

**RELAZIONE DI STIMA DEL RAMO D'AZIENDA DELLA SOCIETA'  
"PAGGI ADELMO S.R.L."**

**PROF. DOTT. SIMONE MANFREDI**  
**AGGREGATO DI ECONOMIA AZIENDALE**  
**NELL'UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI CASSINO E DEL LAZIO**  
**MERIDIONALE**  
**DOTTORE COMMERCIALISTA**  
**REVISORE LEGALE**



Sommario

<b>1. Oggetto dell'incarico e documentazione esaminata. ....</b>	<b>2</b>
<b>2. Ipotesi e limitazioni. ....</b>	<b>3</b>
<b>3. Brevi cenni storici. ....</b>	<b>5</b>
<b>3.1 La Paggi Adelmo S.r.l. ....</b>	<b>5</b>
<b>3.2 Il Ramo di azienda e la procedura concorsuale. ....</b>	<b>6</b>
<b>4. Le metodologie di stima del capitale economico delle aziende. ....</b>	<b>7</b>
<b>4.1 La nozione di capitale economico. ....</b>	<b>7</b>
<b>4.2 I metodi di valutazione del capitale economico. ....</b>	<b>7</b>
<b>4.2.1 Premessa. ....</b>	<b>7</b>
<b>4.2.2 I metodi diretti. ....</b>	<b>9</b>
<b>4.2.3 I metodi indiretti. ....</b>	<b>12</b>
<b>5. La scelta della metodologia valutativa. ....</b>	<b>28</b>
<b>5.1 La metodologia valutativa utilizzata. ....</b>	<b>28</b>
<b>6. La valutazione del capitale economico del Ramo d'azienda. ....</b>	<b>30</b>
<b>6.1 La determinazione del valore del patrimonio netto rettificato (K'). ....</b>	<b>30</b>
<b>6.2 La stima del tasso di attualizzazione (i). ....</b>	<b>33</b>
<b>6.3 La stima dei redditi attesi netti. ....</b>	<b>34</b>
<b>6.4 La durata della correzione reddituale. ....</b>	<b>35</b>
<b>6.5 La stima della correzione reddituale. ....</b>	<b>36</b>
<b>6.6 La stima del valore del capitale economico del Ramo d'azienda concesso in affitto alla "AP Costruzioni Sr.l." alla data del 22.12.2015. ....</b>	<b>36</b>
<b>7. Conclusioni. ....</b>	<b>37</b>

## **1. Oggetto dell'incarico e documentazione esaminata.**

In data 9 novembre 2015, la società "Paggi Adelmo S.r.l." (di seguito, per brevità, la "Paggi", la "Società" o la "Locatrice"), in seguito alla presentazione della domanda di concordato preventivo ex art. 161, comma 6 della L.F. presso il Tribunale di Spoleto, conferiva al Prof. Dott. Simone Manfredi, Aggregato di Economia Aziendale nell'Università degli studi di Cassino e del Lazio meridionale, Dottore Commercialista e Revisore Legale, l'incarico professionale di predisporre la valutazione del Ramo d'azienda (di seguito il "Ramo") concesso in affitto alla società "AP Costruzioni S.r.l." (di seguito anche "Affittuaria"), alla data del 22 dicembre 2015, data in cui veniva conferito l'incarico allo scrivente.

Si precisa che tale complesso aziendale, appartenente alla procedura concorsuale è stato definito dalla Società, e risulta costituito, come meglio precisato di seguito, dalle immobilizzazioni tecniche inventariate, ed oggetto di specifica perizia di stima, e dall'avviamento, quest'ultimo costituito dalle quote della AP Costruzioni S.r.l..

Il presente elaborato costituisce l'adempimento dell'incarico affidato.

\*\*\*

Le analisi effettuate ed i risultati raggiunti si fondano, sulla seguente documentazione, fornita allo scrivente dalla Società, che è risultata sufficiente a sviluppare le presenti valutazioni:

- Bilancio di esercizio 2012;
- Bilancio di esercizio 2013;
- Bilancio di esercizio 2014;
- Visura Camerale estratta il 27.09.2015;
- Perizia di stima dei beni strumentali del 10.12.2015, redatta dal Geom. Fibraroli (Allegato 1);
- Contratto di affitto di Ramo di Azienda n. 3176 serie 1T, registrato il 27.05.2015;
- *Perizia di stima ex art. 6, comma 10, del D.P.R. 07 del 5 ottobre 2010*, redatta dal Dott. Carlo Ducci in data 13.07.2015;



- Elenco contratti in corso;
- Elenco dei beni strumentali facenti parte del Ramo;
- Elenco del personale facente parte del Ramo.

## **2. Ipotesi e limitazioni.**

Il "valore economico" del Ramo d'azienda che, come si vedrà di seguito è oggetto della procedura concorsuale in atto, è stato determinato sulla base dei dati, delle informazioni e delle metodologie esposte nella presente relazione.

Tale valore deve essere considerato quale eventuale prezzo di cessione del Ramo d'azienda, in quanto determinato sulla base di elementi contingenti e soggettivi.

La presente relazione è fondata sui documenti, sulle informazioni e sui dati forniti allo scrivente dalla Società.

Lo scrivente, pur avendo adottato tutte le necessarie precauzioni per un'attenta valutazione di tali documenti, informazioni e dati, e pur avendo svolto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, non risponde, tuttavia, della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di tali documenti, dati e informazioni.

Resta ferma, quindi, la responsabilità della Paggi per qualsiasi errore od omissione concernente tali documenti, dati e informazioni e per qualsiasi errore od omissione che dovesse emergere in sede di valutazione a seguito del loro impiego.

Si precisa che lo scrivente non ha effettuato alcuna forma di revisione relativamente alla documentazione di natura contabile ed extracontabile esaminata e, pertanto, lo scrivente non si assume alcuna responsabilità in ordine agli effetti che potrebbero prodursi sulla stima a causa di eventuali errori od omissioni nei dati contabili e negli altri documenti ed informazioni ricevute.

Allo scrivente, inoltre, non sono state comunicate violazioni di regolamenti o di norme di alcun genere i cui effetti avrebbero dovuto essere presi in considerazione ai fini della stima del valore economico del Ramo.



*Stima del valore del Ramo d'azienda della società "Paggi Adelmo S.r.l."*

Non è stata effettuata dallo scrivente alcuna indagine sui titoli di proprietà dei beni stimati, né sull'eventuale esistenza di diritti e gravami su di essi, né, tantomeno, su eventuali licenze, concessioni e/o permessi, nel presupposto che la proprietà sia in regola con le normative vigenti.

Il parere dello scrivente, infine, è formulato alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e, pertanto, non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e non prevedibile (nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale, catastrofi naturali, sociali e politiche, nazionalizzazione, ecc.).

La stima del valore economico del Ramo della Paggi, concesso in locazione alla AP Costruzioni S.r.l., inoltre, deve essere analizzata e considerata anche alla luce delle seguenti limitazioni ed ipotesi di lavoro:

1. Il perimetro di valutazione è quello indicato dalla Società nel corso delle varie riunioni e comunicazioni intercorse;
2. Tutte le informazioni necessarie per lo svolgimento dell'incarico sono state fornite direttamente dalla Società. Non assume, lo scrivente, alcuna responsabilità relativamente alla veridicità e completezza delle informazioni utilizzate per la valutazione avendo provveduto unicamente ad un apprezzamento di massima di ragionevolezza delle principali ipotesi ed informazioni forniteci;
3. La data di riferimento della stima è il 22 dicembre 2015;
4. Il presente documento, strettamente riservato e non riproducibile, è soggetto ad utilizzo esclusivo da parte della Società conferente l'incarico con riferimento esclusivo alle finalità esposte al precedente paragrafo.

\*\*\*

Tanto premesso, nel prosieguo, al fine di determinare il valore del Ramo della Paggi, oggetto dell'incarico *de quo*, l'incarico affidato allo scrivente sarà impostato come segue:

- breve presentazione della società (cap.3);

- illustrazione delle metodologie di stima del capitale economico delle aziende (cap.4);
- scelta della metodologia valutativa (cap.5);
- valutazione del capitale economico del Ramo della Paggi Adelmo S.r.l. (cap.6);
- conclusioni (cap.7).

### **3. Brevi cenni storici.**

#### **3.1 La Paggi Adelmo S.r.l.**

La società Paggi Adelmo S.r.l., P. IVA 01806540546, con sede legale in Trevi (PG), in via Ellera 6, in concordato preventivo ex art. 161, comma 6, L.F., richiesto il 04.08.2015, risulta essere stata costituita in data 17.10.1989 ed iscritta nella sezione ordinaria del Registro delle Imprese, al num. PG – 160592, in data 11.12.1989, con l'oggetto sociale che si riporta di seguito:

*“estrazione e vendita di materiali inerti; movimenti materiali aridi; lavori di opere murarie ed in cemento armato; lavori di demolizione e sistemazione del terreno; lavori stradali, costruzioni di autostrade, strade, campi di aviazione e impianti sportivi; trivellazioni e perforazioni; lavori di ingegneria civile; ponti, viadotti; posa di pavimentazioni con materiali speciali; opere stradali speciali; acquedotti, gasdotti, oleodotti, metanodotti e fognature; costruzione di opere idrauliche, lavori di difesa, sistemazione idraulica e bonifica; opere di urbanizzazione primarie e secondarie; produzione e vendita di manufatti di conglomerati cementiti, bituminosi, leganti per uso stradale e bitumi in genere; esecuzione di lavori ferroviari, lavori di manutenzione sistematica dell'armamento e lavori speciali sui binari; progettazione, costruzione e gestione impianti di trattamento rifiuti; autotrasporto per conto terzi; acquisto, costruzione, realizzazione, compravendita, locazione, permuta di immobili sia civili che industriali; amministrazione e affitto di fabbricati per conto proprio; acquisto, alienazione e permuta di proprietà rustiche, aree fabbricabili e sopraelevazioni; stoccaggio, smaltimento, trattamento e recupero di rifiuti riutilizzabili; noleggio di macchine e attrezzature per la costruzione o la demolizione; noleggio di altri mezzi di*



*trasporto terrestre; noleggio di macchine e attrezzature per lavori edili e di genio civile; frantumazione di pietre e minerali vari fuori cava; più in generale qualsiasi attività nel campo delle costruzioni civili, industriali e idrauliche comprese le relative progettazioni.*

*La società potrà compiere altresì tutte le operazioni mobiliari ed immobiliari, commerciali, industriali, creditizie e finanziarie, anche in forma di leasing, di import export necessarie od utili per il raggiungimento dello scopo sociale, potrà assumere interessenze e partecipazioni in altre imprese o società, consorzi ed enti collettivi il cui scopo sia connesso o affine, potrà prestare garanzie reali, fidejussioni ed avalli anche a favore di terzi, partecipare ad aste pubbliche e gare d'appalto, anche in forma consorziata e comunque in tutte le forme associative previste dalla legge, dare e prendere in affitto aziende e rami di aziende e procedere a gestioni sulla base di contratti di associazione in partecipazione ai sensi di legge e potrà infine contrarre mutui e compiere operazioni bancarie di ogni genere".*

### **3.2 Il Ramo di azienda e la procedura concorsuale.**

In seguito al difficile momento economico internazionale che colpisce il settore in cui opera la Società, anche la Paggi attraversa un periodo di difficoltà finanziaria. Per tale ragione, la Società, al fine di sopportare gli oneri necessari per superare tali difficoltà finanziarie e per una corretta esecuzione dei contratti di appalto in essere, ha ritenuto opportuno procedere al trasferimento in affitto ad un altro soggetto giuridico, interamente posseduto, di una parte di azienda.

Ciò premesso, in data 23.05.2015, tra la "Paggi Adelmo Sr.l." e la "AP Costruzioni S.rl." veniva stipulato un contratto di affitto di Ramo d'azienda, quest'ultimo così costituito: a) avviamento; b) utilizzo immobili strumentali; c) autorizzazioni amministrative, licenze, permessi e concessioni relative all'esercizio del Ramo; d) contratti in corso di esecuzione; e) attrezzature e macchinari destinati all'esecuzione dei contratti; f) rapporti di lavoro subordinato; g) contratti necessari per il funzionamento del Ramo d'azienda; h) tutte le gare e le prequalifiche in corso; i) uso non esclusivo del marchio, del sito internet e del dominio.

Successivamente, la Società, in data 04.08.2015, ha presentato, presso il Tribunale di Spoleto, domanda di concordato preventivo ex art. 161, comma 6 L.F.



A tal fine si rendeva necessaria la presente valutazione allo scopo di individuare il valore "teorico" del prezzo di cessione del Ramo d'azienda di proprietà della Paggi.

## **4. Le metodologie di stima del capitale economico delle aziende.**

### **4.1 La nozione di capitale economico.**

Il capitale d'impresa è, come noto, una quantità astratta variamente configurabile nel suo valore in funzione delle finalità della stima e delle ipotesi e congetture assunte a fondamento del processo estimativo.

Tra le diverse configurazioni di capitale – l'unica che rileva ai fini della presente relazione - figura il capitale di trasferimento, ovvero quella configurazione del capitale d'impresa stimata ai fini del "trasferimento" del complesso aziendale. Tale nozione di capitale può essere, a sua volta, variamente articolata in relazione alla posizione assunta dal soggetto valutatore di fronte al processo estimativo. In particolare, si possono distinguere tre ottiche valutative: quella del soggetto acquirente ("valore strategico" nell'ottica dell'acquirente), quella del soggetto venditore ("valore strategico" nell'ottica del venditore) e quella del perito indipendente ("valore economico" del capitale e cioè il capitale stimato nell'ottica del perito indipendente).

E', pertanto, solo in relazione alla posizione valutativa del perito indipendente che la configurazione di capitale di trasferimento può definirsi "capitale economico".

### **4.2 I metodi di valutazione del capitale economico.**

#### **4.2.1 Premessa**

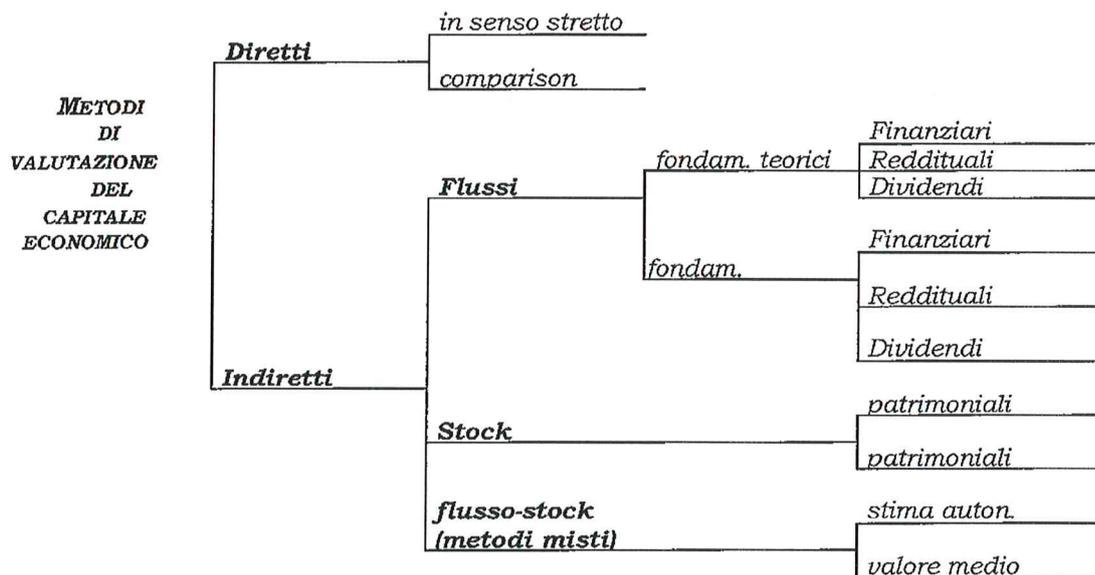
Il valore economico di un'azienda o di un Ramo di Azienda è - come si è detto - una quantità astratta, cioè non fondata su dati obiettivi automaticamente determinabili: la sua valutazione impone il ricorso a stime, ipotesi, congetture che potranno variare da perito a perito dando luogo a valutazioni differenti anche in riferimento alla medesima impresa. Naturalmente, questi elementi di soggettività debbono essere analizzati alla luce di fondati requisiti. Di norma, si conviene sull'affermazione che almeno tre sono i requisiti che un'attendibile metodologia di valutazione del capitale economico d'impresa deve tentare di soddisfare; essi sono:

*Stima del valore del Ramo d'azienda della società "Paggi Adelmo S.r.l."*

- **RAZIONALITÀ:** il metodo deve essere valido concettualmente e dotato di consistenza teorica.
- **OBIETTIVITÀ:** il metodo deve essere concretamente applicabile ovvero fondato su dati certi o almeno credibili e/o controllabili.
- **GENERALITÀ:** il metodo deve prescindere dalle caratteristiche e dagli interessi delle parti coinvolte nella negoziazione.

Secondo alcuni autori, il metodo in oggetto dovrebbe essere dotato dell'ulteriore requisito della **stabilità**, nel senso di una plausibile perduranza del valore nel tempo; va tuttavia, sin da subito, precisato che tale requisito assume diverse configurazioni a seconda delle tipologie di aziende oggetto di stima.

I metodi di valutazione delle aziende che, in linea generale, sono in grado di soddisfare in misura ragionevolmente adeguata i suddetti principi possono così essere classificati:



#### 4.2.2 I metodi diretti.

I metodi diretti fondano la stima del valore economico d'impresa su grandezze desunte dal mercato. In particolare, si distinguono:

- *metodi diretti in senso stretto* che determinano il valore del capitale economico sul fondamento dei prezzi espressi dal mercato;
- *metodi diretti fondati su moltiplicatori empirici* che eguagliano il valore del capitale economico al prodotto tra un moltiplicatore di mercato e una grandezza espressiva del valore economico del capitale d'impresa.

##### I metodi diretti in senso stretto.

I metodi diretti in senso stretto si articolano in due categorie a seconda che l'azienda da valutare sia o meno quotata presso una Borsa valori. Nel primo caso il capitale economico dell'impresa valutanda viene calcolato utilizzando il seguente algoritmo:

$$W = \sum_{i=1}^n P_i \times m_i$$

dove:

$W$  è il valore del capitale economico;

$P_i$  è il prezzo di mercato di un'azione della tipologia "i" (ordinaria, privilegiata, ...);

$m_i$  è il numero di azioni della tipologia "i".

Nel caso, invece, in cui l'azienda non sia quotata, il valore economico del suo capitale viene stimato come media aritmetica, semplice o ponderata, dei valori economici assunti da un selezionato numero di aziende assimilabili, per caratteristiche qualitative e quantitative, a quella oggetto di valutazione; in formula:

$$W = \frac{\sum_{i=1}^n W^s_i \times p_i}{\sum_{i=1}^n p_i}$$

dove:

$W$  è il valore del capitale economico;

$W^S_i$  sono i valori economici delle aziende facenti parte del campione, calcolati sulla base dei "prezzi fatti" in transazioni aventi ad oggetto imprese simili a quella valutanda;

$p_i$  sono i "pesi" attribuiti a ciascuna valutazione.

### **I metodi diretti fondati su moltiplicatori empirici.**

I metodi in parola si sogliono distinguere in criteri basati sull'*equity approach to valuation* e metodi fondati sull'*entity approach to valuation*.

#### *I METODI DIRETTI FONDATI SULL'EQUITY APPROACH TO VALUATION*

I metodi diretti basati sul c.d. "*equity approach to valuation*" conducono alla stima del valore economico del capitale *in via diretta* e trovano fondamento sulla seguente eguaglianza:

$$\left(\frac{W}{k}\right)_T = \left(\frac{P}{k}\right)_S$$

dove:

$(W/k)_T$  è il moltiplicatore dell'azienda oggetto di stima, dato dal rapporto tra il valore economico dell'impresa *valutanda* ( $W_T$ ) e una grandezza ( $k$ ) espressiva del valore dell'impresa (utile, *cash flow*, fatturato, ecc.);

$(P/k)_S$  è il moltiplicatore di mercato di un campione di imprese simili, per caratteristiche qualitative e quantitative, a quella oggetto di valutazione, costruito ponendo a rapporto il prezzo di mercato di tali imprese ( $P$ ) con la medesima grandezza impiegata per il calcolo del moltiplicatore dell'impresa *valutanda* ( $k$ ).

Il valore del capitale economico, si determina, pertanto, nel seguente modo:

$$W_T = \left(\frac{P}{k}\right)_S \times k_T$$

L'applicazione di tale formula comporta, a tutta evidenza, la necessità di stimare: la grandezza  $k$  (da utilizzare ai fini della determinazione dei moltiplicatori



*Stima del valore del Ramo d'azienda della società "Paggi Adelmo S.r.l."*

delle imprese facenti parte del campione di aziende simili all'azienda *valutanda*) e il valore attribuibile alla grandezza  $k_T$ .

In ordine all'aspetto di cui *sub a)*, va rammentato che molteplici sono le grandezze ( $k$ ) e, quindi, i moltiplicatori proficuamente utilizzabili ai fini del calcolo; i moltiplicatori maggiormente utilizzati sono: il *price/earning (P/E)*, ove la grandezza  $k$  è rappresentata dall'utile medio atteso; il *price/cash flow (P/CF)*, dove il denominatore è costituito dal flusso di cassa *levered* o *unlevered*; il *price/book value (P/BV)*, dove al denominatore del moltiplicatore è iscritto il patrimonio netto contabile.

Per quanto riguarda le modalità estimative della grandezza  $k_T$  (aspetto di cui *sub b)*, va subito precisato che il fatto che  $k_T$  deve essere coerente con le scelte operate in sede di individuazione del moltiplicatore.

*I METODI DIRETTI BASATI SULL'ENTITY APPROACH TO VALUATION*

I metodi diretti fondati sul c.d. "*entity approach to valuation*" si caratterizzano in quanto la stima del capitale economico d'impresa viene effettuata *in via mediata* sottraendo al valore economico delle attività (*firm value*) il valore di mercato dei debiti finanziari; ne deriva che i metodi in parola trovano fondamento sulla seguente eguaglianza:

$$\left(\frac{W + D}{k}\right)_T = \left(\frac{P + D}{k}\right)_S$$

dove ai simboli noti si aggiungono:

$D_T$ : valore di mercato dei debiti finanziari dell'azienda *target*;

$D_S$ : valore di mercato dei debiti del campione di imprese assunte per la valutazione.

Il valore economico del capitale si determina per differenza tra il valore economico delle attività dell'azienda oggetto di stima e l'ammontare dei debiti finanziari ad essa attribuibili; in formula:

$$W_T = \left(\frac{P+D}{k}\right)_s \times k_T - D_T$$

L'applicazione dell'algoritmo in parola comporta, a tutta evidenza, la necessità di stimare il valore del rapporto tra il *firm value* (somma del prezzo di mercato del capitale proprio,  $P$ , e del valore di mercato dei debiti finanziari,  $D$ ) e la grandezza  $k$  prescelta per la valutazione, del campione, nonché di determinare il valore attribuibile alle grandezze  $k_T$  e  $D_T$ .

Per quel che riguarda la scelta della grandezza  $k$ , i moltiplicatori più impiegati nella pratica valutativa sono: il *firm value/earnings before interests and taxes*, ( $FV/EBIT$ ); il *firm value/earnings before interests, taxes, depreciation and amortization* ( $FV/EBITDA$ ).

Per quanto concerne il punto di cui *sub b*), stima del valore attribuibile alla grandezza  $k_T$ , si ricorda che la grandezza deve essere coerente con le scelte operate nella fase di individuazione del moltiplicatore.

#### 4.2.3 I metodi indiretti.

I metodi indiretti si distinguono, come evidenziato precedentemente, in: metodi basati su grandezze flusso; metodi basati su grandezze *stock* e metodi basati su grandezze flusso-*stock*.

##### I metodi basati su grandezze flusso.

I metodi indiretti fondati su grandezze flusso possono essere distinti in due classi di metodologie valutative denominate:

- *criteri fondamentali teorici;*
- *metodi semplificati.*

##### *I METODI FONDAMENTALI TEORICI*

I metodi fondamentali teorici si articolano, a loro volta, in:

- formula fondamentale finanziaria teorica;
- formula fondamentale reddituale teorica;



- formula fondamentale basata sui flussi di dividendo distribuibili.

La formula fondamentale finanziaria teorica stima il capitale economico dell'azienda sulla base del valore attuale dei flussi monetari totali, attivi e passivi, prodotti dall'azienda stessa.

L'algoritmo di valutazione è il seguente:

$$W = F_1v^1 + F_2v^2 + \dots + F_{n-1}v^{n-1} + F_nv^n$$

dove:

$W$  è il valore del capitale economico dell'impresa;

$F_1, F_2, \dots, F_{n-1}, F_n$  sono i flussi monetari puntuali; l'ultimo flusso comprende anche il valore di liquidazione dell'azienda;

$v^1, v^2, \dots, v^{n-1}, v^n$  sono i coefficienti di attualizzazione dei flussi finanziari.

I flussi monetari sono calcolati come differenza tra uscite monetarie (acquisizione fattori produttivi, rimborso debiti di finanziamento e funzionamento, concessione prestiti) e entrate monetarie (riscossione dei ricavi, dei crediti di funzionamento e finanziamento, accensione debiti di finanziamento, e disinvestimenti)

La formula fondamentale reddituale teorica eguaglia il valore del capitale economico dell'impresa al valore attuale dei redditi che essa è in grado di generare; in formula:

$$W = R_1v^1 + R_2v^2 + \dots + R_{n-1}v^{n-1} + R_nv^n + P_nv^n$$

dove:

$W$  è il valore del capitale economico dell'impresa;

$R_1, R_2, \dots, R_{n-1}, R_n$  sono i redditi netti puntuali futuri;

$P_n$  è il valore di realizzo dell'azienda all'epoca  $n$ , diminuito del valore delle riserve formate con utili non distribuiti;

$v^1, v^2, \dots, v^{n-1}, v^n$  sono i coefficienti di attualizzazione dei flussi reddituali.

*Stima del valore del Ramo d'azienda della società "Paggi Adelmo S.r.l."*

La formula fondamentale fondata sui flussi di dividendo distribuibili si basa sull'assunto che il valore economico dell'impresa è pari al valore attuale di tutti i futuri incassi conseguiti da chi investe capitale di rischio nell'azienda; in formula:

$$W = D_1v^1 + D_2v^2 + \dots + D_{n-1}v^{n-1} + D_nv^n + P'_n v^n$$

dove:

$W$  è il valore del capitale economico dell'impresa;

$D_1, D_2, \dots, D_{n-1}, D_n$  sono i flussi di dividendo che l'impresa sarà in grado di distribuire;

$P'_n$  è il valore di realizzo dell'azienda all'epoca  $n$ ;

$v^1, v^2, \dots, v^{n-1}, v^n$  sono i coefficienti di attualizzazione dei dividendi.

I procedimenti teorici rispondono pienamente ai requisiti di «razionalità» e di "equità" in quanto definiscono esattamente tutti gli elementi che devono essere presi in considerazione per giungere ad un valore razionale ed equo del capitale economico. A questo proposito, va rilevato che, in assenza di inflazione e del fenomeno dell'attualizzazione, i risultati delle formule in parola conducono a valori coincidenti. Esse, però, non soddisfano il requisito della "obiettività": sono cioè di assai difficile applicazione pratica. In particolare, le critiche mosse ai metodi in parola riguardano il fatto che le formule appena descritte utilizzano parametri difficilmente prevedibili (ad es. la misura dei flussi finanziari, i redditi, i dividendi o l'arco temporale da prendere in considerazione). Per tale motivo, le formule considerate lasciano spazio ad un'eccessiva arbitrarietà in quanto richiedono il ricorso a ipotesi e congetture che possono variare da perito e perito, rendendo estremamente difficile anche il controllo dei parametri utilizzati.

Le rilevanti difficoltà di applicazione delle formule teoriche "fondamentali" impongono, pertanto, il ricorso a formule sostitutive semplificate che, pur non possedendo la stessa validità concettuale, possano essere proficuamente applicabili. Le semplificazioni previste da tali metodi riguardano essenzialmente:

- le modalità di espressione dei parametri (si fa riferimento, ad esempio, all'utilizzo di grandezze flusso medio - normali in sostituzione dei parametri puntuali di difficile determinazione);



- l'orizzonte temporale di riferimento della stima (ad esempio, è ridotto per consentire ragionevoli previsioni dei parametri).

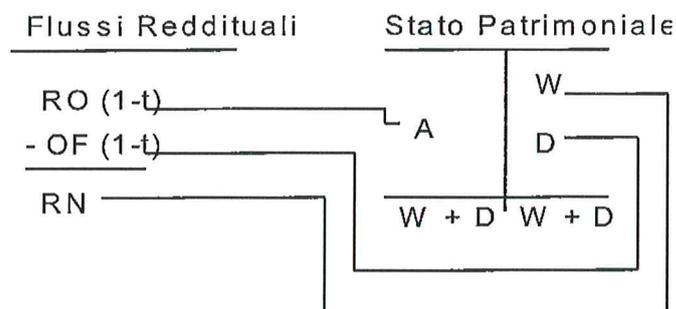
#### *I METODI SEMPLIFICATI*

I metodi semplificati si distinguono in metodi reddituali, metodi finanziari e metodi dei dividendi. In considerazione del fatto che, nella pratica valutativa, questi ultimi criteri non sono diffusamente utilizzati, di seguito si approfondiscono le problematiche valutative connesse ai soli metodi reddituali e finanziari.

#### **I metodi reddituali semplificati.**

L'idea generale ispiratrice dei metodi reddituali è che il valore dell'azienda dipenda unicamente dai flussi di reddito che essa, in base alle attese, sarà in grado di produrre.

La relazione che intercorre tra i flussi di reddito relativi ad un conto economico riclassificato e «normalizzato» tale da rappresentare un periodo amministrativo *standard* e i valori economici del patrimonio, ovvero il valore degli *assets* operativi, dei debiti finanziari e del capitale valutati nell'ottica del perito indipendente, può essere semplicemente schematizzata, nell'ipotesi in cui l'impresa non abbia attività, passività o redditi di natura non operativa, ad eccezione degli elementi attinenti alla gestione finanziaria, nel modo di seguito esposto:



Dove:

- $RO$  è il valore del reddito operativo;  
 $t$  è l'aliquota fiscale societaria;  
 $OF$  è l'importo degli oneri finanziari;

*Stima del valore del Ramo d'azienda della società "Paggi Adelmo S.r.l."*

- $RN$  è il valore del reddito netto;  
 $A$  è il valore economico delle attività operative;  
 $W$  è il capitale economico;  
 $D$  è il valore economico dei debiti finanziari.

Tale schema consente di calcolare il capitale economico d'impresa sia in forma «diretta», che in forma «mediata» per differenza tra il *firm value* e il valore dei debiti finanziari.

Nel primo caso, il capitale economico è pari al valore attuale dei redditi attesi «normalizzati», ovvero in ipotesi di perpetuità dei flussi:

$$W = \frac{RN}{i_c}$$

dove:

$RN$  è il reddito medio normale atteso (o normale *standard*);

$i_c$  è il tasso di congrua remunerazione del capitale proprio.

Nel caso di valutazione dell'azienda «in forma mediata», il valore economico del capitale è pari alla differenza tra il valore economico dell'attivo operativo e il valore economico dei debiti finanziari, cioè:

$$W = A - D$$

Come appare dallo schema proposto, il valore economico dell'attivo operativo eguaglia il valore attuale dei redditi operativi normalizzati al netto delle imposte, ovvero nell'ipotesi di perpetuità dei flussi:

$$A = \frac{RO(1-t)}{WACC}$$

dove:

$A$  è il valore economico dell'attivo al netto dei debiti di funzionamento;

$RO$  è il reddito operativo medio normale atteso;

$WACC$  è il tasso di remunerazione dell'attivo calcolato come media aritmetica ponderata dei tassi di remunerazione delle singole fonti di finanziamento (del capitale proprio e dei debiti finanziari); i pesi sono rappresentati dalle proporzioni, calcolate a valori economici, del capitale di rischio e di credito, rispetto al totale dell'attivo (*Weighted Average Cost of Capital: WACC*):

$$WACC = i_c \frac{W}{W+D} + i_d (1-t) \frac{D}{W+D}$$

dove ai simboli noti si aggiungono:



Stima del valore del Ramo d'azienda della società "Paggi Adelmo S.r.l."

$D$ : valore economico dei debiti finanziari;

$i_d$ : il tasso di remunerazione dei debiti finanziari;

$t$ : aliquota d'imposta.

Il valore economico dei debiti finanziari è pari al valore attuale degli oneri finanziari normalizzati al netto delle imposte, ovvero in ipotesi di perpetuità dei flussi:

$$D = \frac{OF(1-t)}{i_d(1-t)}$$

In definitiva, il valore del capitale economico secondo la maniera mediata risulta:

$$W = A - D = \frac{RO(1-t)}{WACC} - \frac{OF}{i_d}$$

Per quanto attiene alle problematiche di determinazione dei parametri previsti dalla formula valutativa reddituale, i punti da sviluppare sono molteplici.

Un primo aspetto riguarda la definizione dei metodi e delle tecniche di previsione del reddito. In questo senso si distinguono:

- METODO DEI RISULTATI STORICI: tecnica basata sull'ipotesi che il risultato atteso sia pari al reddito medio normale conseguito negli ultimi 3 - 5 anni.
- METODO DI PROIEZIONE DEI RISULTATI STORICI: tecnica che stima i redditi attesi sul fondamento del *trend* dei risultati storici. In questo modo si cerca di mediare l'oggettività dei dati passati con la possibilità di tenere conto di talune variabili rilevanti che possono modificare in futuro il reddito d'esercizio.
- METODO DEI RISULTATI PROGRAMMATI: tecnica che determina i redditi attesi sulla base delle previsioni relative all'andamento economico futuro atteso dell'azienda: più precisamente, i redditi vengono calcolati sul fondamento del *budget* annuale e dei piani pluriennali. Naturalmente *budget* e piani sono adeguatamente revisionati e rettificati dal perito che effettua la stima dell'azienda.
- METODO DELL'INNOVAZIONE: tecnica che studia l'andamento reddituale della gestione nell'ipotesi che si verifichino, in futuro, talune condizioni e

innovazioni oggi considerate solo possibili.

Un secondo aspetto è quello relativo alla stima della durata del periodo di previsione. Per quanto riguarda tale questione, si può affermare che la scelta del periodo di riferimento ha natura necessariamente convenzionale. In generale, i comportamenti che più frequentemente si riscontrano nella realtà operativa sono due:

- la durata dell'orizzonte temporale viene agganciata a condizioni oggettive e specifiche dell'azienda oggetto di valutazione;
- l'orizzonte temporale di vita dell'azienda viene considerato infinito.

Una terza problematica da affrontare ai fini dell'applicazione del metodo reddituale riguarda la determinazione del tasso di attualizzazione dei flussi reddituali.

Ai fini del calcolo di detto tasso è indispensabile tenere conto del *principio di coerenza* tra tassi e flussi secondo il quale alle molteplici configurazioni di flussi reddituali o finanziari utilizzati di volta in volta nei vari metodi è opportuno associare altrettante configurazioni di tassi di attualizzazione.

In primo luogo, è bene precisare che detto tasso può essere espresso dal seguente algoritmo:

$$i_c = i_1 + i_2 + scr + md$$

dove:

$i_1$  è il *risk free rate* o *price of time*;

$i_2$  rappresenta il premio per il rischio;

*scr* (*specific company risk*) è una maggiorazione del tasso connessa al fatto che l'investimento in una specifica attività, anziché in un portafoglio titoli, non consente di eliminare il rischio diversificabile. Tale maggiorazione del tasso è atta a fronteggiare rischi specifici del complesso aziendale, legati alla sua struttura finanziaria, alla tipologia di attività svolta, ai luoghi dove essa è esercitata, alla concentrazione della clientela, e così via.

*Md* (*marketability discount*) è una maggiorazione del tasso applicato alle società non quotate, in ragione del fatto che le azioni non negoziate presso la Borsa Valori scontano un rischio di negoziabilità maggiore rispetto a quello delle azioni quotate.



Ai fini dell'analisi della coerenza tra tassi e flussi è interessante rilevare come il premio per il rischio possa essere distinto in premio per il solo rischio operativo e premio per il rischio finanziario.

Ciò premesso, è possibile affermare che nelle metodologie indirette in cui si attualizzano flussi reddituali o finanziari derivanti dalla gestione totale (flussi netti) il tasso in base al quale scontare detti flussi è un tasso che incorpora anche il premio per il rischio finanziario.

Per quanto riguarda la stima del primo addendo ( $i_1$ ), si suole prendere come riferimento il valore medio del rendimento dei Titoli di Stato degli ultimi 3/5 anni antecedenti all'epoca della valutazione, ovvero il rendimento atteso dei Titoli di Stato, qualora si sia in possesso di attendibili previsioni.

Per quanto riguarda il calcolo del premio per il rischio, due sono le tecniche di stima che hanno trovato ampia diffusione nella dottrina e nella prassi valutativa nazionale.

La prima, che consiste nell'applicazione della *Regola di Stoccarda*, si caratterizza in quanto i flussi reddituali, calcolati nei modi visti in precedenza, vengono abbattuti di una percentuale pari al 30%.

In questo caso, il tasso di attualizzazione dei flussi sarà, naturalmente, dato dal solo *risk free rate* o *price of time*. A risultati del tutto identici a quelli conseguibili con l'applicazione della *Regola di Stoccarda* si giunge - nel caso in cui si debba attualizzare un flusso di reddito normale costante per un periodo di tempo indefinito - se si sconta il flusso «pieno» (ovvero non abbattuto di alcuna percentuale) ad un saggio comprensivo del rischio, calcolato mediante la seguente relazione algebrica:

$$i_2 = i_1 \frac{X}{1 - X}$$

dove:

$i_2$  rappresenta il premio per il rischio;

$i_1$  è il *risk free rate* o *price of time*;

X è la percentuale di abbattimento del reddito.

La seconda tecnica di stima di  $i_2$  è quella che si fonda sul *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Secondo tale metodica valutativa, il premio per il rischio viene determinato moltiplicando il *beta-factor* ( $\beta$ ) (che rappresenta la misura del rischio



operativo e finanziario del complesso aziendale) per il premio medio di mercato (dato dalla differenza tra il rendimento medio atteso del mercato azionario e il rendimento degli investimenti privi di rischio -  $i_1$ )

In tal caso  $i_2$  viene determinato nel seguente modo:

$$i_2 = \beta (R_m - i_1)$$

dove:

$i_2$  è il premio per il rischio d'impresa;

$\beta$  è il *beta-factor* relativo al capitale netto: in sostanza esso rappresenta la misura del rischio operativo e finanziario per l'impresa in esame;

$(R_m - i_1)$  è il premio di mercato, essendo  $R_m$ , il rendimento medio atteso del mercato azionario e  $i_1$  il *risk free rate*.

Nel caso di complessi aziendali non quotati, per i quali non sia disponibile il *beta-factor* di mercato, è possibile utilizzare, quale *proxy*, il beta medio di un campione di imprese comparabili con il complesso aziendale oggetto di stima (1);

Nel caso di utilizzo di un flusso reddituale o monetario lordo (relativo, cioè, alla gestione operativa) il tasso di sconto cui attualizzare il flusso in parola sarà, per il rispetto del principio di coerenza, una media ponderata dei costi delle singole fonti di finanziamento o *WACC (Weighted Average Cost of Capital)*:

$$WACC = i_c \frac{W}{W + D} + i_d \frac{D}{W + D}$$

in cui:

$i_c$  è il costo del capitale proprio;

$i_d$  è il costo del capitale di credito;

<sup>1</sup> Al fine di migliorare il grado di affidabilità del *beta-factor* desunto dal campione di imprese comparabili a quella oggetto di valutazione, è possibile, per il tramite della formula di Hamada, scorporare dal *beta-factor* di mercato la componente finanziaria così da determinare il c.d. *beta unlevered*, e applicare al *beta unlevered* medio di mercato il rischio finanziario dello specifico complesso aziendale oggetto di valutazione.

La formula di Hamada, si precisa, è la seguente:  $\beta_u = \frac{\beta_l}{1 + \frac{D}{W}(1-t)}$  dove  $\beta_u$  è il *beta unlevered* di una singola

impresa,  $\beta_l$  è il *beta levered* della stessa impresa,  $D$  è il valore di mercato dei debiti finanziari dell'impresa;  $W$  è il valore economico del capitale dell'impresa;  $t$  è l'aliquota d'imposta.



W e D rappresentano rispettivamente i valori economici del capitale proprio e dei debiti finanziari.

Si dimostra che, se i costi del capitale proprio e del capitale di credito vengono espressi utilizzando il modello del CAPM, la formula di cui sopra equivale alla seguente:

$$i = i_f + \beta_A (R_m - i_f)$$

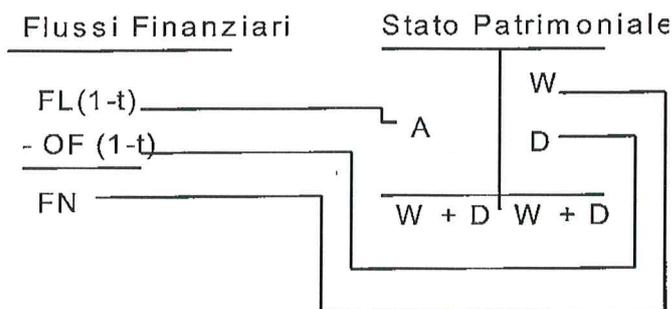
in cui:

$\beta_A$  è il beta relativo alle attività; esso cioè misura il solo rischio operativo e non anche quello finanziario.

### I metodi finanziari semplificati.

I metodi finanziari semplificati determinano il valore del capitale economico in funzione dei flussi monetari prospettici dell'azienda.

Anche nel caso dei metodi finanziari è possibile individuare la modalità *mediata* e quella *diretta* del calcolo del capitale economico, sulla base del legame esistente tra flussi monetari/finanziari e valori economici delle attività e del capitale proprio. In particolare, nella stessa ipotesi semplificatrice prevista nel precedente paragrafo, in cui si supponga l'assenza di attività, passività, redditi e perdite di natura non operativa, ad eccezione degli elementi riguardanti la gestione finanziaria e si assuma che i flussi siano infiniti e costanti nel tempo, lo schema di valutazione del capitale economico con il metodo finanziario è rappresentabile nel seguente modo:



*Stima del valore del Ramo d'azienda della società "Paggi Adelmo S.r.l."*

dove:

*FL* è il valore del flusso *unlevered* (o flusso della gestione operativa);

*t* è l'aliquota d'imposta;

*OF* è il valore del flusso generato dalla gestione finanziaria calcolato al netto delle imposte corrispondenti;

*FN* è il valore del flusso *levered* (flusso monetario netto complessivo disponibile): esso rappresenta il flusso di cassa disponibile generato dalla gestione che può essere destinato alla distribuzione senza provocare imbarazzi finanziari;

*A* è il valore economico dell'attivo (al netto dei debiti di funzionamento);

*W* è il valore economico del netto (capitale economico);

*D* è il valore economico dei debiti finanziari.

La fattuale applicazione del metodo finanziario richiede che vengano determinati:

- il flusso di cassa futuro relativo al periodo di valutazione considerato;
- la durata del periodo di previsione dei flussi attesi;
- il valore del tasso di sconto dei flussi attesi.

Per la determinazione dei parametri di cui ai punti due e tre si può fare riferimento a quanto detto a proposito dei metodi reddituali.

Per quanto riguarda le modalità di computo dei flussi è possibile procedere utilizzando diverse tecniche. Una prima tecnica impiega il seguente schema di riferimento:

- Ricavi della gestione operativa corrente
- Costi della gestione operativa corrente
- Crediti della gestione operativa corrente (esclusi crediti vs l'erario)
- + Debiti della gestione operativa corrente
- Flusso della gestione operativa corrente al lordo delle imposte (A)*
- + Ricavi per disinvestimenti di capitale fisso strumentale
- Costi per investimenti di capitale fisso strumentale
- Crediti relativi ai disinvestimenti
- + Debiti relativi agli investimenti
- Flusso della gestione operativa fissa al lordo delle imposte (B)*
- (A)+(B) Flusso della gestione operativa al lordo delle imposte (C)*
- Imposte operative pagate
- Flusso unlevered (D)*

*Stima del valore del Ramo d'azienda della società "Paggi Adelmo S.r.l."*

- + Accensione di debiti finanziari
  - Rimborso di debiti finanziari
  - Concessioni di crediti finanziari
  - + Rimborso di crediti finanziari
  - Oneri finanziari pagati
  - + Proventi finanziari riscossi
  - ± Imposte «finanziarie»
- Flusso della gestione finanziaria al netto delle imposte (E)*  
*(D)+(E) Flusso leverei*

Una seconda tecnica di determinazione dei flussi finanziari si sofferma, per il calcolo dei flussi netti relativi ai singoli periodi amministrativi, sull'esame di due situazioni patrimoniali consecutive.

$\text{Flusso levered} = \Delta \text{Cassa} + \text{Rimborsi di capitale sociale} - \text{Versamenti per aumenti di capitale sociale} - \text{Incremento Riserva Sovrapprezzo Azioni} + \text{Dividendi};$

$\text{Flusso unlevered} = \text{Flusso levered} - \text{Accensione di debiti finanziari} + \text{Rimborso di debiti finanziari} + \text{Concessione di crediti finanziari} - \text{Rimborso di crediti finanziari} + \text{Oneri finanziari pagati} - \text{Proventi finanziari riscossi}.$

**I metodi basati su grandezze stock.**

I metodi basati su grandezze *stock* vengono definiti patrimoniali e si fondano sul principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale dell'azienda.

I metodi patrimoniali di stima del valore economico del capitale d'impresa si distinguono in:

- METODO PATRIMONIALE SEMPLICE (O PURO);
- METODO PATRIMONIALE COMPLESSO.

La distinzione si fonda sul diverso grado di apprezzamento dei beni immateriali non contabilizzati (tecnologia, portafoglio lavori, organizzazione del personale, ecc.): essi sono del tutto tralasciati nel metodo patrimoniale puro, mentre sono ampiamente considerati nel metodo patrimoniale complesso.

**Il metodo patrimoniale semplice (o puro).**

Il metodo patrimoniale puro, che trova il suo punto di partenza nel capitale netto di bilancio, considera il valore dell'azienda da cedere pari al valore del capitale netto rettificato.

Il capitale netto rettificato viene, per norma, calcolato mediante la riespressione a valori correnti degli elementi dell'attivo e del passivo patrimoniale. In formula:

$$K' = A' - P'$$

dove:

$K'$  è il patrimonio netto rettificato;

$A'$  rappresenta l'attivo riespresso a valori correnti;

$P'$  costituisce il passivo riespresso a valori correnti.

**I metodi patrimoniali complessi.**

I metodi patrimoniali complessi sono di due tipi:

a) metodi patrimoniali complessi di I grado (sommano al valore del patrimonio netto rettificato "K" il valore dei beni immateriali non contabilizzati aventi però un valore di mercato);

b) metodi patrimoniali complessi di II grado (sommano al valore di "K" sia il valore dei beni immateriali di cui *sub* a), sia il valore dei beni immateriali non contabilizzati e non aventi valore di mercato - *know how*, marchi, portafoglio lavori, valore dell'organizzazione umana, ecc. - privi cioè di un riscontro diretto.

L'espressione sintetica che meglio può esprimere i metodi patrimoniali complessi è la seguente:

$$W = K' + \text{Val. Imm.}$$

dove Val. Imm. indica il valore dei beni immateriali non contabilizzati.

Più precisamente, tali metodi sono ispirati alla teoria del *going concern value*, secondo la quale per costituire una azienda "*ex novo*" è necessario sostenere dei costi che non vengono sopportati nel caso di acquisto di una azienda che già esiste e funziona.

Naturalmente, la formula di cui sopra suppone implicitamente che l'azienda sia in grado di remunerare congruamente il patrimonio netto rettificato comprensivo dei beni immateriali, ovvero:

$$R = i(K' + V.Imm)$$

in cui:

R = reddito atteso;

$i(K' + V.Imm)$  = reddito congruo.

Nel caso in cui tale situazione non si verifichi, la stima con il metodo patrimoniale complesso differirebbe da quella risultante dall'applicazione del metodo reddituale contraddicendo il principio dell'equivalenza delle formule valutative; pertanto, occorre rettificare il valore risultante dalla formula di valutazione patrimoniale con una correzione reddituale pari alla differenza tra il reddito atteso e il reddito congruo, attualizzata per un periodo infinito, ovvero per il numero di anni che il perito ritiene necessari a ricondurre l'impresa in condizioni di equilibrio economico.

### ***I metodi basati su grandezze flusso-stock.***

I metodi misti, basati su grandezze flusso-stock, costituiscono una mediazione tra i metodi patrimoniali – dai quali prendono la caratteristica della verificabilità oggettiva – e i metodi reddituali – dai quali prendono le considerazioni sulle aspettative reddituali. I metodi misti più diffusi sono: il metodo "tedesco" e il "metodo anglosassone" (o metodo della durata limitata dell'avviamento).

Come noto, l'impiego di tali metodi è stato raccomandato dalla *Union Européenne des Experts Comptables Economiques et Financiers* (Unione Europea degli Esperti Contabili Economici e Finanziari, UEECEF o più semplicemente, UEC) nella propria Raccomandazione del 1962, nella quale ha manifestato l'esigenza di rettificare il valore del patrimonio in funzione della capacità di reddito dell'azienda.

In particolare, con il metodo indiretto o dei pratici tedeschi, il valore di un'azienda è fatto pari alla media del valore delle attività e del valore di rendimento. In tal modo, il *goodwill* corrisponde alla differenza fra il valore dell'azienda ed il valore degli elementi attivi del suo capitale o alla metà della differenza fra il valore di rendimento ed il valore delle attività (cfr. p. 36 Raccomandazione UEC); si tratta,

*Stima del valore del Ramo d'azienda della società "Paggi Adelmo S.r.l."*

in sostanza, del metodo del valore medio che può sintetizzarsi nella seguente formula:

$$W = \frac{1}{2} \left( \frac{R}{i} + K' \right);$$

Con il metodo diretto o metodo anglosassone, il valore dell'azienda è assimilato al valore corrente dell'attivo aumentato del *goodwill*.

L'algoritmo di valutazione è il seguente algoritmo:

$$W = K' + C.R.$$

dove:

W costituisce il valore economico della società stimato mediante il metodo anglosassone;

K' rappresenta il patrimonio netto rettificato del complesso aziendale oggetto di valutazione;

C.R. il valore economico della correzione reddituale positiva o negativa, stimata mediante l'attualizzazione del sopra/sottoreddito che la Società sarà in grado di produrre nel corso della gestione; in formule:

in cui:

$$C.R. = \sum_{t=1}^n \frac{R_t - i \cdot K'}{(1+i)^t}$$

- a)  $(R_t - i K')$  rappresenta il sopra/sottoreddito che la Società sarà presumibilmente in grado di produrre in ciascun esercizio futuro;
- b)  $R_t$  sono i redditi netti attesi della Società per gli anni di durata della correzione reddituale;
- c)  $i$  è il costo del capitale proprio;
- d)  $n$  costituisce l'orizzonte temporale di riferimento della correzione reddituale.

Ai fini dell'applicazione del metodo misto con correzione reddituale occorre:

- individuare i beni facenti parte del complesso aziendale;



*Stima del valore del Ramo d'azienda della società "Paggi Adelmo S.r.l."*

- stimare il valore corrente degli stessi e conseguentemente le rettifiche da apportare al valore contabile delle attività e passività iscritte nella situazione patrimoniale di riferimento. Al riguardo, si fa presente che gli *asset* a fecondità ripetuta dovranno essere valutati al valore corrente d'uso, i beni a fecondità semplice al valore di presunto realizzo e le passività al valore di presumibile estinzione;
- verificare che la redditività implicita del complesso aziendale sia in linea con la remunerazione congrua del capitale in esso investito. In assenza di tale condizione, infatti, si deve apportare una correzione reddituale (positiva o negativa) al valore di natura patrimoniale in modo tale da apprezzare nella dovuta misura il *goodwill/badwill* aziendale. Nello svolgimento di tale verifica appare opportuno che i beni accessori - eventualmente presenti nel patrimonio del complesso aziendale oggetto di stima - vengano stimati autonomamente rispetto al valore del patrimonio "operativo" del complesso aziendale.

Laddove nella valutazione del capitale del complesso aziendale oggetto di trasferimento non si prenda in considerazione il patrimonio netto rettificato, ma il capitale operativo, la congruità della redditività del capitale investito (operativo) verrà giudicata mediante l'analisi del reddito operativo atteso (e non di quello netto atteso). In altri termini, la logica su cui si fonda l'algoritmo di valutazione è la stessa della tecnica "anglosassone", con la sola differenza che ci si basa su grandezze operative e non nette. In formula:

$$W = CIN' + \left[ \sum_{j=1}^n (RO_j - WACC \times CIN') \times (1 + i_c)^{-j} \right] - D$$

dove:

$W$  è il valore del capitale economico della Società;

$CIN'$  è il valore corrente delle attività operative, (considerate al netto dei debiti non finanziari e non onerosi);



$RO_j$  sono i redditi operativi conseguiti dalla Società negli  $n$  anni considerati ai fini della stima del valore della correzione reddituale;

WACC è il costo medio ponderato del capitale;

$i_c$  è il costo del capitale proprio;

$n$  è il periodo di durata del "sovrareddito" o del "sottoreddito" operativi della Società;

$D$  è il valore economico dei debiti finanziari della Società all'epoca della stima.

Per quanto attiene alla stima del tasso di attualizzazione per la determinazione del *goodwill/badwill* aziendale, si fa presente che, per il principio di coerenza tra flussi e tassi, ove si debbano attualizzare flussi netti (nominali o reali) essi andranno scontati al tasso di remunerazione del capitale proprio (nominale o reale); di converso, ove si debbano attualizzare flussi operativi (nominali o reali), essi andranno scontati al costo medio ponderato del capitale (nominale o reale).

## **5. La scelta della metodologia valutativa.**

### **5.1 La metodologia valutativa utilizzata.**

Come si è avuto modo di descrivere nel precedente capitolo, la scelta di una o più metodologie da impiegare ai fini della stima del valore economico di un'azienda o di un Ramo d'azienda dipende dalla finalità sottesa alla valutazione, dalle caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione e dalla qualità e quantità delle informazioni e dei dati disponibili. Non esiste, infatti, un metodo che sia riconosciuto universalmente valido per la stima del valore economico di un complesso aziendale in quanto in grado di soddisfare, in ogni circostanza, i requisiti di "razionalità", "obiettività", "generalità" e "stabilità" in misura migliore di tutti gli altri.

Nel caso in esame – determinazione del valore economico del Ramo d'Azienda concesso in locazione alla "AP Costruzioni S.r.l." di proprietà di Paggi Adelmo S.r.l. - si precisa quanto segue:

*Stima del valore del Ramo d'azienda della società "Paggi Adelmo S.r.l."*

- il fine della valutazione è la stima ex art. 2465 c.c. del valore economico del Ramo di azienda concesso in locazione alla "AP Costruzioni S.r.l." di proprietà di Paggi Adelmo S.r.l.;
- le informazioni disponibili o acquisibili sono quelle descritte nel capitolo 1; per la precisione, è il caso di rammentare che si dispone della perizia di stima dei beni strumentali redatta dal Geom. Fibraroli, e del *Business Plan* per il periodo 2015-2018, nonché di altre informazioni utili ad esprimere un giudizio in merito alle prospettive economiche di medio/lungo termine.

Per quanto concerne le caratteristiche del Ramo d'azienda oggetto di valutazione, va rilevato che le attività svolte sono caratterizzate dall'utilizzo di beni mobili e immobili strumentali e dal *goodwill*.

Si ritiene pertanto ragionevole fare riferimento a metodologie estimative che apprezzino in misura adeguata la componente *stock* del patrimonio aziendale (comprensiva di eventuali immaterialità non contabilizzate) e quella "flusso" del risultato netto.

Tanto premesso, lo scrivente ha ritenuto opportuno applicare, ai fini della stima del valore economico del Ramo d'Azienda in esame, una metodologia valutativa di tipo indiretto e precisamente il "metodo misto con correzione reddituale", ovvero il c.d. "metodo anglosassone".

L'utilizzo del metodo misto con correzione reddituale scaturisce dal fatto che i metodi fondati su grandezze *flusso-stock* contemperano, in misura ragionevolmente adeguata, i requisiti di "razionalità", "generalità", "obiettività" e "stabilità": tali criteri, infatti, consentono, da un lato, l'apprezzamento del valore corrente dei singoli elementi attivi e passivi (*tangible/intangible*) che costituiscono il patrimonio dell'azienda/ramo d'azienda da valutare, dall'altro lato, permettono di tenere conto, per un periodo di tempo entro il quale è ragionevole poter effettuare attendibili previsioni circa l'andamento economico della società da valutare, del valore economico dell'avviamento/disavviamento dell'attività imprenditoriale (*goodwill/badwill* aziendale).

L'algoritmo di valutazione è il seguente:



$$W = K' + C.R.$$

C.R. il valore economico della correzione reddituale positiva o negativa, stimata mediante l'attualizzazione del sovra/sottoreddito che il Società sarà in grado di produrre nel corso della gestione; in formule:

in cui:

$$C.R. = \sum_{t=1}^n \frac{R_t - i \cdot K'}{(1+i)^t}$$

dove i simboli assumono i significati noti.

Giova rammentare che ai fini dell'applicazione del metodo misto con correzione reddituale occorre:

- individuare i beni facenti parte del complesso aziendale;
- stimare il valore corrente degli stessi e conseguentemente le rettifiche da apportare al valore contabile delle attività e passività iscritte nella situazione patrimoniale di riferimento. Al riguardo, si fa presente che gli *asset* a fecondità ripetuta dovranno essere valutati al valore corrente d'uso, i beni a fecondità semplice al valore di presunto realizzo e le passività al valore di presumibile estinzione;
- verificare che la redditività implicita del complesso aziendale sia in linea con la remunerazione congrua del capitale in esso investito. In assenza di tale condizione, infatti, si deve apportare una correzione reddituale (positiva o negativa) al valore di natura patrimoniale in modo tale da apprezzare nella dovuta misura il *goodwill/badwill* aziendale.

## **6. La valutazione del capitale economico del Ramo d'azienda.**

### **6.1 La determinazione del valore del patrimonio netto rettificato (K').**

Nel presente paragrafo si provvederà alla determinazione del patrimonio netto rettificato (K').



*Stima del valore del Ramo d'azienda della società "Paggi Adelmo S.r.l."*

Dunque, per quanto concerne la valorizzazione del patrimonio netto rettificato, devono confermarsi in questa sede le valutazioni già sviluppate su incarico della Società, alle quali si rimanda per ogni eventuale approfondimento, redatte dal Geom. Fibraroli, nonché le osservazioni avanzate dalla Società in sede di redazione del piano di concordato in merito alle difformità rispetto al contratto di affitto.

Inoltre, appare opportuno precisare, con riferimento al perimetro oggetto di valutazione, che su espressa indicazione della Società, successiva ad un'analisi di economicità, non tutti i beni oggetto del contratto di affitto sono stati ricompresi nel perimetro di valutazione del Ramo.

Si rammenta che, in ordine alla stima del patrimonio netto rettificato, esula dal presente incarico qualsiasi forma di revisione dei dati e dei valori contabili posti a fondamento della stima.

Ciò posto, i beni oggetto della presente valutazione, distinti in mobili e immobili, sono stati stimati dal Geom. Fibraroli per un importo pari ad € 668.224,00 come appresso dettagliato, rispettivamente, nelle tabelle 1 e 2.

*Tabella 1. Stima beni mobili strumentali inclusi nel perimetro di valutazione.*

Mezzi ed Attrezzature di PROPRIETA'	€	307.000,00
Mezzi ed Attrezzature in LEASING	€	65.198,69
TOTALE	€	372.198,69
SVALUTAZIONE 30%		
<b>TOTALE BENI MOBILI STRUMENTALI</b>	<b>€</b>	<b>260.539,08</b>

*Tabella 2. Stima beni immobili strumentali inclusi nel perimetro di valutazione.*

<b>Torre Matigge di Trevi Via Ellera n.6 (PG)</b>						
Foglio	Particella	Sub	mq	Valore	Totale	
10	201	4	413,14	€180,00	€	74.365,20
10	201	5	518	€200,00	€	103.600,00
10	201	6	288,4	€450,00	€	129.780,00
<b>Trevi Loc. Cannaiola - (PG)</b>						
Foglio	Particella	Sub	mq	Valore	Totale	

Stima del valore del Ramo d'azienda della società "Paggi Adelmo S.r.l."

38	204	2	58	€250,00	€	14.500,00
38	204	3	371,2	€150,00	€	55.680,00
38	204	4	198,4	€150,00	€	29.760,00
<b>TOTALE BENI IMMOBILI STRUMENTALI</b>					<b>€</b>	<b>407.685,20</b>

Come anticipato, in questa sede bisogna tener conto sia delle difformità emerse rispetto ai valori del contratto, sia delle potenziali passività derivanti da contenziosi attribuibili alla Paggi, entrambe rilevate in occasione della predisposizione del piano concordatario, come appresso dettagliato nella tabella 3.

Tabella 3. Stima delle attività e delle passività incluse nel perimetro di valutazione.

	Valori da contratto sottoscritto	Importi effettivi
<b>A) Attività</b>		
Apporto in denaro per sottoscrizione capitale sociale	€ 500.000,00	€ 500.000,00
Stati Avanzamento Lavori (S.A.L.) compresi nel ramo aziendale affittato	€ 272.869,00	€ 70.951,00
Stati Interno Lavori (S.I.L.) compresi nel ramo aziendale affittato	€ 694.032,00	€ 196.394,00
Contratto di appalto con Provincia di Siena	€ 1.214.000,00	€ 1.214.000,00
Oneri da sostenere per la conclusione dell'appalto con Provincia di Siena	€ -	-€ 372.000,00
Fatture emesse verso committenti ancora da incassare	€ 77.449,00	€ -
Crediti per interessi maturati su contratto di appalto R.F.I.	€ -	€ 50.000,00
Riserve su contratto di appalto con R.F.I. S.p.A.	€ 388.492,00	€ 50.000,00
<b>A) Totale flussi</b>	<b>€ 3.146.842,00</b>	<b>€ 1.709.345,00</b>
<b>B) Passività</b>		
T.F.R. accollato	€ 175.000,00	€ 175.000,00
Canoni affitto di ramo d'azienda	€ 360.000,00	€ 360.000,00
Fornitori per ultimazione lavori in corso	€ 310.000,00	€ 321.704,00
<b>B) Totale flussi</b>	<b>€ 845.000,00</b>	<b>€ 856.704,00</b>
<b>Totale (A - B)</b>	<b>€ 2.301.842,00</b>	<b>€ 852.641,00</b>
<b>C) Potenziali passività</b>		
Contenzioso Save (più danno)		€ 400.000,00
Contenzioso Bonotto		€ 250.000,00

Stima del valore del Ramo d'azienda della società "Paggi Adelmo S.r.l."

Durc		€ 30.000,00
C) Totale		€ 680.000,00
<b>Totale (A-B-C)</b>		<b>€ 172.641,00</b>

In definitiva, tenuto conto della stima delle attività e delle passività e, tenuto conto altresì della stima dei beni mobili e immobili, **il patrimonio netto rettificato (K')** può essere fatto pari ad **€ 840.865,28**.

## 6.2 La stima del tasso di attualizzazione (i).

Come si è già avuto modo di osservare, nella stima del *tasso di attualizzazione* per la determinazione del *goodwill/badwill* aziendale, si dovrà tener conto del principio di coerenza tra flussi e tassi, pertanto, ove si debbano attualizzare flussi netti (nominali o reali) essi andranno scontati al tasso di remunerazione del capitale proprio (nominale o reale); di converso, ove si debbano attualizzare flussi operativi (nominali o reali), essi andranno scontati al costo medio ponderato del capitale (nominale o reale).

Il tasso di attualizzazione è stato stimato mediante la tecnica del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

Alla luce delle considerazioni esposte, per la determinazione del tasso di attualizzazione si è proceduto al calcolo del saggio di congrua remunerazione del capitale (i), che è stato stimato mediante uno dei metodi maggiormente diffusi nella prassi valutativa:

$$i = i_1 + i_2$$

dove i simboli assumono i significati noti.

Il saggio *risk free* ( $i_1$ ), tasso di remunerazione per il puro investimento di capitale, è stato calcolato come media aritmetica dei rendimenti reali netti



*Stima del valore del Ramo d'azienda della società "Paggi Adelmo S.r.l."*

all'emissione dei Titoli di Stato (BTP 10/anni) nel terzo trimestre 2015 (fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze, Dipartimento del Tesoro (<http://www.dt.tesoro.it/Aree-Docum/Debito-Pub/index.htm>)) e risulta pari a 1,9412.

Ai fini del calcolo del premio per il rischio ( $i_2$ ), il dato relativo al coefficiente beta del Ramo d'Azienda è stato individuato in via indiretta o mediata.

In tale prospettiva, è stato possibile approssimare il beta della Società, alla luce di quanto indicato dalla più accreditata prassi valutativa, a quello relativo al settore "Construction", pari a 1,31 (fonte: Damodaran, [www.stern.nyu.edu](http://www.stern.nyu.edu)).

Il premio per il rischio di mercato ( $R_m - i_1$ ) è stato fissato nella misura del 2,48%, valore coerente con prassi professionale accreditata (fonte: Damodaran, [www.stern.nyu.edu](http://www.stern.nyu.edu)).

Ne consegue che il premio per il rischio ( $i_2$ ), calcolato con la tecnica del *Capital Asset Pricing Model*, risulta essere pari a 0,032488.

Ne consegue che il tasso  $i_c$  risulta essere pari all'1,9737.

### **6.3 La stima dei redditi attesi netti.**

Come è noto, i redditi attesi possono essere calcolati mediante quattro differenti tecniche:

1. metodo dei risultati storici;
2. metodo di proiezione dei risultati storici;
3. metodo dei risultati programmati;
4. metodo dell'innovazione.

Lo scrivente, avendo a disposizione dettagliate informazioni circa il presumibile andamento futuro delle attività oggetto di cessione (redditi operativi 2015-2018), ha ritenuto poter applicare il metodo dei risultati programmati.

*Stima del valore del Ramo d'azienda della società "Paggi Adelmo S.r.l."*

A tal fine, lo scrivente ha ritenuto opportuno passare dai redditi operativi, forniti dalla Società, ai redditi netti, considerando un'imposizione fiscale pari al 40%.

Il seguente prospetto mostra, in sintesi, i valori relativi all'arco temporale in esame (Tabella 4).

Tabella 4. Stima dei flussi netti attesi periodo 2015-2018.

	2015*	2016	2017	2018
<b>RIDDDITO NETTO ATTESO</b>	€ 24.174,00	€ 47.951,00	€ 271.767,00	€ 243.703,00

\* Per l'anno 2015 si considera la sola quota di competenza dal 23.05, data di sottoscrizione del contratto di affitto.

#### **6.4 La durata della correzione reddituale.**

La durata della correzione reddituale è stata fissata in un arco temporale di tre anni oltre al periodo residuo dell'esercizio 2015 (dal 23.05.2015 al 31.12.2018). In merito a tale valutazione si osserva quanto segue:

la durata del sopra/sotto reddito può dipendere da fattori "soggettivi" ovvero da fattori "oggettivi". I primi attengono a caratteristiche qualitative proprie del *management* aziendale, ma non ancora incorporate nell'organizzazione; i secondi sottendono l'esistenza di beni immateriali in grado di consentire all'azienda, nel tempo, di mantenere un vantaggio competitivo nei confronti dei concorrenti di settore; ovvero, l'incapacità dell'impresa, derivante da condizioni di natura strumentale, a remunerare in misura congrua il patrimonio netto rettificato in essa investito. Nel caso in cui prevalgano aspetti di natura "soggettiva", la durata della correzione reddituale viene, convenzionalmente, limitata ad un arco temporale compreso tra 3 e 5 anni. Di converso, nell'ipotesi in cui le condizioni di sopra/sotto redditività siano connesse a fattori più strutturalmente collegati alla gestione aziendale, la durata del *goodwill/badwill* viene estesa su archi temporali più lunghi e sino a 8/10 anni.

## Stima del valore del Ramo d'azienda della società "Paggi Adelmo S.r.l."

Nel caso di specie si è ritenuto di dover considerare la naturale scadenza del contratto di affitto; peraltro, tenendo conto anche che l'art. 8 "Durata e recesso" dello stesso contratto, non prevede alcun rinnovo.

Pertanto, per le motivazioni specificate, si è ritenuto opportuno adottare un orizzonte temporale esteso sino al terzo anno successivo all'epoca della valutazione.

### 6.5 La stima della correzione reddituale.

In considerazione delle suindicate analisi e stime, lo scrivente effettuerà la correzione reddituale come precedentemente esplicitato.

Alla luce dei valori analizzati (patrimonio netto rettificato), il valore economico della correzione reddituale del Ramo d'Azienda oggetto di valutazione, in funzione delle ipotesi effettuate in sede di stima dei redditi netti attesi, del tasso di attualizzazione e dell'orizzonte temporale di riferimento, risulta essere positiva (*goodwill*) e pari ad **euro 504.803,13**.

La tabella 5 di seguito riportata, illustra i calcoli eseguiti ai fini della stima della correzione reddituale:

Tabella 5. Stima della correzione reddituale (*goodwill*).

ANNO	R	I*K	SOVRAREDDITO	TASSO I	COEFF. DI ATTUAL.	SOVRAREDDITO ATTUALIZZATO
dal 23.05.2015	€ 24.174,00	€ 9.681,09	€ 14.492,91	0,0197	1,0000	€ 14.492,91
2016	€ 47.951,00	€ 16.596,16	€ 31.354,84	0,0197	0,9806	€ 30.747,97
2017	€ 271.767,00	€ 16.596,16	€ 255.170,84	0,0197	0,9617	€ 245.388,77
2018	€ 243.703,00	€ 16.596,16	€ 227.106,84	0,0197	0,9431	€ 214.173,48
<b>VALORE DEL GOODWILL</b>						<b>€ 504.803,13</b>

### 6.6 La stima del valore del capitale economico del Ramo d'azienda concesso in affitto alla "AP Costruzioni Sr.l." alla data del 22.12.2015.

Il valore del capitale economico del Ramo d'azienda oggetto del presente elaborato, alla data del 22.12.2015, calcolato con il metodo misto con correzione reddituale, tenuto conto degli obiettivi del presente incarico e delle ipotesi e

*Stima del valore del Ramo d'azienda della società "Paggi Adelmo S.r.l."*

limitazioni menzionate nella presente relazione, è pari ad **euro 1.345.668,41**. (Cfr. tabella 6):

*Tabella 6. Valore economico del Ramo d'azienda al 22.12.2015.*

<b>Valore economico del Ramo d'azienda</b>	
Patrimonio netto rettificato (K)	€ 840.865,28
Correzione reddituale (goodwill)	€ 504.803,13
<b>W Ramo d'azienda</b>	<b>€ 1.345.668,41</b>

## **7. Conclusioni.**

La Società Paggi Adelmo S.r.l. ha conferito allo scrivente, Prof. Dott. Simone Manfredi, Aggregato di Economia Aziendale, Dottore Commercialista e Revisore Legale, apposito incarico ai fini della redazione di una relazione di stima del valore economico del Ramo d'azienda concesso in locazione alla "AP Costruzione S.r.l."

Nel rinviare al corpo della presente relazione per ogni ulteriore analisi, il valore del capitale economico del suddetto Ramo d'azienda, stimato mediante l'applicazione del metodo misto con correzione reddituale, tenuto conto degli obiettivi del presente incarico e delle ipotesi e limitazioni menzionate nella presente relazione, alla data del 22.12.2015, può essere fatto pari ad **euro 1.345.668,41**.

Si precisa che tale stima rappresenta il "valore teorico" del Ramo d'Azienda al 22.12.2015, da considerare come possibile prezzo di cessione del Ramo.

Ancora, lo scrivente rileva che il valore economico del Ramo d'Azienda, se ed in quanto basato su dati di natura previsionale, dipende dall'effettivo verificarsi delle ipotesi e delle assunzioni utilizzate dalla Società nella redazione del *Business Plan* riferito agli esercizi 2015-2018 del Ramo d'Azienda. Qualora, per qualsiasi evento o causa, le ipotesi e le assunzioni inserite in tale piano prospettico dalla Società non dovessero, anche solo parzialmente, realizzarsi, la valutazione potrebbe condurre a risultati anche sostanzialmente differenti da quanto qui riportato.

In conclusione, lo scrivente, ai sensi del disposto dell'art. 2465, primo comma, del codice civile attesta che il valore del Ramo d'Azienda concesso in locazione alla

*Stima del valore del Ramo d'azienda della società "Paggi Adelmo S.r.l."*

AP Costruzioni S.r.l. di proprietà della Paggi Adelmo S.r.l., al fine di un sua eventuale cessione, non potrà essere superiore a **euro 1.345.668,41**.

\*\*\*

Ritenendo con la presente di aver adempiuto all'incarico affidato e rimanendo a disposizione per eventuali ulteriori chiarimenti, si porgono distinti ossequi.

Roma, 22 dicembre 2015

Prof. Dott. Simone Manfredi  
