

TRIBUNALE CIVILE DI PALERMO – Sez. Fallimentare

Curatela Fallimentare

Fallimento n. 50-2018

**Relazione di stima del valore economico dell'azienda
di proprietà della [REDACTED] in fallimento**

Palermo, 17 Giugno 2019



INDICE

1.	Oggetto e finalità dell'incarico.....	3
2.	Il settore della distribuzione carburanti.....	3
3.	La realtà oggetto di stima	8
4.	La data di riferimento della stima (<i>valuation date</i>).....	9
5.	Documentazione esaminata per lo svolgimento dell'incarico	9
6.	Modelli e metodi per il processo valutativo: linee teoriche	10
7.	Il metodo valutativo prescelto.....	17
8.	La determinazione del valore economico del complesso aziendale	19
9.	L'affitto d'azienda e le procedure concorsuali	20
10.	La determinazione del canone di locazione d'azienda nelle procedure concorsuali	21
11.	Il Canone congruo di affitto di azienda	25
12.	Conclusioni.....	26
13.	Allegati:.....	27



1. Oggetto e finalità dell'incarico

Con provvedimento emesso in data 30 novembre 2018, il Giudice Delegato del fallimento [REDACTED] (di seguito la "Fallita" o [REDACTED] o la "Procedura"), in accoglimento dell'istanza presentata dal Curatore, Avvocato Calogero Pisciotta ha chiesto ed ottenuto l'autorizzazione alla nomina del sottoscritto [REDACTED] [REDACTED] iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili per la Circonscrizione del Tribunale di Palermo e Termini Imerese al n. 1679/A, revisore legale dei conti, iscritto nel registro dei revisori legali dei conti al n. 141420, D.M. n. 89 del 7 novembre 2006, con studio in Palermo Via Trapani n. 1/d, quale perito estimatore con l'incarico di procedere all'individuazione del congruo canone d'affitto del compendio aziendale di proprietà della società Fallita.

La prospettiva della stima è quella di: (i) **determinare il valore di mercato dell'azienda, al fine di fornire agli organi della procedura fallimentare, in qualità di esperto, un valore di riferimento per l'espletamento della procedura competitiva ai sensi dell'art. 107 legge fallimentare;** (ii) **determinare il congruo canone d'affitto della stessa.**

Il sottoscritto perito segnala, inoltre, che: (i) la Curatela Fallimentare è rientrata nel possesso del complesso dei beni aziendali oggetto di valutazione nel mese di febbraio 2019, in particolare le operazioni di immissione in possesso sono state effettuate dall'11 febbraio al 23 febbraio u.s. e sino a quella data i beni sono stati nella disponibilità dell'Amministrazione Giudiziarie dei beni di [REDACTED] (ii) l'Ing. [REDACTED] nella sua nota preliminare del 15 aprile 2019 ha segnalato, tra l'altro, lo stato generale in cui versano gli 8 impianti di distribuzione carburanti (cfr. Allegato [3]); (iii) l'Amministratore giudiziario dei beni di [REDACTED] è stato autorizzato alla sospensione temporanea dell'attività sino al 20 aprile 2019; (iv) la Curatela fallimentare è stata autorizzata alla sospensione temporanea dell'attività sino al 20 ottobre 2019.

2. Il settore della distribuzione carburanti

La rete di distribuzione dei carburanti riguarda l'insieme dei punti vendita che erogano i prodotti per l'autotrazione venduti al dettaglio. Si tratta della fase a valle della filiera petrolifera, collegata dalla raffinazione attraverso la cosiddetta "logistica".

In Italia, la distribuzione dei carburanti è caratterizzata da una presenza diversificata di operatori (compagnie petrolifere, convenzionati e pompe bianche). La materia, oltre che agli indirizzi nazionali/comunitari in tema di concorrenza e alle norme tecniche statali, è sottoposta anche alla potestà legislativa delle Regioni e a quella amministrativa dei Comuni.

La rete italiana è composta da circa 21.000 punti vendita ed è caratterizzata da una estrema capillarità rispetto al resto della Ue, caratteristica che la rende di conseguenza più comoda per il consumatore ma anche con costi di sistema più elevati.



Di tutti gli impianti della rete distribuzione italiana:

- il 50% circa sono di proprietà delle aziende petrolifere integrate;
- il 32% circa di proprietà di soggetti non integrati (retisti e parte della GDO) che espongono il marchio delle aziende petrolifere integrate;
- circa il 18% (quindi circa 3800 p.v.) delle pompe bianche, cioè i soggetti che espongono il proprio marchio e si riforniscono autonomamente nel cosiddetto mercato extra –rete.

A seguito della completa liberalizzazione delle norme relative all'installazione dei nuovi punti vendita, realizzata con la legge n. 133 del 2008 si è assistito ad una riduzione dei p.v. sociali e ad un significativo aumento del numero delle pompe bianche.

L'Italia continua ad essere il paese con il maggior numero di punti vendita, le reti più importanti sono poi quella della Germania con 14,5 mila punti vendita, della Turchia, della Spagna e della Francia. Ne consegue che pur avendo un parco auto che conta oltre 38 milioni di autovetture circolanti, secondo solo alla Germania, il numero di autovetture per punto vendita, pari a poco più di 1.800 è più basso non solo rispetto a quello della Germania che supera le 3 mila vetture ma anche del Regno Unito (oltre 3 e settecento veicoli per impianto), della Polonia, della Francia, della Spagna e della maggior parte dei paesi europei.

Anche l'erogato medio nel nostro paese pari a poco più di 1.300 mc/anno è inferiore alla media europea del 40% (differenza pari a 923 mc/anno).



Punti vendita ed erogato in Italia e all'estero

	popolazione	punti vendita	erogato medio in mc	vetture per punto vendita	% punti self service	% punti con attività non oil
Austria	8.772	2.670	2.514	1.778	100	90
Belgio	11.351	3.109	-	1824	-	
Danimarca	5.748	2.005	1.700	1.179	100	65
Francia	66.989	11.194	3.960	1.754	100	
Finlandia	5.503	1.857	2.100	2.859	100	60
Germania	82.521	14.502	3.450	3.106	100	99
Grecia	10.768	6.143	810	843	5	70
Italia	60.589	20.900	1.353	1.818	67	29
Norvegia	5.258	1.578	2.120		100	
Polonia	37.972	6.803	2.892	3.047	100	95
Portogallo	10.309	3.018	1.858	1.504	59	30
Regno Unito	65.808	8.476	4.235	3.724	100	90
Spagna	46.527	11.188	2.448	1.998	75	72
Svezia	9.995	2.670	-	1718	100	
Svizzera	8.419	3.424	1.361	1.302	98	39
Turchia	79.814	12.928	288		-	
Ungheria	9.797	1.950	2.130	1.639	-	65
Media esclusa Italia	29.097	5.845	2.276		87	70

Fonte: Elaborazioni FAIB Confesercenti su dati Unione Petrolifera Statistiche 2017; Relazione Annuale 2018

In Italia, il mercato è caratterizzato da una forma tipica di oligopolio dominato dalla presenza di compagnie petrolifere integrate verticalmente che operano attraverso marchi commerciali e rappresentano circa l'80% delle vendite.

Negli ultimi dieci anni il mercato petrolifero è stato interessato da numerosi cambiamenti con il rafforzamento di storiche compagnie del settore, l'abbandono di altre e l'ingresso di nuovi attori. Solo nell'ultimo anno si registra l'acquisizione della TotalErg da parte di Api, che diventa il primo operatore italiano per numero di punti vendita e il secondo per volumi erogati. Poi si sta completando per la Esso la fase di transizione verso il "modello grossista" con la cessione degli ultimi 1.200 impianti al nuovo operatore Eg Italia (Intervias) che raggiungerà così a livello europeo 3.500 punti vendita e infine la Tamoil che ha acquistato dal Gruppo MOL la rete di 46 punti vendita carburanti a marchio les.

Tra il 2010 e 2017 i punti vendita colorati sono passati da 21 mila a 16.667, con una riduzione del 21%; sono diminuiti in modo più drastico gli operatori indipendenti che espongono marchi delle compagnie petrolifere (-31% in dieci anni) ma anche gli impianti delle compagnie petrolifere stesse (-17% sempre in dieci anni). Crescono invece del 138% le pompe bianche che da 1.780 unità arrivano a oltre 4 mila.

Il 41% dei punti vendita sono stazioni di servizio e anche se in valore assoluto si sono ridotte, il loro peso non è cambiato; è diminuito invece il peso dei chioschi e punti vendita isolati passato dal 21% al 13% e quello delle stazioni di rifornimento passato



dal 28 al 24%. Chiaramente in aumento il peso delle pompe bianche, in sette anni arriva al 20% dall'8% del 2010. Nell'arco degli ultimi 7 anni l'erogato medio sulla rete calcolato sulle vendite per gasolio e benzina è diminuito del 29% passando da 1.535 mc/anno a 1.090 mc/anno. Per il 2018 si stima una diminuzione delle consistenze dei punti vendita di circa 400 unità, con una diminuzione di quelli "colorati" e un aumento delle pompe bianche. L'erogato medio delle pompe bianche mantiene un gap del 15-20% in meno rispetto alla rete tradizionale.

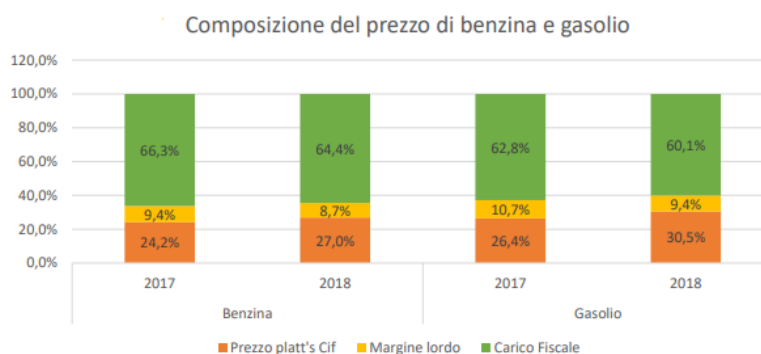
Infine, l'erogato medio sulla rete autostrade calcolato sulle vendite si riduce del 52% tra il 2010 e 2017, passando da 5.670 mc/anno a struttura a 2.692 mc/anno.

Vendite, gettito, margine operativo ed erogato medio per aree geografiche

Rete Benzina e Gasolio	Punti vendita	000 litri Benzina e Gasolio	Iva e accisa (000)	Margine lordo (000)	erogato medio in 000 litri
Nord Ovest	4.153	4.500.551	4.099.934	640.434	1.084
Nord Est	3.030	2.806.733	2.537.723	399.270	926
Centro	3.792	3.066.169	2.781.924	436.242	809
Sud	3.812	2.827.027	2.548.165	402.103	742
Isole	1.880	1.669.812	1.520.201	237.610	888
Totale	16.667	14.870.292	13.487.947	2.115.660	892

Fonte: Elaborazioni FAIB Confesercenti su dati Ministero dello Sviluppo Economico

In Italia, come in Europa, il meccanismo di formazione dei prezzi sul mercato dei carburanti si basa sulle quotazioni petrolifere internazionali pubblicate quotidianamente dal Platt's, un'agenzia di stampa americana che rileva e pubblica i prezzi del greggio e dei prodotti finiti. Per gli operatori che vendono carburanti sul mercato italiano questi prezzi rappresentano i costi di approvvigionamento a cui per ottenere i prezzi finali al consumo vanno sommati i margini lordi delle compagnie e le tasse. Il margine lordo va a copertura di una pluralità di costi: trasporto, margine del gestore, investimenti punto vendita, pubblicità e promozioni.



Il grafico mostra le varie componenti del prezzo al consumo della benzina e del gasolio: la quotazione internazionale pesa per il 27% per la benzina e per il 30,5% per il gasolio, il margine lordo costituisce l'8,7% e il 9,4% per benzina e gasolio e infine il carico fiscale, iva e accisa, sono il 64,4% e il 60,1%. Nel 2018 e nel 2017 i prezzi di benzina,



MASSIMILIANO CAMMISA
DOTTORE COMMERCIALISTA

gasolio e GPL sono tornati a crescere e le variazioni positive che si sono registrate, insieme agli aumenti del 2011 e del 2012, hanno superato le riduzioni degli altri anni.

Nell'arco degli ultimi 8 anni la benzina segna un +19%, il gasolio +24% e il GPL +5,4%.

La tabella mostra le tre principali variabili nella formazione del prezzo per l'Italia e gli altri paesi Europei.

Prezzi di benzina e gasolio in alcuni paesi europei e stacco Italia

	benzina			gasolio		
	prezzo industriale	componete fiscale	prezzo al consumo	prezzo industriale	componete fiscale	prezzo al consumo
Austria	0,585	0,709	1,294	0,615	0,615	1,23
Belgio	0,596	0,851	1,447	0,606	0,853	1,459
Danimarca	0,706	0,951	1,657	0,693	0,701	1,394
Francia	0,597	0,949	1,546	0,598	0,851	1,449
Finlandia	0,597	0,979	1,576	0,677	0,733	1,41
Germania	0,59	0,891	1,481	0,613	0,676	1,289
Grecia	0,613	1,03	1,643	0,719	0,696	1,415
Irlanda	0,583	0,881	1,464	0,602	0,752	1,354
Italia	0,597	1,031	1,628	0,617	0,889	1,506
Paesi Bassi	0,606	1,079	1,685	0,625	0,734	1,359
Polonia	0,575	0,612	1,187	0,605	0,559	1,164
Portogallo	0,638	0,957	1,595	0,635	0,726	1,361
Spagna	0,636	0,692	1,328	0,647	0,58	1,227
Svezia	0,623	0,921	1,544	0,779	0,742	1,521
Regno Unito	0,549	0,886	1,435	0,588	0,894	1,482
Media UE	0,601	0,808	1,409	0,632	0,681	1,313
Stacco Italia	-0,004	0,223	0,219	-0,015	0,208	0,193

Fonte: Elaborazioni Confesercenti Faib su dati Ministero Sviluppo Economico

Dai dati emerge uno "stacco Italia" di segno positivo sul prezzo al consumo: +22 centesimi di euro al litro per la benzina e +19,3 centesimi al litro per il gasolio. I motivi alla base della differenza tra i prezzi italiani e quelli europei della benzina e del gasolio sono in parte spiegati dalla peculiarità della rete italiana: la bassa diffusione del self-service post pay puro, la scarsa flessibilità commerciale, la maggiore capillarità della rete. Le prime due spiegazioni possono essere considerate delle inefficienze mentre la rete di distribuzione è una differenza strutture che risponde anche a logiche non strettamente economiche.

In Italia i prodotti vengono venduti anche nel canale detto "extra rete", i prezzi praticati sono all'ingrosso e più bassi di circa il 9% rispetto a quelli della rete. Gli operatori dell'extra rete sono generalmente in grado di gestire più fasi della filiera dei carburanti o di acquisire maggiori volumi di prodotto; grazie a una rete capillare di depositi commerciali e flotte di autocisterne dedicate, le imprese che operano nell'extra rete riescono a garantire una distribuzione flessibile e competitiva dei prodotti petroliferi, inoltre riforniscono direttamente settori di vitale importanza per il tessuto economico italiano. I prezzi si mantengono più bassi non dovendo far fronte al costo di trasporto al punto vendita, al margine del gestore, ai costi di investimento



sulla rete e alle politiche commerciali. Tra i clienti principali dell'extra rete si ritrova la Grande Distribuzione Organizzata.

In conclusione il settore della distribuzione dei carburanti è caratterizzato da: (i) margini lordi¹ molto bassi compresi tra l'8,7% ed il 10,4% (margini che si riducono per effetto della gestione) ed EBITDA medi di settore tra il 4,5% ed il 5,5%; (ii) presenza di un numero elevato di Punti Vendita rispetto al territorio di riferimento; (iii) graduale disimpegno delle compagnie petrolifere che, come conseguenza, determina l'incremento delle cc.dd. pompe bianche che hanno margini ancora più bassi e servizi di non elevata qualità.

3. La realtà oggetto di stima

La ██████████ opera da tempo nel settore della distribuzione carburanti. Con contratto del 3.1.2013, in notaio ██████████ ep. n.49950, racc. n.25745, ██████████ concedeva in affitto la propria azienda a ██████████ per il corrispettivo di euro 60.000,00 mensili, oltre IVA.

Il complesso aziendale dei beni di proprietà di ██████████ è costituito da n. 8 impianti di distribuzione carburanti:

- Impianto corrente in Palermo, Via Messina Marine n. 196, esercente l'attività di distribuzione automatica di carburanti per uso autotrazione;
- Impianto corrente in Palermo Via Lanza di Scalea n. 686, esercente l'attività di distribuzione G.P.L. per uso autotrazione;
- Impianto corrente in Villabate (PA), Via G. Matteotti n. 9, esercente l'attività di distribuzione GPL per uso autotrazione, e commercio al dettaglio di GPL sfuso in bombole;
- Impianto corrente in Partinico, Via S.S. 113 Km 314 + 379, Campo Sottano, esercente l'attività di distribuzione GPL per uso autotrazione;
- Impianto corrente in Caltanissetta (CL), Via Nuova Circonvallazione, esercente l'attività di distribuzione GPL per uso autotrazione;
- Impianto corrente in Catania (CT), stradale Primo Sole Località Pantano d'Archi, esercente l'attività di distribuzione GPL per uso autotrazione;
- Impianto corrente in Torrenova (ME), Via Fragale, esercente l'attività di distribuzione GPL per uso autotrazione;
- Impianto corrente in Castellammare del Golfo, Via S.S. 187 Km 38 + 750, Loc. Petrazze, esercente l'attività di distribuzione GPL per uso autotrazione.

Si precisa al riguardo che:

¹ Differenza tra prezzo di vendita del carburante ed acquisto della materia prima.



- l'attività di distribuzione carburanti è svolta in virtù di appositi Decreti Assessoriali (oggi autorizzazioni) rilasciati dalla Regione Sicilia, Assessorato Attività Produttive (cfr. Allegato [4]);
- in virtù di quanto previsto dalla normativa vigente attualmente gli 8 impianti hanno ottenuto una sospensione temporanea all'esercizio dell'attività di distribuzione carburante²;
- non risultano rapporti di lavoro in essere a carico della Società Fallita;
- l'attività aziendale è svolta su terreni in parte di proprietà aziendale (seppure è in corso un giudizio sulla titolarità) ed in parte di proprietà di terzi; in particolare 2 terreni (Catania e Caltanissetta) sono oggetto di una controversia giudiziaria, attualmente in essere, sulla titolarità con la [REDACTED] oggi fallita); 5 terreni (Palermo, Partinico, Castellammare del Golfo e Messina) sono di proprietà di conduttori privati che hanno manifestato la loro disponibilità a sottoscrivere un nuovo contratto di locazione con i promittenti acquirenti; 1 terreno del Demanio Pubblico dello Stato (Ramo Marina) con sede in Palermo.
- come *infra* specificato ed articolato nella nota tecnica redatta a cura del coadiutore tecnico della procedura, Ing. Francesco Pace, la parte impiantistica e i beni materiali ubicati presso gli impianti di distribuzione carburante sono in pessime condizioni d'uso e necessitano di significativi interventi di ripristino e messa in sicurezza;
- l'azienda oggetto di stima ha esercitato l'attività svolta con l'insegna distintiva [REDACTED] il soggetto acquirente e/o affittuario dovrà procedere a modificare l'insegna e dovrà effettuare nuovi investimenti di *re-branding*.

4. La data di riferimento della stima (*valuation date*)

La valutazione si intende riferita alla data del 31/03/2019, data successiva al conferimento dell'incarico e relativa all'immissione in possesso dei beni da parte della Curatela Fallimentare.

5. Documentazione esaminata per lo svolgimento dell'incarico

Per lo svolgimento dell'incarico il sottoscritto perito ha preso in esame la seguente documentazione messa a disposizione dalla Società:

- a) lo statuto vigente della Società;
- b) i bilanci di esercizio degli anni dal 31 dicembre 2012 al 31 dicembre 2017 società affittuaria [REDACTED];
- c) i bilanci di esercizio e le situazioni contabili degli anni dal 31 dicembre 2012 al 31 dicembre 2017 della società [REDACTED].

² Al riguardo si precisa che la sospensione temporanea è stata concessa sino al 20 ottobre 2019.



- d) Relazione estimativa relativa alla determinazione del canone Congruo di affitto degli impianti di proprietà ██████████ in gestione alla società ██████████ del 15/12/2017 (Allegato [1]);
- e) Dati di vendita ██████████ nel periodo 2016, 2017 e 2018 resi disponibili dall'affittuaria (Allegato [5]);
- f) Perizia di Stima dell'██████████ Restivo del 12 dicembre 2016 (Allegato [2]);
- g) Nota Tecnica del Coadiutore della procedura fallimentare, ██████████ (Allegato [3]);
- h) Copia dei decreti autorizzativi degli 8 impianti DC;
- i) Proroghe concesse dalla Regione Sicilia, Regionale delle Attività Produttive, dipartimento regionale delle attività produttive, alla sospensione dell'attività di distribuzione carburanti sino al 20/10/2019.

6. Modelli e metodi per il processo valutativo: linee teoriche

La teoria e la prassi mettono a disposizione modelli e metodi diversi per la valutazione delle aziende. Un modello esprime una particolare visione del modo in cui si forma il valore, che può essere applicata con metodi affini per impostazione ma caratterizzati da tecniche differenti.

I procedimenti valutativi si dividono in due grandi famiglie:

- a) **valutazioni di tipo assoluto**, derivanti cioè da formule valutative che si giustificano in sé, essendo espressione di razionalità economica;
- b) **valutazioni di tipo relativo**, svolte attraverso analisi comparative di mercato.

Le valutazioni di tipo assoluto possono essere svolte con metodologie diverse, che si suddividono in quattro distinti gruppi:

- i **metodi patrimoniali** che attribuiscono rilievo alla consistenza effettiva delle attività e delle passività aziendali, a valori correnti di mercato, e quindi alla dimensione corrente del patrimonio netto in un'ottica di scomposizione del sottostante complesso di beni e rapporti; a seconda del modo di trattare gli elementi immateriali (*intangibles*), tali metodi si distinguono in metodo patrimoniale semplice e metodo patrimoniale complesso;
- i **metodi reddituali** che attribuiscono rilievo alla capacità dell'azienda di produrre risultati in termini di flussi di reddito, stimati normalizzando le sottostanti condizioni relative agli investimenti e ai finanziamenti; il modello reddituale può essere adottato con varianti diverse, in particolare distinguendo le valutazioni basate sull'apprezzamento dei risultati netti (ottica *equity side*) ovvero dei risultati operativi netti d'imposta (ottica *asset side*);



- i **metodi misti** patrimoniali-reddituali che attribuiscono rilievo alla misurazione della capacità dell'azienda di creare valore rispetto all'investimento aggregato; tale metodo presenta varianti diverse, a seconda che la creazione (distruzione) di valore assuma le forme di un *goodwill* (*badwill*) legato a condizioni temporalmente limitate (metodo UEC), oppure che sia misurata in una prospettiva indefinita con riguardo al patrimonio netto conferito dai soci (metodo basato sulla stima dei redditi differenziali) o, infine, con riguardo all'intero capitale investito (metodo basato sull'apprezzamento dell'*economic profit*);
- i **metodi finanziari** che attribuiscono rilievo alla capacità dell'azienda di produrre risultati in termini di flussi monetari (o di cassa).

Le valutazioni di tipo relativo sono fondate sull'analisi dei prezzi che il mercato esprime, rappresentati dalle capitalizzazioni di borsa di società comparabili (*comparable listed companies*) oppure dai corrispettivi riconosciuti in negoziazioni aventi per oggetto quote del capitale di società confrontabili (*comparable transactions*).

Le valutazioni relative (o comparative) di mercato per loro natura tendono ad esprimere probabili valori di mercato, ma non necessariamente valori economici del capitale. Sono composte con procedimenti analogici, basati sul trasferimento all'azienda esaminata dei moltiplicatori (multipli), rispetto ad alcune grandezze base, ricavate appunto dai prezzi rilevati.

6.1 Il metodo patrimoniale semplice e quello complesso

Il metodo patrimoniale si fonda sul principio dell'espressione a valori correnti dei singoli elementi attivi che compongono il capitale dell'azienda e dell'aggiornamento degli elementi passivi.

Il metodo patrimoniale semplice assume come punto di partenza il capitale netto contabile di bilancio (sovente indicato con il simbolo "**C**"), comprendendovi anche l'utile o la perdita di esercizio, con esclusione degli importi dei quali è stata decisa la distribuzione.

Gli elementi attivi riespressi in termini di valori correnti (di mercato e di stima) determinano plusvalenze e minusvalenze.

L'aggiornamento dei valori passivi determina correlative variazioni nel patrimonio netto contabile.

Le plusvalenze accertate in sede di riespressione in termini correnti dei valori ("**P**"), al netto delle analoghe minusvalenze ("**M**"), sono successivamente ridotte per tenere conto dei potenziali carichi fiscali che esse sottendono ("**t**").



In sintesi, nelle tradizionali applicazioni del metodo patrimoniale semplice, il capitale netto rettificato (“K”), che rappresenta il valore dell’azienda nell’ottica *equity side*, è il seguente:

$$K = C + [(P1 + P2 + \dots) - (M1 + M2 + \dots)] \times (1-t)$$

Il metodo patrimoniale complesso rappresenta un’integrazione del metodo patrimoniale semplice, in quanto consente di attribuire un valore separato anche a taluni beni intangibili. Esso assume particolare significato in presenza di ingenti valori di beni immateriali, la cui stima possa essere effettuata autonomamente, attraverso moltiplicatori di mercato o processi simili, oppure ove ricorra la necessità di determinare, con riferimenti oggettivi, il concorso di taluni beni intangibili nella formazione del valore.

Qualora nella valutazione si tenga conto fra le attività di valori intangibili specifici, la formula valutativa è la seguente:

$$K' = C + BI + [(P1 + P2 + \dots) - (M1 + M2 + \dots)] \times (1-t)$$

dove “BI” è pari al valore degli intangibili specifici non contabilizzati.

Il problema della definizione, classificazione e misurazione degli intangibili specifici ha formato oggetto, negli ultimi anni, di ampio dibattito da parte della più accreditata dottrina e prassi professionale.³

Sotto il profilo definitorio e della classificazione, la dottrina più accreditata riconduce i diversi tipi di intangibili (siano essi acquisiti da terzi o generati internamente) a due distinte aree: quella del marketing (che ricomprende nome e logo della società, marchi, insegne, strategie di marketing, design delle etichette e degli imballaggi, etc.) e quella della tecnologia (che ricomprende know-how produttivo, progetti di ricerca e sviluppo, brevetti, segreti industriali, etc.).

Per quanto attiene poi all’opportunità di tener conto degli intangibili specifici nel paradigma del valore dell’impresa, appare comunque necessario che gli stessi:

- a) siano misurabili per quanto attiene al loro valore;
- b) siano effettivamente estraibili dall’impresa cui appartengono senza comprometterne la continuità di vita e, perciò, l’esistenza;
- c) se rimangono nell’impresa, cioè non vengono estratti, che assicurino al suo patrimonio, il cui valore concorrono a costituire, un’adeguata redditività, cioè risultati storici e prospettici in linea con il rischio attribuibile all’investimento in tali beni.

³ G. Brugger, “La valutazione dei beni immateriali legati al marketing e alla tecnologia”, *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 1, 1989; L. Guatri, “Il differenziale fantasma”, *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 1, 1989; S.H. Penman, *Value and Prices of Intangible Assets: An American Point of View*, Università Bocconi, Milano, 25 ottobre 2003.



Tale terza condizione, assume particolare rilevanza ed esprime il principio secondo il quale il valore attribuibile agli intangibili specifici trova una necessaria e ineliminabile verifica nello scenario reddituale: se l'impresa (o la *Business Unit*) non ha la capacità di produrre adeguati utili, in termini di rendimento maggiore del costo del capitale (*required return*), non ha senso attribuire valore agli intangibili.⁴

In ipotesi di applicazione del metodo patrimoniale semplice, l'esperto, di fronte ad eventuali costi capitalizzati fra le immobilizzazioni immateriali, si limita a verificare la presenza di una loro residua utilità ed a confermarne, se del caso, la presenza fra gli elementi dell'attivo. Seguendo la logica del metodo patrimoniale complesso, invece, occorre procedere alla cancellazione di tali costi e alla sostituzione dei medesimi con la rilevazione dei valori di stima degli elementi immateriali ai quali essi si riferiscono o che comunque sono presenti nel sistema aziendale.

6.2 I metodi reddituali

I metodi reddituali si basano sull'assunto che la capacità reddituale è la grandezza che meglio descrive il valore aggregato dell'azienda, nella prospettiva che il valore dell'azienda si identifica con la sommatoria dei flussi economici ottenibili a cui si aggiunge, laddove l'orizzonte temporale sia limitato, il valore finale.

In generale il procedimento di valutazione reddituale prevede le seguenti fasi:

- a) determinazione dell'orizzonte temporale di riferimento;
- b) normalizzazione del reddito o stima puntuale dei redditi futuri;
- c) determinazione del tasso da impiegare per l'attualizzazione.

La determinazione dell'orizzonte temporale di riferimento prevede la scelta di esaminare un numero (n) di intervalli su cui proiettare i redditi futuri. In questo caso la formula sarà:

$$V_e = \sum R_t (1+i)^{-t} + V_f + V_{ba}$$

dove:

R_t è il flusso normale di reddito netto atteso nell'anno t-esimo;

i è il tasso di attualizzazione dei flussi reddituali;

n è il numero di gli anni che compone il periodo di previsione analitica;

V_f è il valore finale (*terminal value*) del complesso aziendale oggetto di stima, attualizzato alla data della stima;

V_{ba} è il valore corrente dei beni accessori.

⁴ Il che, beninteso, non significa affatto che in caso di cessione dell'impresa di essi non si tenga conto in qualche modo, ma che se ne tiene conto, se del caso, attraverso il generico apprezzamento del *goodwill*.



6.3 I metodi misti patrimoniali-reddituali

I metodi misti patrimoniali reddituali - denominati anche nei PIV (Principi Italiani di Valutazione) come valutazioni che esplicitano la creazione di valore - stimano il valore aziendale come somma di due componenti elementari, e cioè rispettivamente: (i) il valore patrimoniale delle attività dell'azienda, risultato della stima patrimoniale; (ii) il valore "creato" (o distrutto), inteso come avviamento positivo (*goodwill*) o negativo (*badwill*), pari al valore attuale del flusso di sovra-redditi (sotto-redditi) che l'impresa oggetto di valutazione è in grado di ritrarre dall'impiego delle attività gestite.

La caratteristica essenziale dei metodi misti patrimoniali-reddituali è la ricerca di un risultato finale nella valutazione che consideri contemporaneamente l'aspetto patrimoniale e l'aspetto reddituale, così da tenere conto dell'elemento di obiettività e verificabilità proprio dell'aspetto patrimoniale, senza trascurare le attese reddituali.

I procedimenti misti più usati nella pratica si fondano sulla stima autonoma del *Goodwill/Badwill*.

Questi procedimenti si presentano in due principali alternative: (i) metodo della capitalizzazione limitata del profitto medio (o perdita media in caso di *Badwill*); (ii) metodo della capitalizzazione illimitata del profitto medio (o perdita media in caso di *Badwill*).

I due metodi si differenziano per il diverso orizzonte temporale utilizzato: definito e limitato nel primo caso, illimitato nel secondo.

Il valore dell'azienda stimato con i suddetti metodi può essere espresso con la seguente formula:

$$W = K + a \frac{1}{n} \times (R - Ki) + K'$$

dove:

- K è il capitale netto rettificato operativo;
- K' è il capitale netto rettificato extra-operativo;
- R è il reddito medio normale atteso per il futuro;
- n è un numero definito e limitato di anni (metodo della capitalizzazione limitata del profitto medio) o infinito (metodo della capitalizzazione illimitata del profitto medio: in tal caso il *Goodwill* sarà pari a una rendita perpetua);
- i è il costo opportunità del capitale;
- i' è il tasso di attualizzazione del profitto o della perdita espressi dalla differenza (R - i x K).



Nella pratica si preferisce utilizzare il metodo della capitalizzazione limitata del profitto medio (o perdita media), stabilendo un orizzonte temporale che varia tra 3 e 5 anni. In caso di rilevazione di un *goodwill*, tale scelta è giustificata spesso da ragionamenti prudenziali che suppongono che le condizioni generatrici di reddito oltre la norma non possano durare a lungo e siano quindi destinate ad estinguersi o ad attenuarsi nel corso di alcuni anni.

In caso di rilevazione di un *badwill*, si preferisce scegliere un orizzonte temporale limitato, oltre che per l'incertezza delle previsioni su periodi di stima più lunghi, anche per l'ulteriore motivo che la continuazione delle perdite (o di risultati insufficienti a remunerare il capitale) oltre un certo numero di anni non sarebbe sopportabile e diverrebbero necessari provvedimenti radicali per contrastare il depauperamento del capitale.

6.4 I metodi finanziari

Con i metodi finanziari il valore dell'azienda corrisponde alla somma dei flussi di cassa ottenibili nel futuro senza alterare l'equilibrio aziendale, cui si aggiunge, nel caso della capitalizzazione limitata, il valore finale. Il flusso di cassa deve essere adeguatamente normalizzato in funzione delle ipotesi sottostanti alla continuità aziendale.

Le valutazioni basate sull'attualizzazione dei flussi monetari resi disponibili dall'azienda oggetto di stima comprendono il Dividend Discount Model (DDM) e il metodo Discounted Cash Flow (DCF), quest'ultimo nelle varianti *asset side* o *equity side*.

Il DDM è il più tradizionale metodo proposto per la valutazione di titoli rappresentativi del capitale di un'impresa, in base alle seguenti formule:

$$V_e = \sum D_t (1 + K_e)^{-t}$$

$$V_e = \sum D_t (1 + K_e)^{-t} + P_n (1 + K_e)^{-n}$$

$$V_e = D_0 (1 + g)/(K_e - g)$$

La prima formula fa riferimento ad una corrente illimitata di dividendi (D_t), attualizzati al costo opportunità del capitale proprio K_e .

La seconda formula limita la stima dei dividendi futuri al periodo iniziale n , al termine del quale è aggiunto un valore di uscita dall'investimento P_n , che può essere a sua volta stimato in base alle aspettative di un dividendo stabilizzato.

L'ultima formula immagina che la stabilizzazione sia presente già al tempo 0, in un quadro di crescita costante al tasso g , partendo dall'ultimo dividendo noto D_0 .

Il DDM è utilizzato per la valutazione di singoli titoli azionari di società apprezzate dal mercato proprio in funzione della loro politica dei dividendi; il modello, in particolare, è sovente usato nella valutazione di società bancarie, non essendo possibile per tali aziende una applicazione del metodo DCF.



Le versioni *equity side* ed *asset side* del metodo DCF sono espresse dalle seguenti formule:

$$V_e = \sum Fe_t (1 + K_e)^{-t} + V_{e_n} (1 + K_e)^{-n}$$

$$V_a = \sum Fo_t (1 + K_e)^{-t} + V_{o_n} (1 + wacc)^{-n}$$

Ove Fe_t indica i flussi monetari disponibili per gli azionisti, da attualizzare al costo dei mezzi propri K_e , e Fo_t , i flussi monetari operativi *unlevered*, da attualizzare al costo medio ponderato del capitale $wacc$. V_{e_n} e V_{o_n} sono i rispettivi valori terminali al tempo n , quando si conclude il periodo di previsione analitica dei flussi.

Il metodo del *Discounted Cash Flow* è riconosciuto come il più accreditato dalle moderne teorie aziendali che correlano il valore aziendale alla capacità di produrre un livello di flussi finanziari adeguato a soddisfare le aspettative di remunerazione di un investitore.

Secondo la prassi prevalente, il valore del capitale proprio di un'azienda è dato dalla somma algebrica delle seguenti componenti:

- a) il valore attuale dei flussi di cassa operativi netti che sarà in grado di generare in futuro (il cosiddetto *Enterprise Value*), scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital o WACC*); in genere tale calcolo prevede la determinazione del valore attuale dei flussi di cassa operativi attesi per un periodo di previsione esplicito e un valore finale, corrispondente al valore attuale dei flussi successivi al periodo di previsione analitica;
- b) la posizione finanziaria netta, espressa a valori di mercato;
- c) il valore di mercato di eventuali attività non inerenti alla gestione caratteristica o comunque non considerate ai fini delle proiezioni dei flussi di cassa operativi (*surplus assets*).

La formula che esprime il valore dell'azienda è la seguente:

$$E = \sum OFCF_t / (1+WACC)^t + V_f +/- PFN - M + S_a$$

dove:

E = valore di mercato del patrimonio netto o *Equity*;

OCF_t = flussi di cassa operativi attesi nel periodo di previsione esplicita;

$WACC$ = tasso di attualizzazione, espresso come costo medio ponderato del capitale;

n = numero di anni di previsione esplicita;

V_f = valore finale attualizzato dell'azienda, corrispondente al valore attuale dei flussi relativi agli anni da $n+1$ in poi;

PFN = posizione finanziaria netta;



M = *minorities* (valore di mercato del patrimonio netto di terzi);

S_a = *surplus assets*.

6.5 Le valutazioni comparative di mercato

Le valutazioni comparative di mercato concepiscono il valore del capitale dell'impresa in funzione dei prezzi, espressi dai mercati regolamentati ovvero in negoziazioni private, per quote di capitale dell'azienda medesima o di aziende similari o comparabili. Esso richiede lo sviluppo di indicatori di valore, c.d. multipli, ottenuti rapportando il prezzo effettivo del capitale delle imprese scelte come riferimento (aziende comparabili o *comparables*) al valore di alcune quantità aziendali, e si fonda sull'ipotesi di applicabilità di tali rapporti anche all'impresa oggetto di valutazione.

Dati gli aspetti generali sopra delineati, l'applicazione del metodo dei multipli di mercato prevede alcune scelte riguardanti il "mercato attivo" di riferimento e la definizione delle variabili ricomprese nella determinazione dei multipli.

In funzione del mercato attivo di riferimento, nel quale vengono osservati i prezzi delle società comparabili a quella oggetto di valutazione, il metodo è declinabile in base all'approccio dei multipli borsistici o all'approccio delle transazioni comparabili.

Nel primo caso, i prezzi vengono desunti dal mercato borsistico e le società comparabili sono identificate in un campione di società quotate. Nel secondo caso i prezzi vengono desunti da un insieme di transazioni di quote significative (spesso di controllo) del capitale di società comparabili.

In funzione delle variabili impiegate è possibile distinguere tra moltiplicatori *equity side* e *asset side*. Nel primo caso il numeratore è definito come il valore del capitale, nel secondo caso il numeratore è definito come il valore corrente del capitale operativo (*Enterprise Value, EV*). La distinzione tra multipli *equity side* e *asset side*, influisce sulla definizione delle variabili utilizzabili al denominatore dei multipli. In caso di multipli *equity side* al denominatore dovranno essere utilizzate misure di *performance* che remunerano il solo capitale proprio; in caso di multipli *asset side* al denominatore dovranno essere considerate solo misure di performance che remunerano l'investimento nel totale dell'attivo.

7. Il metodo valutativo prescelto

Nel caso di specie, tenuto conto il valore degli *assets* è rappresentato sostanzialmente dalle autorizzazioni all'esercizio dell'attività di distribuzione carburanti, della peculiarità dei beni in questione e del fatto che la società fallita non dispone della piena titolarità dei terreni ove è esercitata l'attività, si è reputato che il metodo basato sull'attualizzazione dei flussi monetari resi disponibili dall'azienda (DCF) fosse il criterio più oggettivo per la determinazione del valore del capitale economico aziendale.



Come criterio di confronto ci si è avvalsi, comunque, del metodo patrimoniale.

Per quanto attiene al criterio di valutazione finanziario, basato sull'attualizzazione dei flussi monetari resi disponibili dall'azienda oggetto di stima (DCF), le valutazioni sono state effettuate analizzando: (i) i conti economici storici dell'affittuaria [REDACTED] (ii) il numero di litri erogato per impianto nel periodo 2016-2018; (iii) i margini medi di settore applicabili agli impianti di distribuzione GPL e benzine; (iv) gli investimenti di mantenimento necessari al ripristino e alla messa in marcia degli impianti; (v) il costo medio del capitale per il settore della distribuzione carburanti.

Flussi di cassa

In particolare:

- i "flussi di cassa prospettici" si riferiscono agli esercizi 2020-2024⁵ e sono attualizzati al 31/12/2019. In particolare, i flussi individuati per la presente valutazione sono i flussi di cassa operativi disponibili (unlevered free cash flow) per la remunerazione del capitale in senso lato (azionario e di debito), prescindendo dalla struttura finanziaria della Società;
- il "valore residuo" (terminal value) è calcolato come una rendita perpetua a partire dallo 01/01/2025 per un numero infinito di anni. Nella presente stima si è ipotizzato che la Società sia in grado di generare all'infinito una rendita annuale pari al flusso di cassa operativo dell'esercizio 2025.

Il costo del capitale proprio (i)

Il costo opportunità del capitale equity side (i) è stato stimato con il Capital Asset Pricing Model (CAPM), secondo la seguente formula:

$$i = R_f + x (R_m - R_f)$$

dove:

R_f = rendimento dei titoli privi di rischio

$(R_m - R_f)$ = equity risk premium

Come stima di R_f è stata utilizzata il rendimento lordo dei BTP a 10 anni, pari allo 2,60% corrispondente al rendimento lordo dei BTP con scadenza decennale al lordo delle inflazione e delle imposte (Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze – Dipartimento del Tesoro asta del 31/05/2019).

Come *equity risk premium* è stato utilizzato un extra-rendimento medio storico dei titoli azionari rispetto ai rendimenti free risk pari al 5%.

⁵ Al riguardo si è ipotizzata un ripresa dell'attività aziendale dal 1 gennaio 2020 trascurando i 2 mesi del 2019.



MASSIMILIANO CAMMISA
DOTTORE COMMERCIALISTA

Conseguentemente, il costo opportunità del capitale *equity side* è stato assunto in misura pari al 7,6%.

CAPEX

Gli investimenti di mantenimento sono stati valutati in euro/00 720 da effettuare nell'arco di un biennio.

Il valore del capitale economico sulla base del metodo valutativo prescelto, è pari ad Euro/000 5.206.

	2020	2021	2022	2023	2024	TV
Fatturato	7.800	7.956	8.115	8.277	8.443	
<i>growth</i>		2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	
Ebitda	374	382	390	397	405	
<i>Ebitda margin</i>	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	
Capex	480	240	0	0	0	
FCF	(106)	142	390	397	405	3.977
Valore attuale annuo	(106)	142	390	397	405	
Valore attuale cumulato	(106)	36	426	823	1.228	
WACC	7,60%					
Tasso di crescita	0,5%					
Present value cash flow	1.228					
Terminal value	3.977					
Value in use	5.206					

Per quanto concerne il secondo metodo (metodo patrimoniale), al fine di ottenere il valore di mercato dei beni del compendio aziendale, è stata utilizzata la perizia di stima dell'Ing. Restivo del 12 dicembre 2016, opportunamente rettificata per tener conto: (i) dell'obsolescenza del complesso aziendale dei beni oggetto di stima; (ii) della perdita di avviamento che gli stessi hanno subito per effetto della chiusura temporanea, (iii) delle nuove aperture in zone limitrofe; (iv) degli investimenti di mantenimento e ripristino necessari al riavvio; (v) dell'incremento del costo della materia rispetto a quanto stimato nel 2016; il valore del capitale economico dell'azienda utilizzando il criterio patrimoniale è pari ad Euro/000 5.220 come di seguito descritto:

	Stima
Valore dell'azienda	10.800
Riduzione applicata rispetto al 2016	45%
Investimenti	(720)
Valore dell'azienda rideterminato	5.220

8. La determinazione del valore economico del complesso aziendale



Il valore del capitale economico dell'azienda di proprietà di [REDACTED] verrà quindi quantificato quale media dei valori ottenuti a mezzo della applicazione delle predette metodologie, in particolare:

1. il valore determinato in applicazione del metodo DCF è pari ad euro 5.206.000;
2. il valore determinato in applicazione del metodo patrimoniale è pari ad Euro 5.220.000,00.

	Valore Azienda
Metodo DCF	5.206
Metodo Patrimoniale	5.220
Media dei criteri di valutazione	5.213

Il valore del capitale economico [REDACTED] in fallimento, sulla base del metodo valutativo prescelto, è pari **ad euro 5.213.000.**

9. L'affitto d'azienda e le procedure concorsuali

L'istituto dell'affitto d'azienda può essere considerato un'operazione di natura straordinaria mediante la quale un'impresa (locatore) attribuisce a un'altra (affittuario) il diritto alla gestione di un'azienda o ramo d'azienda dietro il pagamento di un corrispettivo. L'affitto può essere strutturato come operazione autonoma oppure finalizzata al compimento di successive operazioni quali ad esempio la cessione.

In un'ottica fallimentare, l'affitto d'azienda rientra tra gli strumenti a disposizione degli organi della procedura per la tutela del patrimonio di un'impresa insolvente.

A tal proposito, l'art. 79 L.F. prevede che *"Il fallimento non è causa di scioglimento del contratto di affitto d'azienda, ma entrambe le parti possono recedere entro sessanta giorni, corrispondendo alla controparte un equo indennizzo, che, nel dissenso tra le parti, è determinato dal giudice delegato, sentiti gli interessati. L'indennizzo dovuto dalla curatela è regolato dall'articolo 111, n. 1"*.

Inoltre, l'articolo 104 bis L.F. stabilisce che *"Anche prima della presentazione del programma di liquidazione di cui all'articolo 104-ter su proposta del curatore, il giudice delegato, previo parere favorevole del comitato dei creditori, autorizza l'affitto dell'azienda del fallito a terzi anche limitatamente a specifici rami quando appaia utile al fine della più proficua vendita dell'azienda o di parti della stessa"*.

Secondo le norme previste dalla legge fallimentare il contratto di locazione d'azienda può riguardare sia la fase prefallimentare (ex art. 79 L.F.) e sia la fase endofallimentare, quale opzione per la tutela del patrimonio della società fallita (ex art. 104 bis L.F.); nella prima circostanza, la scelta di onorare o meno il contratto di affitto è condizionata dalla volontà del curatore o dell'affittuario, mentre nella seconda ipotesi,



è il solo curatore che propone questa tipologia contrattuale, sentito il comitato dei creditori (ove esistente) e previa autorizzazione del giudice delegato (art. 104 bis L.F.).

In relazione a tale ultima fattispecie, la legge fallimentare in modo più esplicito pone l'accento sulla congruità del canone e sulla pubblicità dell'operazione. Nello specifico, così come indicato nell'art. 104 bis, al comma 2, *“La scelta dell'affittuario è effettuata dal curatore a norma dell'articolo 107, sulla base di stima, assicurando, con adeguate forme di pubblicità, la massima informazione e partecipazione degli interessati. La scelta dell'affittuario deve tenere conto, oltre che dell'ammontare del canone offerto, delle garanzie prestate e della attendibilità del piano di prosecuzione delle attività imprenditoriali, avuto riguardo alla conservazione dei livelli occupazionali”*.

Nella fattispecie, il curatore dovrà tra l'altro verificare:

- la liquidità che può essere ricavata dall'affitto dell'azienda e dalla sua successiva cessione, rispetto alle somme che si possono ricavare dalla immediata cessione unitaria della medesima oppure di suoi rami;
- la liquidità che potrebbe derivare dalla dismissione dei singoli beni che costituiscono il complesso aziendale;
- la valutazione delle garanzie prestate dal conduttore;
- gli effetti fiscali che potrebbero derivare dalla scelta dell'affitto piuttosto che dalla vendita;
- il livello occupazionale, e quindi una valutazione di carattere sociale, che si potrebbe preservare non procedendo alla immediata vendita unitaria o mediante smembramento del complesso di beni.

10. La determinazione del canone di locazione d'azienda nelle procedure concorsuali

Come osservato, l'articolo 104-bis della legge fallimentare commi 1 e 2, stabilisce che *“anche prima della presentazione del programma di liquidazione di cui all'articolo 104-ter su proposta del curatore, il giudice delegato, previo parere favorevole del comitato dei creditori, autorizza l'affitto dell'azienda del fallito a terzi anche limitatamente a specifici rami quando appaia utile al fine della più proficua vendita dell'azienda o di parti della stessa. La scelta dell'affittuario è effettuata dal curatore a norma dell'articolo 107, sulla base di stima, assicurando, con adeguate forme di pubblicità, la massima informazione e partecipazione degli interessati. La scelta dell'affittuario deve tenere conto, oltre che dell'ammontare del canone offerto, delle garanzie prestate e della attendibilità del piano di prosecuzione delle attività imprenditoriali, avuto riguardo alla conservazione dei livelli occupazionali”*.

Il tema dell'affitto d'azienda nell'ambito delle procedure concorsuali è stato, negli ultimi anni, oggetto di numerose trattazioni e approfondimenti dottrinali.



In astratto, il problema andrebbe affrontato valutando, in via preliminare, la convenienza tra affitto e gestione diretta. In buona sostanza, si tratterebbe di quantificare un canone minimo di *break even* che eguagli i benefici prodotti dalla gestione diretta rispetto alla locazione.

Nella realtà, l'affitto è una scelta obbligata a causa delle notevoli difficoltà che potrebbero incontrare il proprietario oppure il curatore nella conduzione strategico-gestionale dell'azienda. Con particolare riferimento alla gestione diretta in caso di fallimento, va osservato che il curatore, sovente, non dispone delle competenze necessarie a tal fine e, quindi, l'affitto può rappresentare l'unica modalità di conservazione dei valori aziendali. In tale ambito, può accadere che:

- il contratto di affitto sia stato stipulato prima del fallimento talché il curatore ne debba valutare la convenienza anche con riferimento al canone pattuito;
- il contratto di affitto non sia stato formalizzato prima del fallimento, ma il curatore ritenga tale opzione obbligatoria per la conservazione del valore del complesso aziendale al fine di una successiva alienazione. In tale situazione, il curatore deve procedere secondo le modalità stabilite dall'art.107 legge fallimentare per le vendite ossia in base a procedure competitive. Pertanto, è necessario che richieda una stima a un esperto e pubblicizzi la proposta d'affitto al fine di ottenere la massima informazione e partecipazione degli interessati.

In entrambe le situazioni prospettate, è necessario definire un canone economicamente adeguato per la procedura.

Con riferimento al canone di affitto d'azienda, la dottrina ha proposto varie metodologie:

- il canone congruo potrebbe essere calcolato **come prodotto tra il valore del capitale economico e un tasso di remunerazione del capitale investito nell'azienda locata**. Il valore del capitale economico andrebbe determinato facendo ricorso a grandezze stock e non a grandezze flusso in quanto i flussi attesi rappresenterebbero l'incognita da determinare producendo problemi di circolarità. Per tale motivazione, sarebbe preferibile stimare il valore economico con metodi patrimoniali complessi ossia aggiungendo al patrimonio netto rettificato il valore dei beni immateriali non contabilizzati. Circa il tasso di remunerazione, esso andrebbe calcolato utilizzando il *Capital Asset Pricing Model* (C.A.P.M.) oppure la regola empirica di Stoccarda. In caso di fallimento, bisognerebbe sottrarre dal valore, l'ammontare di una correzione reddituale, quantificata attualizzando i differenziali tra redditi congrui e redditi normalizzati realizzabili nei successivi 3-5 esercizi;
- il canone congruo potrebbe essere quantificato calcolando **il prodotto tra il valore dell'azienda determinato secondo il metodo patrimoniale e una percentuale che dovrebbe essere inversamente proporzionale alla**



deperibilità delle componenti immateriali d'azienda e andrebbe determinata in un intervallo compreso tra zero e la redditività normale di settore;

- il canone congruo potrebbe essere determinato come **prodotto tra il valore d'uso del patrimonio locato e un tasso di congrua remunerazione dell'investimento effettuato**. Il valore d'uso andrebbe quantificato attualizzando i flussi attesi dal capitale dell'azienda oggetto del contratto di affitto. Circa il tasso di congrua remunerazione, esso dovrebbe essere determinato considerando innanzitutto il rischio di insolvenza del conduttore ossia l'alea legata alla possibilità che non sia in grado di fronteggiare gli impegni assunti con l'accordo. Il che dipende, da un lato, dalla situazione economico-finanziaria dell'affittuario, dall'altro, dalle garanzie che assistono il contratto.

Le considerazioni formulate in ordine alla determinazione del canone di affitto d'azienda evidenziano impostazioni leggermente diverse, ma accomunate dal fatto che il corrispettivo da erogare al proprietario per l'utilizzazione del complesso dei beni necessari per l'esercizio dell'impresa deve essere quantificato come prodotto tra il valore dell'azienda e un appropriato tasso di rendimento.

Circa il saggio in questione, va evidenziato che esso andrebbe quantificato in relazione all'alea sopportata dal locatore che dipende da una pluralità di fattori quali il rischio operativo, il livello di solidità del conduttore, le garanzie prestate. Pertanto, la grandezza oggetto di analisi può attestarsi a un livello non lontano dal *free risk rate* nel caso che il rischio operativo sia contenuto e, soprattutto, il conduttore abbia una notevole solidità patrimoniale. In tale situazione, il locatore matura crediti per canoni nei confronti dell'affittuario caratterizzati da un livello di rischio molto basso talché il tasso da utilizzare non può discostarsi in modo significativo dal saggio privo di rischio. Al contrario, qualora il rischio operativo sia elevato e, soprattutto, il conduttore presenti alcune difficoltà da un punto di vista di solidità patrimoniale, aumenta in modo rilevante l'alea gravante sul locatore. In tale situazione, il locatore matura crediti per canoni verso l'affittuario contraddistinti da un grado di rischio elevato talché il tasso da utilizzare tende ad avvicinarsi al costo del capitale dell'azienda oggetto d'affitto. Il canone di locazione non può essere determinato applicando un saggio maggiore del costo del capitale perché - in situazioni normali - supererebbe i redditi attesi dal conduttore e, quindi, non vi sarebbe nessuna convenienza a gestire l'azienda.

In sintesi, il tasso di rendimento impiegabile per quantificare il canone di locazione può oscillare in un intervallo nel quale l'estremo inferiore è il tasso privo di rischio, mentre l'estremo superiore è il costo del capitale che, per semplicità, può essere determinato sulla base di dati medi settoriali.

Le osservazioni svolte evidenziano che il canone di locazione è difficilmente determinabile in astratto senza considerare le caratteristiche del conduttore. Infatti, non è possibile raffrontare la situazione di un affitto formalizzato con un soggetto



caratterizzato da significative capacità gestionali e notevole solidità patrimoniale rispetto a un'altra nella quale il contratto venga stipulato con una controparte finanziariamente fragile e, per di più, con modeste competenze. Per tale motivazione, nel caso di gare per l'affitto di aziende appartenenti a procedure concorsuali, si potrebbe stabilire un canone minimo riferito a una situazione di basso rischio della controparte e valutare le offerte pervenute in relazione alle considerazioni precedentemente formulate (rischio operativo, solidità del conduttore, garanzie prestate).

Ciò premesso, da un punto di vista operativo, possiamo distinguere due situazioni:

- il proprietario si accolla esclusivamente il rischio di mancata riscossione dei canoni;
- il proprietario si accolla anche l'alea derivante da eventuali variazioni negative di valore dell'azienda attribuibili a cattiva conduzione da parte dell'affittuario.

Nel primo caso, l'affitto di azienda è assimilabile a un'operazione di finanziamento nella quale il capitale prestato è il valore dell'azienda e i canoni rappresentano la remunerazione periodica assegnata al locatore. In altre parole, è come se il proprietario prestasse alla controparte una somma di denaro (valore iniziale dell'azienda) e ricevesse una serie di remunerazioni periodiche (canoni) e, a conclusione del periodo di riferimento, la restituzione del capitale (valore finale dell'azienda). È evidente che tale situazione si verifica solamente se il capitale restituito (valore finale azienda) equivale a quello prestato (valore iniziale azienda)¹⁴.

In tale situazione, la formula applicabile per determinare il canone è:

$$C = i * W$$

Dove:

- C è il canone d'affitto
- i è un tasso che riflette il rischio di inadempimento della controparte
- W è il valore dell'azienda

Il valore dell'azienda (W) può essere calcolato secondo le metodologie accreditate in dottrina e nella pratica professionale.

Il saggio "i" può essere determinato facendo riferimento, in via preliminare, al costo medio del debito dell'azienda oggetto del contratto d'affitto. Tale tasso può essere desunto dalla documentazione bancaria disponibile oppure, in mancanza della stessa, tramite i dati di bilancio.

Nelle procedure concorsuali, è frequente la situazione nella quale l'affittuario corrisponde una pluralità di canoni in conto prezzo e, in seguito, è obbligato ad acquistare il complesso aziendale. Quando si pattuisce che il contratto di affitto è



seguito dalla vendita, il rendimento dell'investimento finanziario dell'alienante può essere calcolato considerando:

- la durata dell'affitto;
- i canoni periodicamente pagati;
- il saldo del prezzo
- il valore dell'azienda che richiede un'apposita stima.

11. Il Canone congruo di affitto di azienda

Una volta determinato il valore del capitale economico dell'azienda è possibile determinare il valore del congruo canone di affitto in applicazione della seguente formula:

$$C = i * W$$

Dove:

C = congruo canone di affitto

W = valore economico dell'azienda

i = coefficiente da applicare al valore economico

Come specificato nel paragrafo 10, la stima del canone di locazione "congruo" viene solitamente eseguita: (i) **come prodotto tra il valore del capitale economico e un tasso di remunerazione del capitale investito nell'azienda locata**, (ii) **come prodotto tra il valore d'uso del patrimonio locato e un tasso di congrua remunerazione dell'investimento effettuato**.

Qualora volessimo utilizzare il criterio di cui al punto sub (i), il valore economico stimato dell'azienda è pari ad Euro/000 5.213 ed il tasso di remunerazione oscilla dal tasso *free risk*, pari al 2,6%, al tasso comprensivo dell'inflazione e dell'*additional premium risk*, pari al 4,28%; in tal caso il canone di locazione dell'azienda sarebbe compreso tra un minimo di Euro/000 171 ed un massimo di Euro/000 223, con un valore medio di Euro/000 197.

	Stima
Valore dell'azienda	10.800
Riduzione applicata rispetto al 2016	45%
Investimenti	(720)
Valore dell'azienda rideterminato	5.220
Free risk rate	3,28%
Free risk rate-premium	4,28%

⁶ Fonte: MEF, Risultati asta BT-P10, collocamento 30/05/2019 – 31/05/2019.

Canone annuo affitto Max 223



Secondo il criterio sub (ii) il valore in uso, come sopra determinato con il metodo finanziario pari ad Euro/000 5.206, moltiplicato per il *tasso risk free*⁷ e per il tasso di remunerazione del capitale di settore⁸, determina un canone di locazione dell'azienda compreso tra un minimo di Euro/000 135 ed un massimo di Euro/000 328, con un valore medio di Euro/000 232.

Present value cash flow	1.228
Terminal value	3.977
Value in use	5.206
Free risk rate	2,60%
C.o.e. media di settore	6,31%
Canone annuo affitto Min	135
Canone annuo affitto Max	328
Media valori	232

Confrontando i valori, minimo, massimo e medio, ottenuti applicando i due criteri di valutazione sopra descritti si perviene ad un valore del canone di locazione compreso tra Euro/000 153 (valore minimo), Euro/000 276 (valore massimo) ed Euro/000 215 (valore medio).

	Valore Azienda	Canone di locazione		
		Min	Max	Media
Metodo DCF	5.206	135	328	232
Metodo Patrimomiale	5.220	171	223	197
Media dei criteri di valutazione	5.213	153	276	215

12. Conclusioni

Per quanto esposto nei paragrafi che precedono, in base ai criteri di valutazione al quale si è ispirato nell'espletamento del presente incarico ed alle osservazioni sopra svolte, il sottoscritto consulente **determina che: (i) il valore del capitale economico dell'azienda di proprietà della [redacted] in fallimento è pari ad Euro 5.213.000,00**

⁷ Fonte: MEF, Risultati asta BTP 10 anni, collocamento 30/05/2019 – 31/05/2019.

⁸ Damodoran – *cost of equity and capital oil/gas distribution*.



MASSIMILIANO CAMMISA
DOTTORE COMMERCIALISTA

(cinquemilioniduecentotredicimila/00), (ii) il valore del congruo canone di affitto dell'azienda di proprietà della Motorgas in fallimento è pari ad Euro 215.000,00 (duecentoquindicimila/00).

Palermo, 17 giugno 2019

Massimiliano Cammisa



13. Allegati:

1. Relazione estimativa relativa alla determinazione del canone Congruo di affitto degli impianti di proprietà [REDACTED] in gestione alla società [REDACTED] del 15/12/2017;
2. Perizia di Stima dell'Ing. Gianvito Restivo del 12 dicembre 2016;
3. Nota Tecnica del Coadiutore della procedura fallimentare, [REDACTED]
4. Decreti Assessoriali di concessione dell'attività di distribuzione carburanti;
5. Dati di vendita [REDACTED] nel periodo 2016, 2017 e 2018 resi disponibili dall'affittuaria (Allegato [5]).



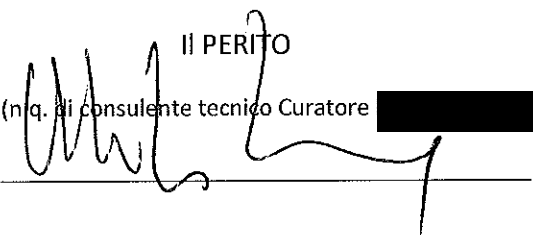
MASSIMILIANO CAMMISA
DOTTORE COMMERCIALISTA

TRIBUNALE DI PALERMO- SEZ. FALLIMENTARE

VERBALE DI ASSEVERAZIONE DI PERIZIA

L'anno 2019, il giorno 24 del mese di giugno, presso la Cancelleria del Tribunale suddetto, avanti al sottoscritto Giudice, dott.ssa Flavia Coppola, è personalmente comparso il dott. Massimiliano Cammisa, nato a Palermo il 30 marzo 1976 ed ivi residente in Via Paziienza n. 30, identificato con idoneo documento, il quale esibisce la perizia che precede, da sé redatta in data 17 giugno 2019, e chiede di poterla asseverare con giuramento. Ammonita ai sensi di legge, il comparente presta giuramento ripetendo la formula: "*Giuro di avere bene e fedelmente adempiuto alle operazioni affidatemi e di non avere avuto altro scopo che quello di far conoscere ai Giudici la verità*".

Letto, firmato e sottoscritto.

Il PERITO
(n. q. di consulente tecnico Curatore [REDACTED])


Il Giudice
