

MAES S.r.l.

P.IVA: 00168860047

**VIA MONTEBIANCO, 14
12038 SAVIGLIANO (CN)**

ESPERTO DELLA C.N.C.:

Dott.ssa Monica Garro

PERITO STIMATORE AZIENDALE:

Dott. Matteo Rellecke Nasi

**RELAZIONE DI STIMA
DEL VALORE
DI RAMO D'AZIENDA**

Sommario

1. CONFERIMENTO DELL'INCARICO.....	4
2. INDIVIDUAZIONE DELL'UNIVERSO DOCUMENTALE.	4
3. LA SOCIETÀ OGGETTO DI VALUTAZIONE.	5
3.1. OGGETTO SOCIALE.	5
3.2. CAPITALE SOCIALE.....	6
3.3. AMMINISTRAZIONE.	6
4. SVOLGIMENTO DELL'INCARICO.	7
4.1. FINALITÀ DELL'INCARICO	7
4.2. APPROCCIO RICHIESTO ALL'ESPERTO ESTIMATORE.....	7
4.3. SVOLGIMENTO DELL'INCARICO.	8
5. L'OGGETTO DELLA VALUTAZIONE.	9
5.1. IL RAMO D'AZIENDA	9
5.1.1. DESCRIZIONE DEL RAMO D'AZIENDA.	9
5.1.2. LA SITUAZIONE PATRIMONIALE DI RIFERIMENTO.	14
5.1.3. DESCRIZIONE DEI BENI.	14
6. I METODI DI VALUTAZIONE E LA LORO SCELTA.....	15
6.1. BREVE DISAMINA DEI METODI VALUTATIVI.	15
6.2. <i>Il metodo patrimoniale semplice.</i>	15
6.3. <i>Il metodo patrimoniale complesso.</i>	16
6.4. <i>Il metodo reddituale.</i>	16
6.5. <i>Il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento.</i>	17
6.6. <i>Il metodo misto con valutazione controllata delle immobilizzazioni.</i>	17
6.7. <i>Il metodo misto EVA.</i>	17
6.8. <i>Il metodo Discounted Cash Flow.</i>	18
6.9. <i>I metodi dei multipli.</i>	18
7. SCELTA DEL METODO VALUTATIVO.....	20
8 APPLICAZIONE DEL METODO DI VALUTAZIONE.	24
8.1. INDIVIDUAZIONE DEL METODO.	24
8.2. VALORE DEGLI ELEMENTI PATRIMONIALI DIVERSI DA QUELLI IMMATERIALI.	24
8.3. VALORE DEGLI ELEMENTI PATRIMONIALI IMMATERIALI (INTANGIBLE).....	25
8.3.1. INDIVIDUAZIONE DEI METODI DI VALUTAZIONE.	25
8.3.2. VITA RESIDUA DEGLI INTANGIBLE ASSUNTA NELLA VALUTAZIONE.	27
8.3.3. RICAVI CUI APPLICARE IL TASSO DI EXTRA-REDDITIVITÀ.	28
8.3.4. TASSO DI CRESCITA DEI RICAVI E DEI FLUSSI DI EXTRA-REDDITO.....	28
8.3.5. LA DETERMINAZIONE DEL FLUSSO ANNUO DI EXTRA-REDDITO.....	28
8.3.6. LA DETERMINAZIONE DEL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE. CONSIDERAZIONI PRELIMINARI.	29
8.3.7. IL TASSO DI REMUNERAZIONE DEGLI INVESTIMENTI PRIVI DI RISCHIO.	31
8.3.8. IL PREMIO PER IL RISCHIO.	32

8.3.9. COEFFICIENTE β	33
8.3.10. TASSO I_M	34
8.3.11. IL VALORE ATTUALE DEI FLUSSI DI EXTRA-REDDITO.	34
8.3.12. IL VALORE DEGLI INTANGIBLE.	34
9. IL VALORE DEL RAMO D'AZIENDA.	34

1. Conferimento dell'incarico.

Il sottoscritto Matteo RELLECKE NASI, con Studio a Vicoforte in Via Collarei, n. 38, Tel. 0174/563799, Posta Elettronica studionasi@gmail.com, PEC: studionasi@pec.it, in data 5 Settembre 2025 ha ricevuto dal Sig. _____ nato a _____ (____) il _____ cod. Fisc. _____, nella qualità di Legale Rappresentante della MAES s.r.l. con sede in Via Montebianco, 14 a 12038 Savigliano (CN) – P. IVA 00168860047, incarico di predisporre una relazione di stima del ramo d'azienda di titolarità della società MAES s.r.l. (d'ora in poi la Società) concessa in affitto alla Società _____, con sede in _____ a _____ (____) – P.Iva _____ 2 rappresentata dal Legale Rappresentante sig. _____ nato a _____ il _____ e residente a _____ in via _____ cod. Fisc. _____, (d'ora in poi il Proponente) che ha altresì formulato Proposta irrevocabile (d'acquisto) del ramo aziendale (d'ora in poi il ramo).

Alla luce della documentazione esaminata e delle informazioni acquisite, il sottoscritto Esperto Estimatore rassegna la presente Relazione che si articola – per ragioni di chiarezza – in capitoli e paragrafi.

2. Individuazione dell'universo documentale.

Nell'espletamento dell'incarico, il sottoscritto Esperto Estimatore ha esaminato – in particolare – la seguente documentazione:

- Visura storica Maes S.r.l (doc. all. 1);
- Contratto di affitto del ramo d'azienda (doc. all. 2);
- Proposta irrevocabile di acquisto del ramo d'azienda (doc. all. 3);
- Bilancio di controllo al 30 giugno 2025 (doc. all. 4);
- Bilancio abbreviato anno 2024 (doc. all.5);
- Bilancio abbreviato anno 2023 (doc. all. 6);
- Bilancio abbreviato anno 2022 (doc. all. 7);
- Bilancio abbreviato anno 2021 (doc. all. 8);
- Perizia di stima Geom. Giorgio Ariaudo (doc. all. 9).

3. La Società oggetto di valutazione.

La Maes S.r.l. è stata costituita in data 22 Novembre 1962 ed ha sede a Savigliano (CN), in Via Montebianco 14.

La Società risulta iscritta presso il Registro delle Imprese di Cuneo nella Sezione Ordinaria, a far data dal 19 febbraio 1996.

I dati riportati sono stati desunti dalla visura storica della Società.

Con atto notarile del 7 marzo 2025, la Maes s.r.l., quale parte affittante, ha stipulato un contratto di affitto del ramo d'azienda con la . quale parte affittuaria, avente ad oggetto la sede dell'azienda sita in Via Montebianco 148 (CN) e dei *“beni materiali e immateriali, nonché dei rapporti giuridici funzionali all'esercizio della stessa”* (pag. 3 dell'allegato doc. 2).

Considerata la situazione di crisi in cui versa la società affittante, il contratto ha una durata complessiva pari a 6 anni con decorrenza dal 10 marzo 2025 (**pag. 5 del già allegato doc. 2**).

Per tale contratto è stato concordato un canone annuale pari ad euro 60.000,00 oltre IVA (**pag. 4 del doc. 2**).

3.1. Oggetto sociale.

L'oggetto sociale ha la seguente formulazione:

*“il commercio all'ingrosso ed al dettaglio nonché l'assunzione di rappresentanze di **piastrelle per pavimenti e rivestimenti, moquettes e affini, materiale per pavimentazione e rivestimenti in genere, mobili, apparecchi, arredi ed accessori per la casa e per locali da bagno, apparecchi idraulici ed igienici, loro accessori e parti di ricambio, mobili ed attrezzature per cucine e loro parti, carte e tessuti da parati e relativi accessori, tessuti ed articoli di arredamento, coordinati, nonché cemento e suoi manufatti, calce, gesso, materiali da costruzione in genere; l'esecuzione della posa in opera di materiali per opere di pavimentazione e rivestimento di edifici e costruzioni edilizie in genere; l'acquisto, permuta, vendita e locazione di beni immobili, nonché la costruzione o ristrutturazione di fabbricati.***

La società potrà inoltre compiere ogni operazione commerciale, finanziaria, mobiliare, immobiliare, industriale, locativa ed ipotecaria che l'organo di amministrativo riterrà necessaria od utile per il conseguimento dei fini sociali, nonché

assumere rappresentanze ed agenzie di società nazionali ed estere e partecipare alla costituzione di società o consorzi in Italia od all'estero, assumere partecipazioni o interessenze in dette od in altre società costituite, ricevere e/o prestare fidejussioni, avalli o garanzie in genere.

Tutte le operazioni di cui sopra potranno essere effettuate dalla società in conto proprio o per conto di terzi in Italia o all'estero.

La società si interdice di:

- raccogliere risparmio fra il pubblico sotto qualsiasi forma e quant'altro non consentito dalle norme di legge;*
- svolgere le attività della intermediazione mobiliare, della intermediazione finanziaria ed il finanziamento al consumo;*
- esercitare attività per le quali la legge richiede l'iscrizione in appositi albi o specifiche autorizzazioni, se non in possesso dei relativi requisiti”.*

3.2. Capitale sociale.

Il capitale sociale, pari ad euro 600.000,00, risulta ripartito nel modo seguente:

- Sig. *[nome]*, C.F. *[cognome]* residente in *[indirizzo]*, per euro 570.000,00 pari al 95%;
- Sig.ra *[nome]*, C.F. *[cognome]* residente in *[indirizzo]*, per euro 30.000,00 pari al 5%.

3.3. Amministrazione.

L'amministrazione e la legale rappresentanza della Società, come indicato nella visura storica, era affidata al Sig. *[nome]* in qualità di amministratore Unico dal 09/11/2016

4. Svolgimento dell'incarico.

4.1. Finalità dell'incarico

Lo scrivente al fine di esprimere per la redazione di una perizia di valutazione del ramo d'azienda di titolarità della Maes Srl al fine di una procedura competitiva nell'ambito della Composizione Negoziata della Crisi.

4.2. Approccio richiesto all'esperto estimatore.

Nell'affrontare qualsiasi valutazione, l'Esperto Estimatore è chiamato in primo luogo ad individuare le finalità che intende perseguire. Egli deve scegliere, tra le diverse soluzioni metodologiche, quella che meglio delle altre:

- consenta di raggiungere lo scopo della valutazione (cessione/acquisizione di un'azienda; conferimento in natura; fusione o scissione, ecc.);
- si attagli alla realtà specifica del bene o dei beni oggetto di valutazione.

A tal riguardo, il sottoscritto Esperto Estimatore prende atto che le relazioni di stima rese in sede di procedure concorsuali o di composizione negoziata della crisi sono volte a tutelare interessi che, apparentemente, possono rivelarsi come confliggenti: la massimizzazione dell'attivo e la celerità nella sua dismissione.

In tale contesto si tratta, inoltre, di pervenire ad una valutazione quanto più possibile astratta (o *stand alone*), che prescinda cioè dal contesto in cui l'Azienda versa in capo alla Società in stato di crisi o andrà a collocarsi in capo all'eventuale acquirente; razionale, nel senso che poggia su uno schema logico, chiaro e condivisibile; obiettiva, e cioè che sia agevolmente dimostrabile; stabile, nel senso che non dipenda da elementi rapidamente mutevoli.

In pratica, l'Esperto Estimatore, nella scelta metodologica:

- deve privilegiare i metodi che conducono a risultati quanto più possibile oggettivi, considerando l'azienda in modo indipendente dal soggetto che risulta titolare della stessa (e, cioè, dalla Società in stato di crisi);
- deve fondarsi su metodi che determinino il valore dell'Azienda in funzione del temperamento delle esigenze di massimizzazione dell'attivo e della celerità nella sua dismissione.

Nel caso di specie, il valore dell'azienda stimato dall'Esperto Estimatore non necessariamente coincide con il prezzo di acquisto proposto dal promissario acquirente,

attesa la differenza sostanziale fra “valore” e “prezzo”, così come posta in chiara evidenza dall’ampia dottrina, prima economica e poi aziendalistica, formatasi nel corso del tempo.

4.3. Svolgimento dell’incarico.

Il sottoscritto Esperto Estimatore tiene a precisare che il valore corrente degli elementi dell’attivo che compongono il ramo d’azienda oggetto di stima, è stato desunto dal contratto di affitto di azienda tenendo conto degli importi determinati in ipotesi di realizzo.

Di norma, nella stima del valore di un’azienda, i valori correnti vengono confrontati con quelli contabili alla data della valutazione, per effettuare le rettifiche necessarie alla determinazione del patrimonio rettificato.

Il valore del patrimonio d’azienda è stato determinato esclusivamente con riferimento ai valori riportati nella perizia di stima redatta dal Geom. Giorgio Ariaudo.

Per quanto riguarda la determinazione dell’avviamento, sono stati assunti i valori dei ricavi degli ultimi **tre** esercizi (**2022, 2023 e 2024**).

Inoltre, come più sopra chiarito, la valutazione del Ramo d’Azienda è stata espressa in ipotesi “*stand alone*”, considerando cioè lo stesso nelle sue condizioni attuali, ossia prescindendo da ogni valutazione in ordine alle possibili sinergie con eventuali altre attività eventualmente esercitate da *Competitor*, potenziali acquirenti.

5. L'oggetto della valutazione.

5.1. Il ramo d'azienda

5.1.1. Descrizione del ramo d'azienda.

Oggetto di valutazione è il ramo d'azienda di titolarità della società Maes S.r.l e ad integrazione della descrizione presente nel contratto di affitto di ramo d'azienda si riporta la descrizione derivabile dalla perizia del Geom Giorgio Ariaudo.

“I beni oggetto di stima si possono suddividere nelle seguenti categorie:

ATTREZZATURE:

- **COSTRUZIONI LEGGERE**
- **MACCHINARI APPARECCHI ATTREZZATURE**
- **ARREDAMENTI ED ACCESSORI**
- **MACCHINE ELETTRONICHE PER UFFICIO**
- **IMPIANTI INT.SPEC.DI COMUN.SEGNALAZ.**
- **VEICOLI E MEZZI DI TRASPORTO INTERNO**
- **MOBILI E MACCHINE ORDINARIE x UFFICIO**
- **AUTOCARRI**

Fanno parte di questa categoria tutte le attrezzature presenti in stabilimento. Dal momento che le verifiche sono state effettuate su elenchi forniti dalla proprietà e desunti da libri contabili, durante l'inventario si sono evidenziati in rosso i beni non trovati in loco, e pertanto non valorizzati.

MAGAZZINO:

In merito al magazzino Maes, costituito da oltre 10.300 articoli, per un valore complessivo di costo di oltre euro 1.800.000,00 si sono individuate due categorie di beni:

- *Magazzino valorizzato composto da oltre 3800 articoli per un valore di costo pari a circa euro 862.000,00;*
- *Magazzino svalutato composto da oltre 6.491 articoli per un valore di costo pari a circa euro 946.000,00.*

Trattandosi di un elenco beni molto numeroso, si ritiene opportuno allegare al seguente report di valutazione i seguenti allegati:

- *1.0 Elenco beni stima attrezzatura Maes*
- *2.0 Elenco completo magazzino Maes*
- *3.0 Magazzino Maes verifica campione*

Nei file allegati i valori indicati rappresentano i valori di costo storici sostenuti dalla Azienda.

Sui beni realmente presenti a magazzino e valorizzati, si è ritenuto opportuno applicare uno sconto pari al 25% per una vendita in blocco.

Sui restanti beni svalutati si è semplicemente individuato un potenziale ricavo derivante dalla vendita di parte del magazzino per beni con valore superiori a 500 euro.

A fronte dell'inventario effettuato dal 3 al 14 giugno 2025, si può affermare quanto segue:

Magazzino Valorizzato (Euro 862.328,53)

E' stata effettuata una verifica a campione su circa 132 articoli, aventi ciascuno un valore di costo indicato superiore a Euro 1000, per un valore complessivo indicato a magazzino di Euro 273.000. Il risultato della verifica indica un valore complessivo di Euro 171.000.

Su una verifica a campione effettuata su circa 132 articoli per un valore di costo complessivo a magazzino di circa Euro 273.000, (tutti gli articoli aventi valore complessivo a magazzino > 1.000 euro), è emerso che

- sono presenti beni per la cifra complessiva di circa euro 171.000.*

E' stato inoltre rilevato che ci sono articoli per la somma complessiva di circa Euro 67.000 che alla data del sopralluogo non erano più presenti in magazzino.

Tale quantità risulta venduta e/o consegnata in parte con fatture già emesse e in parte con DDT.

Il controllo effettuato porta ad affermare che, alla data del 16/6/25, il Magazzino Maes controllato per articoli con valori complessivi superiori ai 1.000 euro per la somma complessiva di circa Euro 273.000, risulta in realtà di soli Euro 171.000,00 (circa - 38%).

Sulla restante parte di magazzino del valore di circa $862.000 - 273.000 = 589.000$ euro, trattandosi di articoli con valori/quantità inferiori, si ritiene verosimile affermare che le quantità vendute/consegnate siano inferiori a quanto sopra rilevato.

Pertanto si ritiene congruo applicare una percentuale pari al -20% che individuerrebbe un magazzino Maes pari a $589.000 - 20\% = \text{Euro } 471.200,00$.

In conclusione il magazzino Maes Valorizzato avrebbe una consistenza complessiva di $\text{Euro } 171.000,00 + \text{Euro } 471.200,00 = \text{Euro } 642.200,00$ (-26% del magazzino Totale di circa Euro 862.000,00)

A tale valore si ipotizza una vendita in blocco con uno sconto del 25% ottenendo una valutazione di euro 481.000,00

Magazzino Svalutato (- Euro 946.655,15)

In merito al magazzino svalutato è stata effettuata una verifica a campione sugli articoli presenti. Ma lo stato dei luoghi, a fronte della riorganizzazione aziendale, non permette alcun controllo.

I beni sono stati spostati in modo confusionale, accatastati in un unico “mucchio” disordinato, sotto le tettoie poste all'interno del cortile; a fatica con molta difficoltà, su 73 voci significative, è stato possibile individuare le sole voci 1036-6548-6549-6681-6696-6770.

Per cui, se necessitano altre verifiche, è necessario che Maes prima metta ordine su tutti questi beni (circa 6.400 articoli) affinché sia possibile procedere alle verifiche richieste.

In merito a tale magazzino si possono fare le seguenti riflessioni:

Molti articoli sono datati 2009, per cui si tratta di scarti di magazzino, privi di valore commerciale, in quanto datati, vecchi ed obsoleti e a volte di quantità limitate.

Si tratta di piastrelle/sanitari/pezzi speciali, ecc. non più attuali con linee e colori “passati di moda”, impossibili da “piazzare” su immobili nuovi, se non in mercati esteri (forse).

Su circa 6.400 articoli con valore > 0:

- circa 6091 articoli hanno valore a magazzino < 500 euro per un totale di 598.000,00*
- circa 309 articoli hanno valore a magazzino > 500 euro per un totale di 348.000,00*

se si abbassa la forbice a 300 euro si ottiene:

- circa 5671 articoli hanno valore a magazzino < 300 euro per un totale di*

347.000,00

- circa 729 articoli hanno valore a magazzino > 300 euro per un totale di 509.000,00

Ciò detto, nel caso in cui un imprenditore prudente possa fare un ragionamento di massima su beni a magazzino, con articoli che hanno almeno un valore unitario > di 500 euro (cifra che giustificherebbe una sufficiente quantità dello stesso materiale), si potrebbe proporre un acquisto con un'offerta pari al 10% dell'importo dichiarato.

Pertanto si può affermare che per circa 309 articoli che hanno valore a magazzino > 500 euro per un totale di 348.000,00, è possibile tentare una richiesta pari a 34.800 euro.

A questo punto però permane il problema dei circa 6091 articoli che hanno comunque un valore a magazzino pari a 598.000, 00 e che dovranno essere smaltiti.

In conclusione il potenziale incasso di circa 34.800 euro potrebbe contribuire a sostenere in parte i costi dello smaltimento.

In alternativa, vista la difficoltà operativa della gestione di codesto magazzino, la soluzione ottimale sarebbe quella di trovare un soggetto operativo sul mercato che abbia interesse ad acquisire tutto il magazzino svalutato, composto da circa 6.400 articoli con un valore di costo di circa 946.000, ad una cifra compresa tra 1 Euro e 34.800 Euro accollandosi tutti i costi di trasporto, imballaggio, movimentazione materiale, discarica, ecc

Beni strumentali

In merito ai beni strumentali si può precisare che molti dei beni indicati in elenco non sono più presenti in azienda.

Anche in questo caso al valore di liquidazione ordinaria si ipotizza una vendita in blocco con uno sconto del 25% ottenendo una valutazione di euro 89.785,72”.

5.1.2. La Situazione Patrimoniale di riferimento.

I valori adottati in base a quanto indicato nella perizia da parte del Geom Giorgio Ariaudo sono pertanto i seguenti:

RIEPILOGO ATTREZZATURE STIMATE AL VALORE DI LIQUIDAZIONE ORDINARIA	
Totale COSTRUZIONI LEGGERE	Euro 2.570,54
Totale MACCHINARI APPARECCHI ATTREZZATURE	Euro 30.174,20
Totale ARREDAMENTI ED ACCESSORI	Euro 14.851,25
Totale MACCHINE ELETTRONICHE PER UFFICIO	Euro 2.835,87
Totale IMPIANTI INT.SPEC.DI COMUN.SEGNALAZ.	Euro 1.558,15
Totale VEICOLI E MEZZI DI TRASPORTO INTERNO	Euro 51.453,91
Totale MOBILI E MACCHINE ORDINARIE PER UFFICIO	Euro 5.406,77
Totale AUTOCARRI	Euro 10.863,59
Totale SPESE MANUTENZIONE DA AMMORTIZZARE	Euro 0,00
Totale Generale	Euro 119.714,29
vendita in blocco (-25%) Valore di liquidazione ordinario	Euro 89.785,72
MAGAZZINO MAES SRL	Euro 642.200,00
vendita in blocco (-25%) Valore di liquidazione ordinario	Euro 481.650,00
MAGAZZINO MAES SRL - SVALUTATO -	
Valore compreso tra 1 euro e 34.800,00 Valore medio	Euro 17.400,00
<u>TOTALE GENERALE (iva esclusa)</u>	<u>Euro 588.835,72</u>
<u>che si arrotonda ad</u>	<u>Euro 589.000,00</u>

5.1.3. Descrizione dei beni.

Il ramo d'azienda come risulta dalla perizia del Geom Ariaudo ed in particolare dal suo rapporto descrittivo è sorto dall'attività della "società "Maes srl", con sede in Savigliano (CN), Via Montebianco, 14, che è una società storica, fondata nel 1962 come rivendita specializzata nella commercializzazione all'ingrosso e al dettaglio di piastrelle, pavimenti, rivestimenti e arredo bagno.

La crescita repentina del volume delle richieste e delle vendite, spinge l'azienda ad ampliare la gamma dei prodotti offerti al settore sanitario e all'arredobagno. Maes

propone i migliori marchi della produzione italiana ed internazionale.

Uno dei punti di forza dell'azienda sono i servizi offerti: personale qualificato ed un servizio di assistenza globale. Infatti, l'azienda si avvale di team di esperti per la posa dei materiali scelti dai propri clienti, grazie ad una collaborazione oramai consolidata con il consorzio

La Maes si presenta, oggi, come una realtà altamente specializzata, in grado di soddisfare le più svariate esigenze nel settore dell'arredo tecnico indoor e outdoor, ad uso residenziale o contract.

Lo sviluppo della Maes si deve alla competenza e all'imprenditorialità della famiglia , che ha saputo evolversi nel tempo mantenendo la filosofia iniziale: altissimi standard qualitativi dei prodotti e dei servizi offerti. A tutto questo oggi si affianca una nuova sfida, sull'onda dei trend più moderni, quella della vendita online, grazie alla creazione della sezione "store" all'interno del sito aziendale.

I beni pronti per la commercializzazione (in parte imballati) sono collocati all'interno degli ampi uffici e capannoni ubicati in Via Montebianco a Savigliano".

6. I metodi di valutazione e la loro scelta.

6.1. Breve disamina dei metodi valutativi.

Di seguito vengono succintamente esaminati i principali metodi di valutazione, al fine di individuarne la compatibilità con il caso di specie.

6.2. Il metodo patrimoniale semplice.

Il metodo patrimoniale semplice consiste nella valutazione di beni compositi, tenuto conto degli elementi dell'attivo e del passivo che li compongono.

6.3. Il metodo patrimoniale complesso.

Il metodo patrimoniale complesso costituisce un'integrazione del metodo patrimoniale semplice, in quanto consente di attribuire un valore separato a taluni beni intangibili. Esso assume particolare significato in presenza di ingenti valori di beni immateriali, ammesso che la relativa 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. Attraverso tale metodo il valore del capitale economico è determinato sommando il valore degli elementi intangibili (non risultanti dalla situazione patrimoniale di riferimento) al patrimonio netto rettificato:

$$W = PNR + V.IMM$$

ove:

W = valore del capitale economico

PNR = valore del patrimonio netto rettificato

V.IMM = valore delle immaterialità non contabilizzante, aventi o non aventi valore di mercato

6.4. Il metodo reddituale.

Utilizzando il metodo reddituale puro, il valore di un bene è determinato unicamente in funzione dei redditi che, in base alle attese, esso sarà in grado di produrre.

Tale metodo è indicato per beni ed aziende operanti in condizioni di equilibrio economico stabile e duraturo, senza particolari problemi finanziari e che sfruttano adeguatamente la loro capacità produttiva. Eventuali beni estranei al processo produttivo debbono ovviamente essere separatamente valutati mediante metodi appropriati.

A seconda delle prospettive future e dei dati di cui si dispone, i metodi reddituali possono trovare applicazione secondo tre modalità di calcolo differenti, che possono essere sintetizzate come segue:

- attualizzazione del reddito medio normale atteso: tale processo corrisponde all'ipotesi di durata indefinita nel tempo del reddito atteso e si traduce in una formula valutativa che corrisponde al valore attuale di una rendita perpetua;
- attualizzazione del reddito medio normale atteso per un periodo definito di anni: essa poggia sull'ipotesi di una durata limitata nel tempo del reddito e conduce, in buona sostanza, al valore attuale di una rendita annua posticipata di durata pari ad un numero limitato di anni;
- attualizzazione dei redditi analiticamente previsti per un certo numero di anni, completata dalla determinazione di un valore terminale stimato sulla base del reddito atteso al termine del periodo oggetto di previsione analitica: si tratta, come è agevole rilevare, di un metodo di valutazione composito rispetto a quelli in precedenza indicati.

6.5. Il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento.

Il metodo in questione si fonda sul presupposto che il reddito prospettico comprenda una quota di sovra-reddito (o sotto-reddito) destinata a venire meno nel tempo.

6.6. Il metodo misto con valutazione controllata delle immobilizzazioni.

Tale metodo è indicato per la valutazione di aziende in difficoltà o appartenenti a settori in crisi, per le quali il rinnovo degli impianti non è conveniente. In queste condizioni, l'investitore si pone, infatti, quale limite temporale di sfruttamento, quello della vita utile degli impianti; momento a partire dal quale gli stessi – non presentando più alcuna utilità – perdono ogni significativo valore. Si tratta di un metodo compatibile solo con le realtà aziendali che non sono in grado di ripristinare un'adeguata redditività.

6.7. Il metodo misto EVA.

Il metodo *EVA* (*Economic Value Added*) nasce come metodo di determinazione delle *performance* aziendali e, successivamente, viene applicato anche come criterio di valutazione. Il risultato della valutazione differisce da quanto determinabile sulla base del risultato di bilancio in quanto essa:

- muove dalla grandezza di reddito residuale (Nopat: Net Operating Profit After Tax) al fine di tenere conto del costo derivante dall'uso di tutti i capitali investiti, sia propri sia di terzi;
- fa riferimento ad una nozione di reddito normalizzato, vale a dire corretto al fine di minimizzare le distorsioni derivanti dall'applicazione dei principi e delle convenzioni contabili.

Costituisce una variante del metodo EVA, il metodo *RAB (Regulated Asset Base)* che trova applicazione nei segmenti di attività soggetti a regolamentazione, per i quali il volume dei ricavi riconosciuti è determinato in base al capitale riconosciuto dall'autorità di regolamentazione.

6.8. Il metodo Discounted Cash Flow.

Il metodo finanziario – conosciuto con il nome di *DCF (Discounted Cash Flow)* – è il metodo di valutazione più diffuso, consistente nell'attualizzazione dei flussi di cassa. Si tratta di un metodo di generale applicazione, in grado di attribuire un valore a qualsiasi bene, indipendentemente dalle sue caratteristiche. È, infatti, indubbio che il valore effettivo di ogni bene o complesso di beni corrisponde ai flussi di cassa che questo genererà in futuro.

Per converso, l'affidabilità delle stime circa la misura e il tempo in cui le risorse finanziarie si genereranno deve, nella pratica, fare i conti con la difficoltà di previsione dei flussi finanziari ed impone pertanto l'attenta verifica del risultato attraverso metodi di controllo.

6.9. I metodi dei multipli.

Il metodo dei multipli consente di determinare il valore di una società sulla base dei prezzi negoziati per titoli rappresentativi di quote del capitale di imprese comparabili in base al rapporto tra la loro capitalizzazione borsistica e parametri diversi, quali, a seconda dei casi, l'utile netto, l'*EBIT*, l'*EBITDA*, il *Cash Earning*, il fatturato, il *Book Value*.

Le valutazioni così condotte si fondano su due ipotesi principali:

- la sussistenza di un rapporto di proporzionalità diretta tra le variazioni del valore della società e quelle della grandezza economica scelta come parametro di performance;

- la sostanziale analogia dei saggi di crescita attesi, dei flussi di cassa aziendali e del tasso di rischio tra la realtà oggetto di valutazione e quelle comparabili.

Quando entrambe le due ipotesi siano verificate, il metodo dei multipli fornisce una misura del prezzo addirittura più attendibile rispetto a quella ottenuta con i metodi basati sui flussi finanziari (*DCF*), poiché evita le stime proprie del metodo finanziario e assume direttamente dal mercato, attraverso appunto i multipli, le attese di crescita dei risultati e l'apprezzamento del rischio.

Il suo momento critico risiede nell'elevata variabilità dei risultati che ne derivano, in conseguenza della volatilità dei corsi di borsa. Al fine di attenuare tale volatilità occorre porre una particolare attenzione nella selezione e nel calcolo dei multipli, distinguendosi tra:

- multipli correnti (multipli spot), determinati confrontando il corso medio di borsa con le grandezze dell'ultimo bilancio disponibile;

$$P_O/E_{TO}$$

ove:

E_{TO} = utili per azione dell'ultimo esercizio

- multipli trailing, determinati confrontando il corso medio di borsa dell'ultimo anno con i risultati desunti dai dodici mesi precedenti alla data di riferimento assunta ai fini del calcolo degli indici. Essi vengono ricavati dai dati diffusi dalle società quotate mediante la disamina delle ultime quattro relazioni finanziarie trimestrali o dell'ultima relazione finanziaria semestrale;

$$P_O/E_{LTM}$$

ove:

E_{LTM} = (*LTM: Last Twelve Months*) utili per azione del periodo relativo ai 12 mesi precedenti

- multipli leading, determinati confrontando il corso medio di borsa con i risultati attesi per l'esercizio successivo ed i seguenti, sulla base dei consensi delle previsioni degli analisti. Trattasi in genere di consensus forecast

pubblicati da associazioni di analisti finanziari come l'IBES (International Brokers Estimate Service) e Datastream. Questi multipli però sono soggetti a una seria restrizione, in quanto non riconoscono la differenza fra crescita che genera valore e crescita che non ne genera e presentano, pertanto, una difficoltà applicativa sotto il profilo logico. L'unico contesto in cui essi possono assumere significato riguarda le società c.d. Value per le quali è prevista crescita degli utili senza reinvestimento degli stessi;

$$P_O/E_{TI}$$

ove:

E_{TI} = utili per azione attesi per l'esercizio successivo

Occorre distinguere infine tra:

- multipli che si riferiscono al valore di mercato del solo capitale (Equity Value), quali il P/E (Price/Earning), il P/CE (Price/Cash Earning), il P/BV (Price/Book Value);
- multipli che hanno quale punto di riferimento il valore totale dell'impresa (EV: Enterprise Value), quali l'EV/EBIT, l'EV/EBITDA, l'EV/Sales.

È opportuno ancora osservare che il fatturato e il *Book Value*, non rappresentano di per sé la capacità di creare valore e, diversamente dalle grandezze riferite ai risultati economici, sono in grado di determinare il valore della società solo in via indiretta e, pertanto, quando non si presentino rilevanti asimmetrie di redditività tra le diverse realtà comparate.

In ogni caso, occorre osservare che i multipli di mercato risentono sia della crescita attesa, sia dei livelli di *payout* e di *ROE*.

7. Scelta del metodo valutativo.

Tenuto conto dell'ampia varietà di metodi sopra illustrata, la scelta del metodo di valutazione da applicarsi alle Aziende *de quibus* è stata effettuata avendo riguardo alle caratteristiche patrimoniali e operative delle stesse e alle peculiari finalità della stima.

In particolare, è stato scelto come metodo di valutazione il metodo patrimoniale complesso, in quanto in grado di esprimere adeguatamente il valore delle Aziende,

tenendo in debito conto anche il valore degli *intangibile* (avviamento nella sua più ampia accezione) che ne fanno parte.

Tale scelta prende le mosse da quanto affermato nella Circolare n. 12/2014 di ASSONIME, sulle novità introdotte dal Decreto Legge “Destinazione Italia” n. 145/2013, in ordine alla vendita dell'azienda in esercizio di società sottoposte ad amministrazione straordinaria, ove si precisa che il medesimo Decreto Legge è *«intervvenuto, infine, sulla disciplina delle operazioni di vendita dell'impresa soggetta alla procedura di amministrazione straordinaria, prevedendo che l'articolo 63 del decreto legislativo 8 luglio 1999, n. 270 deve interpretarsi nel senso che il valore determinato ai sensi del primo comma dello stesso articolo non costituisce un limite inderogabile ai fini della legittimità della vendita.*

Per comprendere il senso e gli effetti della nuova disposizione occorre ricordare come l'articolo 63 del D.Lgs. 270/1999 sancisca alcune disposizioni speciali per la vendita di aziende in esercizio, volte a favorire la prosecuzione dell'attività e il mantenimento dei livelli occupazionali per almeno un biennio.

In base a tale disposizione l'individuazione del prezzo di vendita da parte degli esperti nominati dal commissario straordinario, deve essere effettuata tenendo conto della redditività, anche se negativa, all'epoca della stima e nel biennio successivo. In altre parole, al valore dell'impresa al momento della stima deve essere sottratto, il cd. badwill, ossia l'eventuale e probabile perdita di gestione che si verificherà nel biennio successivo, sebbene questa possa essere individuata soltanto in via astratta. A fronte di questa riduzione del prezzo l'acquirente deve obbligarsi a proseguire per almeno un biennio le attività imprenditoriali e a mantenere per il medesimo periodo i livelli occupazionali stabiliti nell'atto di vendita.

Sulla base di tale disposizione si è posta la questione se una volta determinato il prezzo seguendo questo criterio, esso costituisca un vincolo per la legittimità dell'operazione di vendita oppure se l'organo gestore della procedura possa individuare come accettabili anche prezzi inferiori, qualora ciò sia ritenuto indispensabile per salvaguardare l'unità operativa dei complessi aziendali e l'unità dell'operazione.

Secondo un orientamento dottrinale, la finalità dell'indicazione del metodo di determinazione del prezzo mediante la considerazione del badwill biennale non sarebbe tanto quella di fissare un limite al di sotto dal quale il prezzo di vendita non possa scendere, quanto piuttosto quella di individuare sin da subito un prezzo realistico che

tenga conto della necessità di mantenere l'occupazione per un certo tempo e, dunque, della probabile perdita d'esercizio che ne potrebbe derivare. Qualora a fronte del prezzo così individuato non si rinvenissero potenziali acquirenti sarebbe più ragionevole determinare un prezzo inferiore, piuttosto che cessare l'azienda e vendere atomisticamente i beni, ricavandone verosimilmente una somma ancora più bassa da ripartire tra i creditori.

Sul punto la giurisprudenza, tuttavia, si è espressa in modo contrario osservando come essendo poste a tutela di interessi generali, quali quelli dei creditori, quello dei lavoratori, nonché quello della conservazione del patrimonio produttivo, le disposizioni contenute negli articoli 62 e 63 del decreto 270/99 assumono il carattere di norme imperative e rappresentano un limite inderogabile al potere discrezionale sia del commissario straordinario che dell'autorità ministeriale. In quanto tali, la loro violazione determina la nullità dell'attività negoziale conclusiva della procedura di vendita e l'illegittimità degli atti ad esse prodromici.

La norma in commento interviene, dunque, per dirimere la questione aderendo all'orientamento dottrinale su indicato e chiarendo che il valore determinato secondo il criterio del badwill, sebbene debba ritenersi il valore al quale le operazioni di vendita debbano almeno tendere, non rappresenti un limite inderogabile dalla cui violazione far derivare l'illegittimità della vendita stessa.

Per espressa previsione della norma rimane, però, fermo l'obbligo dell'acquirente di proseguire per un biennio l'attività e di mantenere per lo stesso periodo i livelli occupazionali previsti dall'atto di vendita, nonché quello per il commissario di scegliere l'acquirente tenendo conto, oltre che dell'ammontare del prezzo offerto, dell'affidabilità dell'offerente e del piano di prosecuzione delle attività imprenditoriali, anche con riguardo alla garanzia del mantenimento dei livelli occupazionali».

Ai fini della scelta del metodo valutativo, il sottoscritto Esperto Estimatore ritiene inoltre opportuno richiamare quanto indicato nel Documento “La valutazione delle aziende in crisi: spunti e riflessioni”, emesso dalla FONDAZIONE NAZIONALE COMMERCIALISTI in data 31 luglio 2015; in particolare viene evidenziato quanto segue: «[...] i metodi diretti appaiono di più difficile applicazione, poiché le aziende in crisi vivono situazioni molto particolari, per cui l'identificazione di operazioni o realtà comparabili appare difficile. Nonostante questo, sembra che anche OIV prenda in

considerazione la circostanza per cui, potenzialmente, le valutazioni comparative di mercato possano, presi specifici accorgimenti, essere adottate anche per la valutazione delle imprese distressed (OIV 2015, III.1.29).

Altra autorevole dottrina, tuttavia, ha fornito attente considerazioni sui metodi che meglio si prestano, sempre in termini generali, a fornire una valutazione delle aziende in crisi. Tali disamine partono, tuttavia, tutte dal presupposto implicito che qualsiasi valutazione debba essere considerata come un fenomeno a sé stante. La generalizzazione dei criteri ritenuti “preferibili” non può, quindi, che riferirsi a una situazione astratta e, per questo, potenzialmente non replicabile in circostanze specifiche.

Ciò detto, si condivide l'ipotesi degli studiosi che hanno rilevato come il metodo di valutazione d'azienda che possa essere più proficuamente applicato per le aziende in perdita sia il metodo misto patrimoniale-reddituale (Guatri-Bini 2007, Zanda G. et al 2005, Cordazzo-Rossi 2014).

Nella prospettiva sopra delineata, il metodo misto patrimoniale con stima autonoma del goodwill nella sua versione più conosciuta e applicata nella prassi può essere espresso per mezzo della seguente formula:

$$W = K + an^{-i} (R - Ki)$$

ove:

W = valore dell'azienda

K = capitale netto rettificato

$an^{-i} (R - Ki)$ = badwill, in cui specificatamente:

n = orizzonte temporale

i = costo del capitale

R = reddito medio normalizzato atteso».

8 Applicazione del metodo di valutazione.

8.1. Individuazione del metodo.

Ai fini dell'applicazione del metodo patrimoniale complesso viene attribuito ai singoli beni, diversi dagli *intangibile*, un valore corrispondente a quello sopra descritto, nell'ipotesi di un'impresa in funzionamento. Quanto invece ai beni immateriali (Avviamento nella sua più ampia accezione), il sottoscritto Esperto Estimatore ha adottato un metodo improntato sulla determinazione di un tasso di *extra*-redditività, teso a quantificare il contributo degli *intangibile* alla generazione del reddito complessivo.

Il valore dell'Azienda può essere dunque espresso con la formula seguente:

$$V = PNR + M$$

ove:

V = valore dell'Azienda

PNR = patrimonio netto rettificato (esclusi i beni immateriali e le poste finanziarie)

M = valore degli *intangibile*.

8.2. Valore degli elementi patrimoniali diversi da quelli immateriali.

Alla luce di quanto sopra rappresentato il valore degli elementi patrimoniali riferibili al ramo d'azienda:

RIEPILOGO ATTREZZATURE STIMATE AL VALORE DI LIQUIDAZIONE ORDINARIA	
vendita in blocco (-25%) Valore di liquidazione ordinario	Euro 89.785,72
vendita in blocco (-25%) Valore di liquidazione ordinario	Euro 481.650,00
MAGAZZINO MAES SRL - SVALUTATO -	
Valore compreso tra 1 euro e 34.800,00 Valore medio	Euro 17.400,00
TOTALE GENERALE (iva esclusa)	Euro 588.835,72
<u>che si arrotonda ad</u>	<u>Euro 589.000,00</u>

8.3. Valore degli elementi patrimoniali immateriali (*intangible*).

8.3.1. Individuazione dei metodi di valutazione.

Nella scelta metodologica il sottoscritto Esperto Estimatore ha privilegiato metodi che consentissero di condurre a risultati quanto più possibile oggettivi, prescindendo da eventuali ulteriori vantaggi (soprattutto in termini di sinergie) che potrebbero derivare in capo al potenziale acquirente.

Nella valutazione degli *intangible*, potrebbero rendersi astrattamente applicabili i seguenti metodi:

- metodi basati sui costi di riproduzione;
- metodi economico-redditali o finanziari;
- metodi sintetici.

I metodi basati sui costi di riproduzione, frequentemente utilizzati per *intangible* di diversa natura (quali brevetti e *software*), non trovano invece agevole impiego per l'avviamento inteso nella sua più ampia accezione, a causa della varietà e della complessità della struttura dei costi per lo sviluppo di tale bene immateriale.

Tali metodi, inoltre, risultano di complessa applicazione, a causa delle difficoltà di definire il costo teorico delle campagne pubblicitarie necessarie alla *captatio benevolentiae* generata nei confronti della clientela.

I metodi analitici (economico-redditali o finanziari) tendono a quantificare l'apporto che gli *intangible* forniscono alla redditività aziendale e, conseguentemente, ai flussi finanziari. Attraverso tali metodi, il valore degli *intangible* è fatto pari al valore attuale dei redditi differenziali procurati dagli stessi per un determinato numero di anni. L'elemento critico di tali metodi risiede nella difficoltà di determinare i redditi differenziali attesi durante la vita utile dell'*intangible* in questione, tenendo conto dei costi per sostenere gli stessi.

Il sottoscritto Esperto Estimatore ritiene di non disporre di elementi tali che consentano una determinazione – in via analitica – attendibile dei redditi differenziali in questione, tenuto conto, da un lato, che la Società che attualmente detiene gli *intangible* è stata dichiarata fallita, dall'altro, che non può essere neppure stimata la struttura economico-finanziaria del potenziale Acquirente; pertanto, esclude di potersi avvalere di tali metodi.

I metodi sintetici costituiscono, di fatto, il confine tra le tecniche riferite ai risultati analitici ed i criteri empirici, in quanto si fondano sull'attualizzazione dei flussi

di extra-reddito ottenibili sul mercato grazie all'utilizzo degli *intangibile*, assumendo a riferimento il fatturato.

I metodi in oggetto si fondano, quindi, sull'individuazione di un tasso di extra-redditività, derivante dallo sfruttamento del *goodwill*. La valutazione degli *intangibile* in base alla logica del tasso di redditività è data quindi dal valore attuale degli *extra-redditi*, su un arco temporale pari alla presunta vita economica residua.

Il sottoscritto Esperto Estimatore, tenuto conto delle considerazioni sopra svolte, ritiene opportuna l'adozione di tale metodo, la cui formula espressiva può essere come di seguito rappresentata:

$$W_m = R \cdot a_n - i_m$$

Ove:

W_m = valore degli *intangibile* oggetto di stima

R = ammontare annuo dei flussi di *extra-reddito*.

n = orizzonte temporale di attualizzazione, corrispondente alla vita utile residua dei segni distintivi

i_m = tasso di attualizzazione

Il procedimento di calcolo richiede la quantificazione dell'ammontare del tasso di *extra-redditività*. In assenza di riscontri oggettivi, può essere utilizzato un procedimento finalizzato alla definizione di un tasso di redditività "ideale". A tal fine occorre procedere alla determinazione dei seguenti dati:

- la grandezza economica di riferimento nell'ambito aziendale, cui applicare il coefficiente espressivo del tasso di *extra-redditività*;
- il coefficiente espressivo del tasso di *extra-redditività*;
- il periodo espresso in numero di anni per i quali è ragionevole ipotizzare la proiezione nel tempo della *extra-redditività*.

Relativamente al coefficiente espressivo del tasso di *extra-redditività*, in assenza di indicazioni certe o attendibili in relazione a tutti gli aspetti menzionati, nella pratica si ricorre a stime di carattere empirico.

Nel caso di specie gli *intangibile* che fanno capo all'Azienda sono caratterizzati:

- da una posizione nel territorio di presenza;

- dall'andamento delle prospettive del mercato in generale e dall'evoluzione del mercato specifico;
- dalla dinamica delle vendite.

Tenuto conto di quanto sopra, il sottoscritto Esperto Estimatore assume – in via estremamente prudentiale – un tasso di *extra*-redditività, espressione del contributo dell'avviamento nella sua più ampia accezione alla generazione del reddito complessivo, pari all'**0,5%**.

Al proposito egli ritiene, peraltro, opportuno sottolineare come la *vis atractiva* degli *intangibile* sia tale, pur nella prospettiva di massima prudenza, da incorporare il valore integrale attribuito ai beni materiali, che, per mere ragioni metodologiche, è stato tenuto distinto. Con la conseguenza che l'eventuale azzeramento del valore dei beni materiali per cause (es. rivendicazioni di terzi) che, in questa sede, non è dato individuare, non condurrebbe ad un valore dell'Azienda inferiore a quello derivante dalla somma dei beni materiali ed immateriali, sul riflesso che una minima variazione del tasso assunto a riferimento coprirebbe, oltre alla *extra*-redditività, la redditività normale.

8.3.2. Vita residua degli *intangibile* assunta nella valutazione.

Proseguendo nel processo valutativo, occorre ora stimare la vita utile residua (*n*) dell'avviamento nella sua più ampia accezione. A tal riguardo, il sottoscritto Esperto Estimatore ritiene accettabile – pur tenuto conto della capacità attrattiva dell'avviamento medesimo, nonché della sua significativa caratterizzazione – assumere una vita utile residua non illimitata, ma di ricondurla nei limiti di **3 anni**.

Tale scelta è motivata da ragioni assolutamente prudentiali, tenuto conto che la dottrina anglosassone, muovendo dal presupposto che l'avviamento è un bene di durata illimitata, suggerisce di considerare illimitata la “rendita” che ne consegue.

Al riguardo, occorre inoltre tenere conto che l'avviamento non è soggetto a meccanismi di obsolescenza tecnologica, né può considerarsi esposto – quantomeno in misura apprezzabile – al degrado derivante da modificazioni dei gusti e delle abitudini dei consumatori.

8.3.3. Ricavi cui applicare il tasso di extra-reddittività.

Ulteriore elemento occorrente è quello dei ricavi (S) ai quali applicare il tasso di extra-reddittività. Nella determinazione di tali ricavi, ai fini della presente stima, è stata assunta la media dei ricavi degli ultimi tre esercizi.

MAES SRL	RICAVI
Ricavi Esercizio 2024	€ 2.747.912
Ricavi Esercizio 2023	€ 3.112.252
Ricavi Esercizio 2022	€ 4.429.225
<u>Media Ricavi</u>	<u>€ 3.429.796</u>

In conclusione, ne è derivato un valore di ricavi medi pari a: **Euro 3.429.796** con riferimento al ramo d'azienda

8.3.4. Tasso di crescita dei ricavi e dei flussi di extra-reddito.

Ai fini della presente valutazione occorre inoltre tenere conto del tasso nominale di crescita g_m dei ricavi, comprensivo del tasso di inflazione atteso, compatibile con le proiezioni macro-economiche e con le prospettive del settore. Per le ragioni prudenziali sopra illustrate, tale tasso viene assunto in misura pari a **zero euro**.

8.3.5. La determinazione del flusso annuo di extra-reddito.

In via preliminare, il sottoscritto Esperto Estimatore rileva che i principi contabili internazionali, in materia di *impairment test*, precisano che nella stima dei flussi economici o finanziari non è opportuno tenere conto delle imposte sul reddito (*I.A.S.* n. 36, § 43). Lo *I.A.S.B.* ha giustificato il ricorso a flussi economici o finanziari prima delle imposte con l'esigenza di evitare complessi calcoli iterativi, sulla base della considerazione che l'attualizzazione dei flussi al netto delle imposte ad un tasso di attualizzazione anch'esso al netto delle imposte, in teoria, conduce allo stesso risultato della attualizzazione dei flussi prima delle imposte mediante tassi di attualizzazione lordi (v. § B68 – B72 dell'appendice B allo *I.A.S.* n. 36).

Occorre peraltro ribadire che i premi sistematici per il rischio sono espressi in grandezze al netto dell'imposta. Pertanto, laddove per la determinazione del tasso di

attualizzazioni si adottì – come nel caso di specie – una metodologia *C.A.P.M.* (*Capital Asset Pricing Model*), occorre tenere conto anche di flussi economici al netto delle imposte. Per tale ragione, il sottoscritto Esperto Estimatore ha tenuto conto di flussi di *royalty* al netto delle imposte.

Il carico impositivo è stato assunto dal sottoscritto Esperto Estimatore nella misura propria di un'impresa commerciale, approssimativamente pari al 28%. Ne è derivato un volume di flussi extra-redдитuali annui lordi pari a:

Media Ricavi	€	3.429.796
Tasso di extra-redditività		0,50%
Extra-Reddito Lordo	€	17.149
Aliquota d'Imposta		28,00%
Extra-Reddito Netto	€	12.347

- **Euro € 17.149** con riferimento al ramo d'azienda corrispondenti a flussi netti pari a:
- **Euro € 12.347** con riferimento al ramo d'azienda

8.3.6. La determinazione del tasso di attualizzazione. Considerazioni preliminari.

In ordine al tasso di attualizzazione, non può non rilevarsi che il tema se esso vada assunto al netto o al lordo delle imposte è oggetto di vivaci dibattiti in dottrina. Sul punto è stato osservato che *«si può dimostrare che se si trascurano le imposte personali, il tasso risk free da utilizzare ai fini del calcolo del cost of equity deve essere al lordo di imposta, mentre se si considerano le imposte personali, il tasso da utilizzare dovrebbe essere pari a un tasso defiscalizzato per il fattore $(1 - t_c)/(1 - t_d)$ (dove: t_c = aliquota fiscale societaria e t_d = aliquota fiscale personale sui proventi dei titoli di Stato)»*¹.

¹ GUATRI, *op. cit.*, pag. 81. L'espressione $i = r_f + \beta \times (r_e - r_f)$ ha valenza unicamente in assenza di imposte. Peraltro, laddove l'aliquota personale delle imposte sui redditi di capitale (dividendi e *capital gains*) è allineata a quella sugli interessi, essa può sostanzialmente essere applicata senza particolari precauzioni. Infatti, dal seguente approccio sottostante alla costruzione del tasso:

$$i = r_f \times (1 - t_c) / [(1 - t_c) \times (1 - t_{pc}) / (1 - t_{pd})] + [r_e - r_f \times (1 - t_c) / [(1 - t_c) \times (1 - t_{pc}) / (1 - t_{pd})]] \times \beta$$

ove

t_c = aliquota dell'imposta sulle società

t_{pc} = aliquota dell'imposta delle persone fisiche sui redditi di capitale

t_{pd} = aliquota dell'imposta delle persone fisiche sugli interessi

ci si può agevolmente avvedere che quando t_{pc} è pari a t_{pd} si ritorna alla formula iniziale.

Peraltro, si deve osservare che i premi sistematici per il rischio sono espressi al netto delle imposte, in quanto calcolati quale differenza tra il rendimento delle azioni, al netto delle imposte a carico di un investitore privato, rispetto a quello dei titoli di Stato, sempre al netto delle relative imposte gravanti sull'investitore privato. Occorre infatti tenere conto che il processo di defiscalizzazione consistente nella divisione dei tassi per $(1 - t)$, laddove t è l'aliquota d'imposta applicabile, in realtà non è sempre applicabile e richiede alcune accortezze in sede di impiego. È stato, al riguardo, osservato² che esso è esente da imprecisioni solo se i flussi economici generati sono costituiti da rendite perpetue e il rapporto dell'indebitamento sull'*Equity* si mantiene costante per tutto il periodo di osservazione³. Più ci si discosta da tale situazione e più sono probabili imprecisioni e disallineamenti, il cui superamento può avere luogo comparando il risultato dell'applicazione di tassi *post-tax* con quello dei tassi *pre-tax*, al fine di assumere, attraverso iterazioni successive, un tasso *pre-tax*, affinché il risultato che ne deriva non si discosti da quello determinato con i tassi *post-tax*.

La rimozione più agevole di tale problema si ha solo applicando un tasso di attualizzazione al netto del carico impositivo ed è questo l'approccio che viene adottato ai fini della presente stima, attraverso l'assunzione di tassi *risk free* al netto del corrispondente carico fiscale, nella misura del 12,50% attualmente in vigore.

Sempre in ordine alla scelta del tasso di attualizzazione, che deve esprimere i rischi associabili all'investimento, il sottoscritto Esperto Estimatore – per ragioni di prudenza – ritiene di non tenere conto della leva finanziaria e, pertanto, procede ad una valutazione dell'avviamento attraverso un processo *equity side*, in quanto un approccio *assets side* non consente di capire quale parte del valore sia riferibile al bene in quanto tale e quale parte alla scelta di finanziamento, tenuto conto dell'incertezza in ordine alla struttura finanziaria del potenziale Acquirente.

In tale processo, il sottoscritto Esperto Estimatore ha tenuto conto della misura del costo del capitale proprio del settore specifico, mediante la Metodologia *C.A.P.M.* (*Capital Asset Pricing Model*), sulla base della formula di seguito rappresentata:

$$i = r_f + \beta \cdot r_p$$

² MASSARI, *Finanza aziendale Valutazione*, Milano, 1998, pag. 70.

³ Nelle “*basis for conclusions*” dello IAS 36 (§ BCZ85) si rileva, ad esempio, che il tasso di attualizzazione *pre-tax* non è sempre pari al tasso di attualizzazione *post-tax* lordizzato attraverso l'aliquota *standard* delle imposte e, a tal riguardo, riportano un esempio numerico.

Ove:

r_f = rendimento dei titoli privi di rischio (al netto del carico impositivo)

β = coefficiente di rischio specifico proprio del settore

r_p = premio per il rischio sistematico riconosciuto dal mercato

Peraltro, è noto che – in matematica finanziaria – per la determinazione di un tasso composto non è consentito procedere alla mera somma o sottrazione dei tassi che lo compongono, ma occorre procedere attraverso operazioni di moltiplicazione e divisione dei relativi coefficienti. Pertanto, ancorché esposta nella sua formulazione sostanziale, ai fini dei calcoli la formula applicata è quella finanziariamente corretta:

$$i = [(1 + r_f) \cdot (1 + \beta \cdot r_p)] - 1$$

La tecnica alternativa, conosciuta come Metodologia *WACC* (*Weighted Average Cost of Capital*), che corrisponde al Costo Medio Ponderato del Capitale, inteso come il costo che la Società deve sostenere per raccogliere risorse finanziarie presso soci e terzi finanziatori, non avrebbe alcun senso nel caso di specie⁴; infatti, nella prospettiva della cessione dell'Azienda ad economie terze, a nulla rileva il costo del debito proprio della Società Cedente.

8.3.7. Il tasso di remunerazione degli investimenti privi di rischio.

Il saggio normale di remunerazione degli investimenti senza rischio, o comunque caratterizzati da rischio così basso da poter essere considerato sostanzialmente nullo, è rappresentato, per prassi comunemente accettata, dal tasso di

⁴ Si tratta di una media ponderata tra il costo del capitale proprio ed il costo del debito, con "pesi" rappresentati dai mezzi propri e dai debiti finanziari complessivi. La formula può essere come di seguito rappresentata:

$$WACC = K_e \cdot E / (D + E) + K_d \cdot (1 - t) \cdot D / (D + E)$$

ove:

K_e = Costo del capitale proprio (determinato con metodologia CAPM di cui nel seguito)

E = Patrimonio netto

D = Indebitamento finanziario

K_d = Costo dell'indebitamento finanziario

t = aliquota fiscale

interesse dei titoli fruenti del *rating* più elevato e tipicamente dal rendimento dei titoli di Stato. Al riguardo, la dottrina prevalente, anche di matrice nordamericana, caldeggia l'utilizzo di tassi relativi a titoli di durata superiore a cinque anni, sconsigliando comunque il riferimento a titoli di lungo termine.

Ai fini della determinazione del rendimento nominale degli investimenti *free risk*, è stato assunto un tasso al lordo d'imposta del 2,50%, che corrisponde ad un tasso al netto d'imposta del **1,85%**.

Free Risk Rate (al lordo d'imposta)	2,50%
Imposta	26,00%
Free Risk Rate (al netto d'imposta)	1,85%
Premio per il rischio sistematico	6,70%
Coefficiente di rischio beta	0,70
Tasso i con m	6,63%

8.3.8. Il premio per il rischio.

Come già detto, l'intensità del rischio d'impresa è composta da un rischio sistematico r_p pari ad $(r_e - r_f)$ e da un coefficiente di rischio specifico " β " e può essere meglio illustrata dalla seguente formula:

$$\text{premio per il rischio specifico} = (r_e - r_f) \cdot \beta$$

Ove:

r_e = tasso di rendimento degli investimenti azionari

r_f = rendimento dei titoli privi di rischio

β = coefficiente di rischio specifico

Il rischio sistematico è proprio di ciascun mercato azionario e viene stimato nella misura del differenziale, rispetto al rendimento degli investimenti privi di rischio, del rendimento degli investimenti azionari per periodi di tempo anche molto prolungati: al riguardo la dottrina americana propone la determinazione del rendimento azionario sulla base di periodi anche superiori a 60 anni⁵, laddove quella italiana ritiene ragionevole il

⁵ R.A. BREALEY-S.C. MYERS, *Principi di finanza aziendale*, Milano, 1993, pag. 126: «Anche 63 anni di dati non ci danno la sicurezza che il periodo sia veramente rappresentativo e che le medie non siano distorte da alcuni rendimenti isolatamente alti o bassi».

riferimento a periodi più contenuti⁶.

Sulla base delle considerazioni teoriche anzi riportate, il sottoscritto Esperto Estimatore ha tenuto conto dei seguenti valori di riferimento:

- media aritmetica del premio proprio del rischio azionario in Usa nel periodo 1977 – 1996: 6,4%;
- media aritmetica ponderata del premio proprio del rischio azionario in Italia nel periodo 1983 – 1997: 3,77%;
- media aritmetica ponderata del premio proprio del rischio azionario in Italia come determinata nel 1998 dalla Banca Commerciale Italiana: *range* tra il 3,5% ed il 5%;
- premio per il rischio determinato muovendo dal premio proprio del mercato nordamericano e rettificandolo in relazione al rischio-paese. Tale premio è assunto per l'Italia nella misura del 6,10%⁷.

Alla luce di quanto sopra, il sottoscritto Esperto ritiene di assumere il premio per il rischio degli investimenti azionari, al netto del rendimento degli investimenti *risk free*, nella misura del **6%**, superiore – per ragioni prudenziali e attesa la crisi generale – di un punto percentuale rispetto al livello massimo del mercato italiano.

8.3.9. Coefficiente β

Il rischio specifico β è, come si è detto, correlato alla singola impresa e consiste nella misurazione della sensibilità del corso dei titoli ai movimenti del mercato. Il portafoglio costituito da tutte le azioni del mercato presenta un β pari ad 1; i titoli con β maggiore di 1 tendono ad amplificare i movimenti globali del mercato, presentando livelli di rischio più elevati, al contrario valori di β compresi tra 0 ed 1 sono associati a titoli che tendono a smorzare i movimenti del mercato e sono quindi meno rischiosi.

Nel caso di specie, tenuto conto delle peculiarità del mercato, il sottoscritto Esperto ritiene di assumere un β pari a **1**.

⁶ L. GUATRI, *op. cit.*, pag. 83: «Il periodo di 10-15 anni sembra il riferimento più ragionevole. Periodi più ampi stabilizzano ... i valori: ma è evidente il pericolo di confrontare dati non omogenei rispetto alla realtà odierna».

⁷ Cfr. ZANDA-LACCHINI-ONESTI, *op. cit.*, pag. 115.

8.3.10. Tasso i_m

In sintesi, i parametri utilizzati per la determinazione del tasso di attualizzazione assumono i seguenti valori:

<i>Free Risk Rate (al lordo d'imposta)</i>	2,50%
Imposta	12,50%
<i>Free Risk Rate (al netto d'imposta)</i>	2,19%
Premio per il rischio sistematico	6%
Coefficiente di rischio <i>beta</i>	1
Tasso i_m	8,32%

8.3.11. Il valore attuale dei flussi di extra-reddito.

Il valore attuale dei flussi reali di *extra*-reddito anzi rappresentati è pari a:

- Euro 12.347,00 con riferimento al ramo d'azienda;

8.3.12. Il valore degli intangible.

Attraverso il processo valutativo anzi illustrato e sulla base delle assunzioni sopra riportate, il sottoscritto Esperto Estimatore perviene alla determinazione del valore dell'*avviamento* in misura pari a:

- **Euro 12.347,00 con riferimento al ramo d'azienda.**

9. Il valore del ramo d'azienda.

Sulla base delle considerazioni sopra esposte e sulla base delle informazioni e dei documenti a disposizione dello scrivente, si ritiene che il valore del Ramo d'Azienda di titolarità della MaesSrl:

$$V = \text{PNR} + M$$

$$V = \text{euro } 588.835,72 + \text{euro } 12.347,00$$

$$\mathbf{V = euro 601.183}$$

arrotondabile a **euro 600.000,00**.

Si precisa:

- che si postula la possibilità per qualunque interessato la possibilità di subentrare in tutti i rapporti contrattuali e di lavoro;
- che la validità della presente perizia può essere individuata entro la fine del 2025;
- che la presente perizia di stima si basa sulle condizioni di vendita coattive e quindi visto e piaciuto nonché a corpo e non a misura.

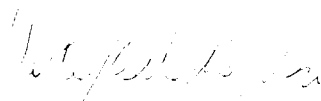
Il sottoscritto Esperto Estimatore resta a disposizione per ogni e qualsiasi chiarimento e ringrazia per la fiducia accordatagli.

Con osservanza.

Vicoforte, li 22 settembre 2025

L'ESPERTO ESTIMATORE

Dott. Matteo Rellecke Nasi



Allegati: *ut supra*