda è oggetto del contratto d'affitto stipulato con la Società _____ in data _____ - con effetto _____ - al canone minimo complessivo annuo di Euro 48.000,00 oltre IVA durevole sino alla data del 17.03.2021.

Il Ramo d'Azienda oggetto di locazione comprende i seguenti elementi:

A. tutti gli elementi, cespiti, licenze, arredi, impianti, apparecchiature, beni mobili, macchinari, attrezzature, utensileria e arnesi vari, impianti produttivi, articoli tecnici, diritti e rapporti giuridici occorrenti a formare il patrimonio aziendale che si trovano all'interno dei locali di Via Pascoli n. 2 in Castello D'Agogna (PV). Non costituisce oggetto dell'affitto l'unità immobiliare in cui ha sede l'azienda in quanto detto rapporto verrà autonomamente regolato tra le parti e quindi regolamentato da un

contratto di locazione separato;

- B. il diritto in capo all'Affittuaria di dedurre dal proprio reddito d'impresa le quote di ammortamento dei cespiti facenti parte dell'azienda, ai sensi e secondo quanto previsto dall'art. 102, comma 8, del d.p.r. n. 917/86;
- C. i contratti di lavoro subordinato con i dipendenti assunti alla data di stipula del contratto d'affitto;
- D. le autorizzazioni e le licenze della Pubblica Amministrazione;
- E. sono invece espressamente esclusi i crediti, i debiti e i contratti di somministrazione in genere per le utenze che dovranno essere stipulati ex novo, direttamente dalla parte affittuaria.

Con riferimento al punto A. si precisa che il Curatore della Società

in Fallimento ha dato incarico al Dott. Ing. Berengario Arrigoni, iscritto all'Albo professionale dell'Ordine degli Ingegneri della Provincia di Pavia con il numero 1719 ed avente studio tecnico in Copiano (PV), in Via Maura Ponti n. 6, come perito estimatore dei macchinari e delle attrezzature presenti nell'immobile sito in Loc. Castello d'Agogna (PV), Via Giovanni Pascoli n. 2 di pertinenza della Società

e, di conseguenza, del ramo d'azienda oggetto d'affitto.

Nella propria Perizia rilasciata in data 23 aprile 2018, l'Ing. Arrigoni alla luce della valutazione dei singoli lotti effettuata ha potuto stabilire che il valore complessivo dei beni mobili afferenti il ramo d'azienda oggetto d'affitto mantenuti in loco (non smontati e non venduti) è pari ad Euro 2.554.000,00 e risulta così costituito:

	Importo in Euro
Stima macchinari linee di produzione	1.579.000,00
Impianto elettrico	350.000,00
Impianto antincendio	150.000,00
Impianto di depurazione	300.000,00
Macchinari officina utensili vari e carrelli trasportatori	25.000,00

Arredo ufficio e macchine per ufficio	25.000,00
Strutture in acciaio porta bobine	40.000,00
Impianto termico ad olio diatermico	80.000,00
Macchinari del laboratorio	5.000,00
TOTALE	2.554.000,00

Il Curatore del Fallimento ha inoltre dato incarico al Dott. Ing. Valentina Castellotti, iscritta all'Ordine degli Ingegneri della Provincia di Pavia al n. 3146, con studio a Pavia, Corso Garibaldi n. 14, di fornire:

- un parere di congruità circa la valorizzazione del compendio immobiliare sito in Loc. Castello d'Agogna, via G. Pascoli n. 2, già oggetto di stima da parte del Geom. tecnico incaricato nell'ambito della Procedura R.G.E. n. 719/2015 promossa da contro
- la valutazione di n. 2 terreni siti in Castello d'Agogna, ad integrazione del compendio già oggetto di stima di cui al punto precedente, in riferimento alla procedura esecutiva del Tribunale di Pavia rubricata al R.G.E. 719/2015;
- analisi ed osservazioni in riferimento al contratto di locazione in essere riferito al complesso immobiliare e valutazione della congruità del canone pattuito.

Nella propria Perizia rilasciata in data 28 febbraio 2018, l'Ing. Castellotti:

- in merito al primo punto, indica che il valore complessivo della quota della piena proprietà del compendio immobiliare in oggetto (censito al N.C.E.U. del Comune di Castello d'Agogna (PV) come segue: Foglio 7, Particella 590, subalterno 1, Categoria D/7, Rendita catastale € 38.383,32, Via G. Pascoli n. 2, Piano T-1; Foglio 7, Particella 590, subalterno 2, Categoria Lastrico solare, Consistenza 3184 m2, Via G. Pascoli n. 2, Piano

2; Foglio 7, Particella 590, subalterno 3, Categoria Lastrico solare, Consistenza 1124 m², Via G. Pascoli n. 2, Piano 2; Foglio 7, Particella 590, subalterno 4, Categoria Lastrico solare, Consistenza 1319 m², Via G. Pascoli n. 2, Piano 2; Foglio 7, Particella 590, subalterno 5, Categoria Lastrico solare, Consistenza 2178 m², Via G. Pascoli n. 2, Piano 2; Foglio 7, Particella 590, subalterno 6, Categoria Lastrico solare, Consistenza 676 m², Via G. Pascoli n. 2, Piano 2; Foglio 7, Particella 590, subalterno 7, Categoria Lastrico solare, Consistenza 902 m², Via G. Pascoli n. 2, Piano 2; Foglio 7, Particella 637, Categoria Area urbana, Consistenza 938 m², Via G. Pascoli n. 2, Piano 2) al netto di adeguamenti e correzioni di stima è pari ad Euro 3.865.000,00;

- con riferimento al secondo punto, indica che il valore complessivo della quota di piena proprietà dei due terreni oggetto di stima (censiti al N.C.E.U. del Comune di Castello d'Agogna (PV) come segue: Foglio 7, Particella 294, Qualità SEM IRR ARB, Classe 3, Superficie Ha 01.30.16, Reddito Dominicale € 176,36, Reddito Agrario € 124,36; Foglio 7, Particella 408, Qualità SEM IRR ARB, Classe 3, Superficie Ha 00.08.99, Reddito Dominicale € 12,30, Reddito Agrario € 8,59) è pari ad Euro 50.000,00;
- infine, in relazione al terzo ed ultimo punto, osserva che, alla luce della valorizzazione del compendio immobiliare complessivo della Società a socio unico sito in Loc. Castello d'Agogna (PV), il canone mensile di Euro 4.200,00 più IVA, relativo alla locazione dell'unità immobiliare di cui ai due punti precedenti, non sia adeguato e che il canone mensile da ritenersi equo sia pari ad Euro 25.000,00 più IVA.

Ciò premesso, prima di procedere all'illustrazione delle valutazioni effettuate dallo scrivente, si precisa che il valore del ramo d'azienda che verrà

indicato nella presente relazione di valutazione comprende di fatto il valore dei beni mobili afferenti il ramo d'azienda ma esclude il valore dell'immobile così come determinato dall'Ing. Castellotti in complessivi Euro 3.915.000,00, che è quindi da considerarsi a parte.

5 - LA METODOLOGIA VALUTATIVA

5.1 - Premessa

Il patrimonio è costituito dall'insieme delle condizioni produttive proprie dell'impresa, la cui struttura si configura sulla base della sua composizione qualitativa e quantitativa e delle relazioni, anche dinamiche, che si dispiegano tra i singoli componenti o classi di componenti.

Visto nella dimensione economica, il patrimonio assume valutazioni differenti secondo le ipotesi formulate circa gli svolgimenti della gestione futura.

Se si ipotizza la *continuità* della gestione aziendale con il medesimo assetto proprietario, la configurazione a valori del patrimonio è denominata *capitale di funzionamento*; essa è rappresentata dallo stato patrimoniale del bilancio di esercizio e la sua determinazione è strumentale alla corretta misurazione del risultato economico di periodo, quindi i criteri di valutazione delle attività e delle passività appaiono condizionati dalla predetta finalità.

Se, si ipotizza invece la cessazione dell'attività aziendale e lo scioglimento della società attraverso la *liquidazione* del patrimonio, si determina il *capitale di liquidazione*. Questo è inteso come un semplice aggregato di valori poiché con la liquidazione vengono meno tutte le relazioni di complementarietà e interdipendenza tra i fattori produttivi, che sono valutati singolarmente in base al "valore netto di realizzo" per stralcio, in quanto si modifica la loro destinazione economica da condizioni riguardanti i processi di produzione economica a semplice oggetto di scambio.

Ancora, se si ipotizza la continuità della gestione aziendale ma con un

differente assetto azionario o proprietario, realizzato tramite la cessione delle quote/azioni sociali o la cessione del patrimonio (dell'azienda, secondo l'espressione utilizzata dal legislatore all'art. 2555 c.c.), all'atto della cessione si configura il *capitale economico*, da intendersi quale valore di capitale d'impresa ritenuto come un investimento unitario atto a produrre reddito. La determinazione del *capitale economico* avviene sulla base della presunta corrente di reddito che l'azienda si dimostra in grado di produrre, considerato il rendimento degli investimenti alternativi, il grado di rischio e di liquidabilità, rispettivamente, dell'attività e del capitale d'impresa in relazione a quello degli investimenti alternativi.

Il *capitale economico* risulta essere una nozione derivata dalla teoria delle valutazioni di azienda ed esprime il valore del patrimonio tangibile e intangibile di una impresa nell'ipotesi della sua alienazione, cioè del radicale cambiamento del suo assetto istituzionale.

Occorre quindi tenere conto che oggetto di valutazione è un patrimonio *nell'ipotesi di continuità della gestione secondo le capacità sviluppate e acquisite dall'impresa*.

Il *capitale economico* rappresenta la base di riferimento di molteplici operazioni aziendali: conferimento, fusione, scissione, trasformazione, ma, al tempo stesso, è una grandezza che può essere determinata prescindendo da obiettivi operativi perché può essere configurata a fini prevalentemente conoscitivi, allo scopo di far conoscere alle parti ed ai terzi il potenziale economico dell'azienda oggetto di osservazione.

5.1.1 - La valutazione del capitale economico

I criteri di valutazione di un'azienda sono essenzialmente finalizzati alla valorizzazione del capitale economico. Pertanto, essi, sul piano teorico, dovrebbero presentare contestualmente i seguenti requisiti:

- razionalità;
- dimostrabilità;
- obiettività;
- stabilità;
- generalità.

Ciò significa, in altri termini, che lo specifico criterio di valutazione adottato dovrebbe:

- derivare da un processo logico convincente (razionalità);
- utilizzare variabili e parametri adeguatamente supportati da dati controllabili (dimostrabilità);
- prescindere da valutazioni soggettive (obiettività);
- generare un valore che non muta per effetto di eventi contingenti (stabilità);
- prescindere dalla finalità per cui la valutazione dell'azienda è effettuata e dalla forza contrattuale delle parti (generalità).

I metodi di valutazione elaborati dalla dottrina non appaiono ottimali sotto ogni profilo, nel senso che, concretamente, ogni metodo di valutazione presenta una diversa "intensità" di tali requisiti, ben potendo accadere che il metodo di valutazione che appare ottimale sotto il profilo di un requisito non sia ottimale sotto il profilo di un altro requisito.

Da ciò discende l'esigenza di ricorrere all'impiego di più metodi di valutazione, al fine di "mediare" i risultati ottenuti, e di utilizzare, eventualmente, un metodo come principale e uno o più metodi alternativi in funzione di controllo della stima ottenuta attraverso l'applicazione del primo.

In sede di concreta applicazione dei metodi di valutazione lo scenario è reso ulteriormente complesso dalla specificità dei settori merceologici in cui le aziende oggetto di valutazione operano, nonché, dato uno specifico settore, dalle caratteristiche di ogni singola azienda. Un'ultima variabile necessariamente da considerare in sede di scelta tra i metodi di valutazione

disponibili è costituita dalla specifica finalità per cui la valutazione dell'azienda è effettuata.

Infine, è necessario che la valutazione dell'azienda sia effettuata considerando opportunamente lo scenario macroeconomico in cui l'azienda ha operato, opera, e, presumibilmente, opererà.

In definitiva non è possibile fornire metodologie universalmente applicabili, risultando peraltro possibile evidenziare, con riferimento ad aziende operanti in diversi settori (settore industriale, commerciale, finanziario, assicurativo, ecc.), i metodi di valutazione più diffusamente utilizzati qualora l'azienda oggetto di valutazione presenti, nell'ambito dello specifico settore in cui opera, condizioni "normali".

In generale, la determinazione del capitale economico di un'azienda è strettamente connessa ai seguenti elementi:

- patrimonio aziendale vero e proprio;
- capacità prospettica di produrre flussi reddituali e finanziari.

Secondo la dottrina prevalente, le principali metodologie di valutazione sono così identificabili:

- metodo patrimoniale (semplice o complesso);
- metodo reddituale;
- metodo dei flussi finanziari;
- metodo misto.

5.1.2 - Il metodo patrimoniale

L'applicazione del metodo di valutazione patrimoniale comporta la valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il patrimonio aziendale e la loro espressione a "valori correnti".

Questo metodo, che ha il pregio di consentire una stima del patrimonio aziendale oggettiva e riscontrabile, si caratterizza per la stima analitica a valori

correnti di sostituzione degli elementi dell'attivo e del passivo; la stima è:

- analitica, perché effettuata distintamente per ciascun elemento del patrimonio;
- a valori correnti, perché basata sui prezzi di mercato del momento;
- di sostituzione, perché l'ipotesi di base è quella del riacquisto (o della riproduzione) per gli elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi.

In dottrina si è soliti operare la seguente distinzione:

- metodo patrimoniale "semplice": in questo caso non vengono valorizzati i beni immateriali, se non quelli rappresentati da costi di ammontare non rilevante sostenuti, per esempio, per la mera registrazione dei marchi o dei brevetti;
- metodo patrimoniale "complesso": in questo caso, invece, vengono autonomamente valorizzati (a "prezzi correnti") anche i beni immateriali. Tale valorizzazione potrà essere effettuata seguendo due diverse impostazioni:
 - valorizzazione analitica dei singoli beni immateriali;
 - determinazione forfetizzata ed empirica del complessivo valore attribuibile alle componenti immateriali dell'azienda, spesso basata su modelli costruiti analizzando una serie di precedenti negoziazioni aventi per oggetto complessi aziendali con caratteristiche simili, tentando così di identificare il valore delle componenti immateriali aziendali sulla base di una determinata relazione rispetto a talune grandezze espresse dalla gestione aziendale (fatturato, raccolta, ordini, sportelli, ecc.).

Il metodo patrimoniale costituisce il procedimento più semplice e "intuitivo" per la determinazione del valore attribuibile a un'azienda, ma ha il difetto di considerare il complesso aziendale come un semplice aggregato di beni, trascurando quel collegamento funzionale che invece li lega tra loro e con altre

importanti componenti (la clientela, la diffusione sul mercato dei prodotti, l'affiatamento, la preparazione tecnica e la motivazione del personale, ecc.) che costituisce un elemento determinante per la determinazione del valore di un complesso aziendale.

In altre parole, la visione disaggregata dell'azienda che costituisce il fondamento logico del metodo patrimoniale, pur conferendo a tale metodo spiccate caratteristiche di obiettività e dimostrabilità, non consente, se non in taluni sporadici casi, la determinazione del valore attribuibile al capitale economico aziendale.

Pertanto, fatta eccezione per particolari tipologie di azienda (aziende immobiliari o che hanno per oggetto la gestione di partecipazioni societarie), nella maggior parte dei casi il metodo patrimoniale non consente di ottenere risultati tali da poter essere utilizzati senza procedere a ulteriori verifiche, correttivi o comparazioni.

5.1.3 - Il metodo reddituale

Il metodo reddituale considera l'azienda come un complesso economico unitario, in prospettiva generatore di risultati economici. Esso si basa sull'assunto che il valore dell'azienda dipende dalla sua capacità di generare flussi reddituali. Pertanto, tale metodo consente di superare la "visione disaggregata" del complesso aziendale che caratterizza il metodo patrimoniale. Il metodo reddituale tiene implicitamente conto non solo dei beni materiali che compongono l'azienda bensì anche di quegli elementi immateriali (*know-how*, tecnologia, clientela e ubicazione dell'esercizio, marchi commerciali, brevetti, ecc.) che contribuiscono, forse ancor più concretamente, al realizzo di risultati economici al di sopra della media. In base al metodo reddituale il valore del capitale economico dell'azienda è determinato "attualizzando" o "capitalizzando" i redditi attesi; i parametri necessari per l'applicazione di tale

metodo sono i seguenti:

- flussi reddituali attesi;
- tasso di attualizzazione.

Per ciò che concerne l'individuazione dei flussi reddituali attesi, è evidente che sarebbe più opportuno procedere alla puntuale attualizzazione dei singoli redditi futuri, piuttosto che capitalizzare un "reddito medio atteso". Peraltro, considerata la difficoltà di prevedere in maniera attendibile i singoli risultati economici attesi per il futuro, si finisce spesso con l'applicare la formula della capitalizzazione di un reddito "medio atteso", determinato proiettando nel futuro la situazione economica aziendale "storica" e tentando di rappresentare un reddito che mediamente l'impresa sia in grado di produrre in futuro. Il reddito che viene utilizzato in questa ultima ipotesi spesso è il risultato di una media ponderata. Gli elementi che vengono considerati possono essere sia la serie storica di risultati già conseguiti, sia le proiezioni reddituali che risultano dai *budget* e dai piani aziendali. I pesi da utilizzare saranno crescenti in funzione del realismo e della credibilità dei singoli livelli reddituali a cui vengono attribuiti.

L'applicazione del metodo reddituale richiede che i risultati economici "storici" presi a base delle stime siano oggetto di un attento processo di "normalizzazione" mediante il quale si cerca di eliminare le seguenti componenti economiche:

- quelle di tipo "straordinario";
- quelle riferibili a "eventi" o "condizioni" gestionali non esistenti alla data di riferimento della perizia;
- quelle generate da mere "politiche di bilancio".

In particolare: per le componenti straordinarie, si cerca non tanto di giungere ad una loro eliminazione totale, quanto piuttosto (ove possibile) di distribuirle ordinatamente nel tempo.

Tra gli aggiustamenti necessari per eliminare le interferenze esterne sul bilancio assumono particolare rilievo quelli dedicati a "correggere" alcune impostazioni derivanti da problematiche fiscali. Appartengono a queste categorie, ad esempio, i compensi in eccesso agli amministratori (ma anche l'insufficiente remunerazione dei proprietari).

I valori reddituali risultanti dal procedimento di "normalizzazione" devono poi essere verificati alla luce delle linee programmatiche contenute nei piani aziendali e del futuro andamento del mercato (domanda, offerta, prezzi, concorrenza, ecc.).

Al termine del processo di normalizzazione si perviene a risultati considerabili come ragionevolmente "normali", la cui media è destinata a perdurare nel tempo (almeno nell'orizzonte temporale preso in considerazione). Il risultato economico così determinato è qualificabile come:

- prospettico: riflette le condizioni di redditività attesa dell'azienda;
- medio: è quello che l'impresa è stabilmente in grado di produrre;
- normalizzato: depurato dalle componenti straordinarie non ripetibili e comunque estranee alla gestione.

Il "risultato economico medio prospettico", quindi, è quello ottenibile in condizioni normali di svolgimento della gestione al netto degli oneri tributari gravanti, seppur potenzialmente, su di esso e dei compensi figurativi diversi dalla remunerazione del capitale proprio e dalle eventuali partecipazioni agli utili spettanti a terzi.

Una volta determinato il "risultato economico medio prospettico" occorre definire anche l'orizzonte temporale nel quale è ragionevole attendersi il suo realizzo. Pur non avendo fondamento nella realtà, è frequente che l'orizzonte temporale considerato sia assunto come convenzionalmente indefinito. In casi particolari, tuttavia, quando l'azienda opera in condizioni tali da prevederne con ragionevole certezza il termine della vita economica utile, la durata viene

assunta entro tali limiti, ricorrendo alla formula del valore attuale della rendita annua.

In termini matematici, a seconda dei casi, il valore del capitale economico dell'azienda è determinato applicando una delle seguenti formule:

$$W = R/i$$

in caso di durata indefinita dell'orizzonte temporale di riferimento,

$$W = R a_{n/i},$$

nel caso in cui la durata dell'orizzonte temporale di riferimento sia pari a n ,
dove:

R = reddito medio normale atteso;

$a_{n/i}$ = valore attuale della rendita unitaria annuale posticipata per "n" anni al tasso "i";

n = anni costituenti l'orizzonte temporale limitato;

i = tasso di attualizzazione.

5.1.4 - I metodi finanziari

In base ai metodi finanziari il valore dell'azienda è pari al valore attuale dei flussi di cassa che essa sarà in grado di generare in futuro.

Pertanto, la valutazione dell'azienda è basata sui seguenti parametri:

- struttura temporale e consistenza dei ritorni sul capitale che scaturiscono dall'investimento nell'impresa;
- rischio legato a tale investimento rispetto ad altre forme alternative di impiego del capitale.

Per ciò che concerne il primo parametro, è necessario sottolineare come i metodi finanziari possano essere correttamente applicati principalmente ad aziende con flussi di cassa normalmente positivi, stimabili con sufficiente attendibilità e per le quali è possibile disporre di una stima del rischio nel determinare il tasso di attualizzazione. Tanto più l'azienda oggetto di

valutazione si discosta da tali requisiti tanto più questi metodi di valutazione si rivelano di difficile applicazione.

Un altro parametro da tenere in considerazione nelle valutazioni operate con i metodi finanziari, vale a dire il tasso di attualizzazione dei flussi di cassa che ci si attende che l'azienda genererà in futuro, è strettamente collegato alla natura dei flussi di cassa attesi: infatti, quanto maggiore è la variabilità dei flussi di cassa, tanto maggiore deve essere il tasso di attualizzazione da applicare.

Esistono diverse metodologie valutative appartenenti alla categoria dei metodi finanziari. Una di esse è quella dei "flussi monetari complessivi disponibili" che a sua volta trova due diverse applicazioni:

- "metodo dei flussi monetari complessivi disponibili per l'azionista", che consiste nel valutare esclusivamente il patrimonio netto dell'azienda;
- "metodo dei flussi di cassa disponibili per l'impresa", che considera invece la valutazione dell'intera impresa nel suo complesso e quindi oltre al capitale di rischio anche i diritti degli altri portatori di interesse.

Sebbene entrambi i metodi consistano in una attualizzazione dei flussi di cassa attesi e conducano a stime tra loro compatibili, i flussi di cassa ed i relativi tassi di attualizzazione utilizzati sono diversi.

Metodo dei flussi monetari complessivi disponibili per l'azionista

Questo metodo consiste nell'attualizzare i flussi di cassa attesi dall'azionista, vale a dire i flussi di cassa che rimangono dopo aver sostenuto tutte le altre spese (imposte, interessi, ecc.) al tasso di rendimento richiesto dagli azionisti dell'azienda, secondo la seguente formula:

$$W_f = \sum C_{ft} / (1 + k_e)^t,$$

dove:

C_{ft} = flusso di cassa disponibile per l'azionista al netto delle spese per il pagamento delle imposte, del rimborso dei debiti e del pagamento degli interessi;

k_e = tasso di rendimento richiesto dagli azionisti.

Il tasso di attualizzazione previsto dalla formula differisce da quello utilizzato nell'ambito del metodo reddituale; in questo caso, infatti, si fa riferimento alla sommatoria tra il rendimento delle attività prive di rischio e il premio per il rischio, che è più elevato rispetto a quello utilizzato nell'ambito del metodo reddituale in quanto i flussi di cassa hanno probabilità di manifestarsi ancora più aleatorie rispetto al reddito.

Per quanto concerne l'orizzonte temporale è opportuno fare riferimento a un periodo piuttosto limitato data la difficoltà di disporre di previsioni finanziarie a medio/lungo termine.

Il flusso monetario disponibile si determina nel seguente modo:

Fatturato (+)

Costi operativi (-)

Imposte sul reddito (-)

= Reddito operativo netto

Ammortamenti (+)

= Flusso di capitale circolante generato dalla gestione corrente

Impieghi di capitale circolante (+)

= Flusso monetario generato dalla gestione corrente

Investimenti fissi (+)

= Flusso monetario generato dalla gestione operativa

Variazioni dei fondi (+)

Rimborso o accensione mutui (+)

Prestiti bancari (+)

= Flusso monetario complessivo disponibile

Metodo dei flussi di cassa disponibili per l'impresa

La formula utilizzata da questo metodo è la seguente:

$$I = \sum_{i=1}^n CF_i \cdot v^i + V_f \cdot v^n$$

$$W = I - D_a$$

dove:

I = valore dell'investimento netto;

CF = flussi di cassa attesi anno per anno;

n = durata (in anni) del periodo di previsione analitica dei flussi di cassa;

v = coefficiente di attualizzazione determinato in base al costo medio ponderato del capitale (WACC);

V_f = valore finale, cioè dell'anno n, dell'investimento (*Terminal Value*);

D_a = valore attuale dei debiti finanziari (talora sostituito dal valore nominale).

5.1.5 - Il metodo misto

In base al metodo misto il valore del capitale economico dell'azienda è determinato come sommatoria dei seguenti elementi:

- capitale netto rettificato;
- avviamento.

La formula utilizzata più frequentemente è la seguente:

$$W = K + (R - i' K) a_{n/i}$$

dove:

R = reddito medio normale atteso (al netto del salario figurativo spettante all'imprenditore);

i' = tasso di redditività medio normale, riferibile sia al "settore" sia alla specifica realtà dell'impresa oggetto di valutazione;

K = capitale netto "rettificato";

$a_{n/i}$ = valore attuale della rendita unitaria annuale posticipata per "n" anni al tasso "i";

n = anni costituenti l'orizzonte temporale limitato di manifestazione dell'avviamento;

i = tasso di attualizzazione del sovrareddito (R - i' K).

Un altro modello di calcolo (ritenuto però meno rigoroso) si basa invece sulla determinazione della media tra i valori di capitale economico determinati rispettivamente con il metodo patrimoniale complesso e con il metodo reddituale, secondo il seguente schema:

$$W = (R/i + K)/2$$

Nella versione con stima separata degli elementi immateriali, la formula più frequentemente utilizzata diventa:

$$W = K + BI + (R' - i'K) a_{n/i}$$

dove:

BI = valore dei beni immateriali;

R' = R - costo per la privazione dei beni immateriali.

5.1.6 - Il metodo dei multipli

Accanto alle impostazioni metodologiche tradizionali fondate su valori-flusso e valori-stock è andato a consolidarsi nel tempo un approccio che affronta la complessa tematica della valutazione dell'azienda utilizzando dimensioni di osservazione profondamente differenti da quelle abituali, che per decenni hanno alimentato il dibattito teorico.

L'approccio valutativo di cui si discorre non trova la propria sintesi in formule valutative teoriche analiticamente costruite "combinando" le principali grandezze economiche d'azienda, bensì determina il valore economico dell'azienda tramite la diretta osservazione delle valutazioni sintetiche espresse dal mercato attraverso i prezzi fatti nelle negoziazioni sia di borsa sia di quote di controllo e/o di minoranza qualificata del capitale d'impresa.

Quindi, anziché pervenire ad un "valore economico obiettivo" di azienda, questo approccio ritiene di poter pervenire direttamente ad un "valore di mercato" della stessa.

L'obiettivo del metodo valutativo denominato "di mercato" (VM) consiste nel

determinare il valore di un'azienda in funzione della misura assunta da talune grandezze economiche d'impresa quali, ad esempio, il fatturato, gli utili netti di bilancio o il reddito operativo.

Il "valore-risultato" (VR) dell'azienda è quindi funzione della relazione che si instaura con le grandezze economiche di riferimento; sovente la suddetta relazione è colta facendo riferimento ad una singola grandezza aziendale.

$$VR = f(GE1, GE2, \dots, GEN)$$

La relazione quantitativa, che lega la grandezza economica prescelta con il valore-risultato riferito all'azienda oggetto di valutazione, è dedotta osservando per un campione di imprese *comparable*, quotate o non quotate, ma per le quali siano state concluse transazioni, come si compone l'analogo rapporto.

I multipli (M) così calcolati vengono successivamente applicati alle medesime variabili economiche dell'impresa da valutare in modo da giungere, per moltiplicazione, al valore ricercato.

$$VRA = M(GEA)$$

In generale, i multipli sono quasi sempre espressi dal rapporto tra un "prezzo" ed una "misura di *performance*" realizzata da una società in un dato periodo.

Le principali performance considerate nell'esperienza internazionale sono:

- E: reddito netto;
- EBIT: reddito operativo, coincidente con il risultato economico prima di interessi passivi e imposte;
- EBITDA: margine operativo lordo, vale a dire il MOL, risultato economico prima di ammortamenti, accantonamenti, oneri e proventi finanziari, oneri e proventi straordinari, imposte;
- CF: flusso di cassa di periodo;
- *Sales*: vendite.

5.1.7 - Il metodo del moltiplicatore dell'EBITDA

Un metodo valutativo rientrante tra i criteri relativi di stima riconducibili ai moltiplicatori di mercato, è il c.d. metodo del moltiplicatore dell'EBITDA.

Tale metodologia è uno dei criteri empirici più largamente utilizzati nella prassi valutativa per esprimere un prezzo, soprattutto nel mondo del *private equity*. In particolare, secondo il criterio del moltiplicatore dell'EBITDA il valore di un'azienda è funzione del flusso che la stessa è in grado di generare in chiave prospettica.

L'applicazione di tale metodologia comporta l'utilizzo della seguente formula:

$$W = [(EBITDA \times c) - D]$$

dove:

W = Valore del capitale economico dell'azienda oggetto di valutazione

$EBITDA$ = Flusso di EBITDA producibile

c = Moltiplicatore, di norma estrapolato dalle transazioni effettuate sul mercato nel settore di appartenenze dell'azienda oggetto di valutazione (prezzi fatti sul mercato)

D = Posizione finanziaria netta

Si precisa che l'EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) è un indicatore di redditività che evidenzia il reddito aziendale considerando esclusivamente la gestione caratteristica, ovvero escludendo gli interessi (gestione finanziaria), le tasse (gestione fiscale), il deprezzamento dei beni e gli ammortamenti.

Con riferimento al parametro "D", si precisa che per posizione finanziaria netta si deve intendere l'indebitamento netto aziendale come differenza tra i debiti finanziari e le disponibilità liquide. Essa esprime in maniera sintetica il saldo tra fonti ed investimenti di natura finanziaria e può assumere, in base all'orizzonte temporale abbracciato, diverse configurazioni: a breve, a medio-lungo e complessiva; nel primo caso, sono analizzate solo le voci finanziarie

con scadenza entro l'anno; nel secondo, solo quelle a medio-lungo termine, mentre quella complessiva rappresenta la sintesi delle prime due.

5.2 - Il procedimento di valutazione adottato: il metodo del moltiplicatore dell'EBITDA

Considerata la realtà oggetto di valutazione nonché i dati e le informazioni a disposizione si è ritenuto maggiormente congruo adottare la metodologia del moltiplicatore dell'EBITDA.

6 - LA CONGRUITA' DEL CANONE D'AFFITTO: CENNI TEORICI

Attraverso il negozio giuridico del contratto d'affitto, si realizza un trasferimento meramente temporaneo dell'azienda o di un *asset* della medesima (come nel caso in esame), come strumento di attività imprenditoriale, ad una persona diversa dal proprietario, con una correlativa successione temporanea degli stessi.

Si ha quindi dissociazione, limitata nel tempo, fra le due figure del proprietario dell'azienda/dell'*asset*, che non l'esercita in proprio, e dell'imprenditore dell'azienda/utilizzatore dell'*asset* di altrui proprietà di cui si avvale per il proprio esercizio.

La descritta facoltà concessa a mezzo del contratto d'affitto circa l'utilizzo dell'azienda/*asset*, viene remunerata attraverso la corresponsione del canone di affitto.

Tale canone, in via ovviamente teorica, dovrebbe consentire al proprietario dell'azienda/*asset* di vedere remunerato in misura corretta il valore del proprio bene, così da renderlo indifferente rispetto ad altri utilizzi.

Le metodologie proposte dalla dottrina per arrivare alla determinazione del congruo canone di affitto muovono tutte da un presupposto comune: che il congruo canone di affitto dell'azienda/*asset* sia funzione del valore economico

dell'azienda/*asset* affittato.

In particolare, dato il valore economico W dell'azienda/*asset*, il congruo canone di affitto risulterebbe dalla seguente espressione:

$$C_w = R * W$$

dove:

C_w = congruo canone di affitto

R = coefficiente (percentuale) da applicare al valore economico

W = valore economico dell'azienda o dell'*asset*

Dato questo schema concettuale comune, non vi è tuttavia concordia nella letteratura sul significato da attribuire al coefficiente R . Sono state, a tale riguardo, proposte tre interpretazioni dello stesso.

Secondo la prima impostazione il coefficiente in parola è il "tasso di congrua remunerazione del capitale investito nell'impresa in affitto" e il congruo canone di affitto che ne scaturisce rappresenta "il flusso di reddito adeguato ritraibile dall'investimento nell'azienda senza intaccare l'economicità della gestione".

Secondo un altro approccio, sviluppato con specifico riferimento alle aziende fallite, per la determinazione della percentuale R "occorre partire dal concetto di redditività normale del settore (come limite superiore) per scendere, a seconda delle ipotesi, a valori tendenti a zero e, al limite, anche negativi quando [il valore economico dell'azienda/*asset* in affitto] sia destinato a degradare ove il complesso non sia mantenuto in uso". In tal senso, l'entità del coefficiente in parola è "inversamente proporzionale alla deperibilità delle componenti immateriali dell'azienda e può conseguentemente essere positivamente correlata alla differenza tra il valore reddituale e il valore patrimoniale [dell'azienda]".

Da ultimo, vi è chi ha argomentato come il coefficiente R debba essere determinato come somma del rendimento lordo d'imposta degli investimenti *risk-free* più una percentuale quantificabile tra il 10% e il 20% del *premium risk*.

Ciò in quanto "con l'affitto, permane pur sempre un certo livello di rischio in capo al proprietario, derivante dai possibili danneggiamenti dell'*asset* o dei beni materiali che costituiscono l'azienda non immediatamente riconoscibili ed individuabili e soprattutto dal rischio che una diversa gestione può anche recare pregiudizio all'avviamento".

Si rileva, inoltre, nella prassi valutativa riscontrabile nell'operato di alcuni esperti nominati dai Tribunali, la diffusione di un approccio atecnico e apodittico, per cui il canone risulta dall'applicazione di una percentuale scelta a discrezione del perito al valore dell'*asset* o dei cespiti costituenti il complesso aziendale, senza che siano fornite particolari giustificazioni circa la scelta di una percentuale rispetto alle alternative possibili.

Pertanto la congruità del canone d'affitto di azienda o di un *asset* viene ricercato attraverso la stima del saggio di remunerazione, in via astratta, da ritenersi confacente con le aspettative di ritorno in termini finanziari dell'investimento patrimoniale "azienda/*asset*".

Ovviamente con il termine "valore azienda"/"valore *asset*" s'intende il valore di capitale economico della stessa non certamente quello puramente contabile.

7 - LA VALUTAZIONE DEL RAMO

7.1 - L'applicazione della metodologia del moltiplicatore dell'EBITDA

L'applicazione della metodologia del moltiplicatore dell'EBITDA comporta la definizione dei seguenti elementi: l'EBITDA, il moltiplicatore e la posizione finanziaria netta.

Con riferimento al primo parametro, non disponendo di dati specifici relativi al ramo d'azienda oggetto di valutazione, per la determinazione dell'EBITDA si è ritenuto opportuno fare riferimento ai dati di redditività 2013 - 2015 rilevati dall'ISTAT per il settore relativo alla "fabbricazione di articoli in pelle e simili", settore di appartenenza del ramo d'azienda. Più in particolare, in relazione al

predetto settore, l'ISTAT ha pubblicato i dati di "Valore Aggiunto per addetto" nonché la "Redditività Lorda" in termini percentuali per le annualità 2013, 2014 e 2015.

Settore 15 - Fabbricazione di articoli in pelle e simili

INDICATORI (a)	2013	2014	2015	2016	Totale manifattura ultimo anno
CARATTERISTICHE STRUTTURALI					
Numero di imprese	15.633	15.436	15.235	....	389.317
Numero di addetti	139.809	141.068	141.044	....	3.618.368
Valore aggiunto (% sul totale manifattura)	3,4	3,5	3,3	....	100,0
Valore aggiunto delle grandi imprese (in % del totale del settore)	28,5	29,4	31,1	....	33,9
Numero di imprese nate	1.148	1.048	1.159	....	19.479
Numero di imprese cessate (b)	1.291	1.235	1.243	....	25.274
Rapporto di concentrazione (CR5) (%)	16,4	16,4	16,3	....	....
Integrazione verticale (valore aggiunto/fatturato) (%)	23,7	24,3	25,0	....	24,1
Intensità energetica (Tj/valore della produzione in milioni) (c) (d)	0,84	0,77	0,80	....	5,04
RISULTATI ECONOMICI					
Valore aggiunto per addetto (mgl euro) (A)	47,8	50,0	50,2	....	58,8
Costo del lavoro per dipendente (mgl euro) (B)	32,0	32,1	32,7	....	42,4
Competitività di costo (rapporto % tra A/B)	149,3	155,7	153,5	....	138,8
Redditività lorda (%) (e)	35,8	38,3	37,4	....	31,3
STRATEGIE					
Investimenti per addetto (mgl di euro)	3,4	4,8	4,3	....	7,3
Imprese innovatrici (imprese con almeno 10 addetti) (%) (f)	....	21,9	....	....	41,0
Imprese che effettuano acquisti on-line (imprese con almeno 10 addetti) (%) (c)	32,5	24,2	25,8	24,5	40,6
Imprese che effettuano vendite on-line (imprese con almeno 10 addetti) (%) (c)	6,0	5,1	8,9	9,9	8,9
Indice dei prezzi alla produzione sul mercato interno (2010=100)	108,4	111,4	113,0	203,3	102,8
Investimenti per la tutela ambientale (incidenza % sugli investimenti fissi lordi)	6,9	0,3	0,3	....	2,0
INTERNAZIONALIZZAZIONE					
Imprese esportatrici (in % delle imprese del settore)	28,7	29,2	30,0	....	22,7
Esportazioni su fatturato (%)	51,2	50,0	52,0	....	36,7
Intensità delle importazioni (importazioni di beni e servizi / consumi intermedi) (%) (b)	31,1	31,3	31,8	....	34,8
Esportazioni delle imprese del settore (variazioni annue) (%)	8,9	2,1	-0,1	....	2,3
Esportazioni delle grandi imprese (in % del totale del settore)	37,2	37,9	40,3	....	50,4
Indice dei prezzi alla produzione sul mercato estero (2010=100)	104,8	105,1	108,5	195,2	103,1
Fatturato prodotto all'estero (in % del fatturato interno) (g)	3,7	4,2	4,7	....	27,0
Valore aggiunto delle imprese a controllo estero (in % del totale del settore)	6,4	7,0	7,4	....	18,5
Indice sintetico di competitività (a)	107,8	104,0	101,7	....	100,0

(a) Per maggiori dettagli su fonti, definizioni e metodologie si rinvia ai database e alle note e avvertenze sulle informazioni settoriali.

(b) Il dato dell'ultimo anno è stimato o provvisorio.

(c) I dati si riferiscono all'insieme dei settori tessile, abbigliamento e pelli.

(d) Il valore relativo al totale manifattura è al lordo del settore petrolifero.

(e) Rapporto tra margine operativo lordo (depurato della componente di remunerazione dei lavoratori indipendenti) e valore aggiunto.

(f) Il dato si riferisce al triennio che si conclude nell'anno considerato.

(g) I dati si riferiscono all'insieme dei settori abbigliamento e pelli.

Sulla base di tali dati, considerando quale ottimale numero di addetti del ramo d'azienda quello a medio regime degli impianti, ovvero n. 25 addetti (in coerenza con la storia produttiva dell'azienda), e partendo dalla percentuale di redditività lorda media 2013-2015 sul valore aggiunto del settore in esame, calcolata in funzione dei sopra esposti dati ISTAT, è stato possibile determinare il valore aggiunto medio del ramo d'azienda e quindi l'EBITDA.

	2013	2014	2015	Dato Medio
Redditività lorda (%) - fonte ISTAT	35,80%	38,30%	37,40%	37,17%
Valore aggiunto per addetto (Euro) - fonte ISTAT	47.800	50.000	50.200	49.330
Valore aggiunto per addetto * numero addetti ramo d'azienda a pieno regime pari a 25 (Euro)				1.233.330
Redditività lorda media (Euro) (EBITDA medio = Flusso di EBITDA producibile dal ramo d'azienda)				458.389

Con riferimento al secondo parametro, ovvero al moltiplicatore da assumere per la determinazione del valore economico del ramo d'azienda, si è fatto riferimento al multiplo EV/EBITDA indicato da Aswath Damodaran, docente di *corporate finance* e valutazione d'azienda alla Stern School of Business dell'Università di New York, per il generico settore chimico europeo (si ricorda che quello conciario, in ambito di CCNL, è infatti un settore ricompreso in ambito chimico) pari a 7,00 (multiplo medio per società quotate); tuttavia, in considerazione del fatto che l'entità oggetto di valutazione non è quotata e sicuramente di dimensioni molto più ridotte rispetto ai *comparable*, al contrario delle società osservate per lo sviluppo degli studi aventi ad oggetto il moltiplicatore EV/EBITDA, risulta necessario abbattere significativamente il predetto moltiplicatore. Si è ritenuto quindi opportuno effettuare tre distinte ipotesi in funzione dell'abbattimento operato al multiplo medio EV/EBITDA. In particolare la valutazione è stata operata considerando alternativamente un multiplo EV/EBITDA:

- pari a 4 - IPOTESI A;
- pari a 5 - IPOTESI B;
- pari a 6 - IPOTESI C.

Infine, per la definizione del terzo ed ultimo parametro, la posizione finanziaria netta, è stato considerato il 50% del TFR spettante ai dipendenti passati alla Società affittuaria per effetto del contratto di

affitto d'azienda del 18.03.2015, considerando esclusivamente i dipendenti il cui rapporto di lavoro alla data del 21.02.2018 (data di comunicazione da parte dell'ufficio di amministrazione della Società affittuaria di tutti i dati afferenti i dipendenti in forza) era ancora in essere - n. 12 dipendenti. Si precisa che l'ammontare del TFR spettante a ciascun dipendente ancora in forza è relativo al 30.11.2015 ed è stato desunto dal "prospetto riassuntivo del T.F.R. spettante a ciascun dipendente al 30.11.2015" fornito dal Curatore della Società (ultimo data aggiornato disponibile).

L'importo totale del TFR al 30/11/2015 è di Euro 313.119,15 e dunque la posizione finanziaria netta è pari ad Euro 156.559,58.

Una volta definiti tutti i parametri, è stato possibile determinare il valore economico del ramo d'azienda¹:

- in Euro 1.676.995,98 nell'IPOTESI A;

<i>Flusso di EBITDA producibile dal ramo d'azienda</i>	458.388,89
<i>moltiplicatore EV/EBITDA (IPOTESI A)</i>	4
+ Enterprise Value	1.833.555,56
- PFN	156.559,58
= VALORE RAMO D'AZIENDA	1.676.995,98

- in Euro 2.135.384,87 nell'IPOTESI B;

<i>Flusso di EBITDA producibile dal ramo d'azienda</i>	458.388,89
<i>moltiplicatore EV/EBITDA (IPOTESI B)</i>	5
+ Enterprise Value	2.291.944,44
- PFN	156.559,58
= VALORE RAMO D'AZIENDA	2.135.384,87

¹ Si ricorda che il valore del ramo d'azienda qui determinato incorpora la valorizzazione dei beni mobili afferenti il ramo d'azienda stessa, per contro è escluso il valore del compendio immobiliare in relazione al quale occorre far riferimento alla perizia di stima effettuata dal Dott. Ing. Castellotti.

- in Euro 2.593.773,76 nell'IPOTESI C.

<i>Flusso di EBITDA producibile dal ramo d'azienda</i>	458.388,89
<i>moltiplicatore EV/EBITDA (IPOTESI C)</i>	6
+ Enterprise Value	2.750.333,33
- PFN	156.559,58
= VALORE RAMO D'AZIENDA	2.593.773,76

Il valore del ramo d'azienda di pertinenza della Società

fallimento, oggetto d'affitto alla

è quindi ricompreso nel seguente *range* di valori arrotondati:

$$1.677.000,00 \leq \text{Valore economico ramo d'azienda} \leq 2.594.000,00$$

Si evidenzia che il multiplo ritenuto maggiormente adeguato per la valutazione in esame è quello intermedio, pari a 5, di conseguenza, volendo fissare un valore puntuale per il ramo d'azienda - comprensivo di tutti i beni mobili ed escluso il compendio immobiliare - si ritiene che lo stesso sia pari al valore arrotondato di Euro 2.135.000,00 così come individuato nell'IPOTESI B.

Da ultimo, ai fini di un'eventuale futura compravendita del ramo d'azienda e della relativa definizione del prezzo di vendita, si rileva come il debito per il TFR sia da considerarsi come un'eventuale modalità di pagamento, da detrarsi dal valore del ramo d'azienda qui determinato.

8 - PARERE SULLA CONGRUITA' DEL CANONE D'AFFITTO

Una volta individuata la metodologia concettuale si tratta di determinare numericamente i valori della seguente equazione:

$$Cw = R * W$$

dove:

Cw = congruo canone di affitto annuo

R = coefficiente (percentuale) da applicare al valore economico

W = valore economico della ramo d'azienda

Il valore del ramo d'azienda oggetto di stima è stato precedentemente determinato in un *range* compreso tra Euro 1.677.000,00 (IPOTESI A) ed Euro 2.594.000,00 (IPOTESI C).

Per quanto viceversa attiene alla quantificazione di "R", la stessa definizione data nella premessa di tasso che rappresenta l'equa remunerazione del valore economico dell'azienda ne fa discendere una qualificazione e quindi quantificazioni di natura finanziaria.

La dottrina aziendalistica è solita scindere il tasso di remunerazione in una serie di componenti che idealmente vanno a costituirlo. In particolare la scissione delle componenti tiene conto:

- a) di un premio, garantito nel mercato finanziario, ed attendibile dall'investitore in attività finanziarie prive di rischio di perdita;
- b) di una ulteriore aliquota di remunerazione da sommarsi alla precedente rappresentante la compensazione del maggior rischio che l'investitore corre in un'azienda oggetto ovviamente delle fluttuanti congiunture del mercato in generale di quelle specifiche del settore di appartenenza.

In formula

$$R = i1 + i2$$

ove:

- i1 rappresenta il tasso privo di rischio;
- i2 rappresenta la maggiore remunerazione che compensi il rischio aziendale.

Per quanto concerne la stima di "i1" (tasso privo di rischio) lo stesso è stato rilevato dalla remunerazione nel periodo di riferimento dei titoli di Stato (BTP decennali - media 2017), tipico investimento finanziario privo di rischio. Per il

principio di coerenza con la grandezza da determinare (canone d'affitto) i tassi dei titoli di Stato verranno presi al lordo dell'inflazione e al lordo dell'imposizione fiscale.

Il tasso privo di rischio viene quindi individuato nel 2,097% (i1).

Per quanto concerne il secondo addendo della formula (i2), lo stesso rappresenta la maggiore remunerazione che viene richiesta per l'investimento nella specifica azienda. Il premio per il rischio specifico è stato calcolato ponderando il rendimento azionario medio rilevato sui mercati finanziari internazionali maturi, del 5,08% (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>), con il Coefficiente di volatilità beta derivato dall'andamento dei prezzi di un campione di società operanti in Europa nel generico settore chimico, dell'1,89% (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>).

Il premio per il rischio specifico viene quindi individuato nelle percentuali del 9,60. Tale rendimento verrà considerato per il 15%, parametro medio indicato dalla dottrina economico aziendale. Pertanto i2 risulta pari all'1,44%.

Il coefficiente R da applicare al valore economico è quindi pari al 3,54%.

VALORI RAMO D'AZIENDA - VARIABILI IN FUNZIONE DEL MOLTIPLICATORE			
	IPOTESI A	IPOTESI B	IPOTESI C
<i>Moltiplicatore di riferimento</i>	4	5	6
VALORE RAMO D'AZIENDA	1.676.995,98	2.135.384,87	2.593.773,76

Determinazione congruità del Canone d'affitto:			
	IPOTESI A	IPOTESI B	IPOTESI C
Cw=R*W	59.312,34	75.524,73	91.737,12

Dall'applicazione della metodologia prescelta risulta che un congruo canone d'affitto annuo per il ramo d'azienda debba essere compreso tra i valori arrotondati di Euro 59.300,00 e di Euro 91.700,00.

In particolare, ancora una volta, si ritiene maggiormente rappresentativo il valore intermedio scaturente dall'applicazione dell'IPOTESI B, di Euro

75.500,00.

Ne discende che il canone annuo di € 48.000,00 pattuito non risulta congruo.

9 - CONCLUSIONI

Alla data di riferimento della stima - 31.12.2017 - il valore del capitale economico del ramo d'azienda di pertinenza della Società

in fallimento, di cui al contratto d'affitto d'azienda, stipulato in data 18.03.2015, calcolato mediante il metodo del moltiplicatore dell'EBITDA, è determinato in un range compreso tra Euro 1.677.000,00 ed Euro 2.594.000,00.

Si evidenzia che, volendo fissare un valore puntuale per il ramo d'azienda, si ritiene che lo stesso sia individuabile nel valore di Euro 2.135.000,00 così come individuato nell'IPOTESI B del presente elaborato.

Si ricorda che i valori del ramo d'azienda sopra riportati comprendono di fatto il valore dei beni mobili afferenti il ramo d'azienda stesso ma escludono il valore dell'immobile così come determinato dall'Ing. Castellotti in complessivi Euro 3.915.000,00, che è quindi da considerarsi a parte.

Il sottoscritto esprime inoltre il proprio parere negativo in merito alla congruità del canone d'affitto per il ramo d'azienda pattuito annualmente in Euro 48.000,00, ritenendo che il congruo canone d'affitto annuo per lo stesso debba essere compreso tra i valori arrotondati di Euro 59.300,00 e di Euro 91.700,00.

Da ultimo, ai fini di un'eventuale futura compravendita del ramo d'azienda e della relativa definizione del prezzo di vendita, si rileva come il debito per il TFR sia da considerarsi come un'eventuale modalità di pagamento, da detrarsi dal valore del ramo d'azienda qui determinato.

* * * * *

Il sottoscritto ritiene di aver espletato l'incarico affidato.

Rimane a disposizione per ogni chiarimento e ringrazia per la fiducia accordata.

Pavia, Li 15.05.2018

Giorgio Pellati

