

TRIBUNALE ORDINARIO DI ROMA
SETTORE CIVILE
SEZIONE XIV



Liquidazione Giudiziale: n. 82/2023 H24 Logistic Service S.r.l. in l.ne

Giudice Delegato: Cons. Dott. Marco Genna

Curatore: Dott. Claudio Santini

**RELAZIONE DI STIMA DEL VALORE ECONOMICO
E DEL CONGRUO CANONE DI AFFITTO
DEL RAMO DI AZIENDA DI H24 LOGISTIC SERVICE S.R.L. IN L.NE
OGGETTO DI LOCAZIONE A *****
AL 31 DICEMBRE 2022**

Roma, 17 ottobre 2023

ASTE
GIUDIZIARIE.it
Dott. Paolo Carbone



Indice

1. PREMessa: OGGETTO E LIMITI DELL'INCARICO, NONCHÉ DOCUMENTAZIONE RICEVUTA.....	2
2. IL RAMO D'AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE.....	4
3. CENNI SULLE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE D'AZIENDA.....	6
4. LA VALUTAZIONE DEL RAMO D'AZIENDA E LA DETERMINAZIONE DEL CONGRUO CANONE DI AFFITTO	9
4.1 Determinazione del valore del patrimonio netto rettificato.....	10
4.2 Determinazione del reddito prospettico	10
4.3 Determinazione del tasso di attualizzazione.....	11
4.4 Determinazione della durata della correzione reddituale.....	11
4.5 Determinazione del valore economico del Ramo d'Azienda.....	12
4.6 Determinazione del congruo canone di affitto del Ramo d'Azienda.....	12
5. CONCLUSIONI.....	16

ASTE
GIUDIZIARIE.it

ASTE
GIUDIZIARIE.it

ASTE
GIUDIZIARIE.it

1. PREMESSA: OGGETTO E LIMITI DELL'INCARICO, NONCHÉ DOCUMENTAZIONE RICEVUTA

Lo scrivente Dott. Paolo Carbone, docente di “Crisi di impresa e piani di risanamento” presso la L.U.I.S.S. – Guido Carli, Dottore di Ricerca in Economia Aziendale, Dottore Commercialista e Revisore Legale, ha ricevuto incarico dalla Liquidazione Giudiziale n. 82/2023 H24 Logistic Service S.r.l. in l.ne di effettuare la stima del valore economico del ramo d'azienda di proprietà della debitrice affittato a ***** o “Società”) con scrittura privata del 23 marzo 2020 (nel seguito anche solo il “Contratto di Affitto”), registrata a Perugia in data 30 marzo 2020 al n. 6903 serie IT e iscritta la Registro delle Imprese di Roma il 1° aprile 2020 (prot. 105361), successivamente integrata in data 22 luglio 2021 e in data 9 maggio 2023 (nel seguito anche solo il “Ramo d'Azienda”), individuando altresì l'entità del congruo canone di affitto del medesimo Ramo d'Azienda.

La data di riferimento della stima è il 31 dicembre 2022.

L'espletamento dell'incarico si è basato sull'analisi della seguente documentazione:

- visura camerale di H24 Logistic Service S.r.l.;
- visura camerale di ***** ;
- bilanci di esercizio di ***** relativi al periodo 2020, 2021 e 2022;
- contratto di affitto di ramo d'azienda tra ***** e H24 Logistic Service del 23 marzo 2020;
- *addendum* al contratto di affitto di ramo d'azienda del 22 luglio 2021;
- scrittura privata integrativa al contratto di affitto e del successivo *addendum*, stipulata tra ***** e la Curatela di H24 Logistic Service in data 9 maggio 2023;
- visura societaria di ***** aggiornata alla data del 11 ottobre 2023;
- informazioni estratte dal sito di Banca d'Italia relativa ai rendimenti dei titoli di stato al 31 dicembre 2022;
- informazioni finanziarie estratte dal *database* del ***** ;
- Altri dati e informazioni ritenuti utili per l'espletamento dell'incarico.

Il lavoro svolto e le conclusioni raggiunte devono essere interpretati alla luce delle seguenti principali ipotesi e limitazioni:

- i dati, le informazioni e i documenti necessari per lo svolgimento dell'incarico sono stati forniti dalla Curatela di H24 Logistic Service S.r.l. (ora in l.ne) ovvero acquisti mediante accesso a fonti pubbliche (i.e. Registro delle Imprese); pertanto, lo scrivente, pur avendo adottato tutte le necessarie precauzioni per un'attenta valutazione di tali dati, informazioni e documenti e pur avendo svolto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, non risponde della loro veridicità, completezza, accuratezza e attendibilità;
- non sono state effettuate verifiche sui titoli di proprietà dei beni ricompresi nel Ramo d'Azienda e sull'esistenza di gravami, basando la valutazione su quanto risultante dalla documentazione a disposizione del sottoscritto;
- la valutazione è stata effettuata alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e, pertanto, non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e imprevedibile (ad esempio, nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale e degli scenari politici e sociali). A questo proposito non può non essere tenuta in debita considerazione la difficoltà di svolgere previsioni nell'attuale contesto economico e finanziario. Nulla di quanto esposto nel presente documento può essere

interpretato come una garanzia o un'opinione circa il futuro andamento del Ramo d'Azienda. Eventi che si verificano successivamente alla data odierna potrebbero influire sul presente documento e sulle assunzioni impiegate ai fini della sua predisposizione;

- la valutazione è stata resa nel presupposto che i dati contabili riferibili al Ramo d'Azienda siano effettivamente rappresentativi dello stesso e che possono pertanto essere utilizzati per la stima del valore economico di quest'ultimo, senza che sia stata svolta alcuna attività di revisione contabile o *due diligence*.

Premesso quanto precede, il lavoro procede con una breve descrizione del complesso aziendale in esame (secondo paragrafo). Il documento si sofferma, poi, sui principali metodi di valutazione di aziende (e rami di aziende) maggiormente accreditati nella dottrina economico-aziendale e impiegati nella migliore prassi professionale (terzo paragrafo). Viene, quindi, illustrata la metodologia prescelta ai fini della stima ed eseguita la valutazione del Ramo d'Azienda, nonché del relativo congruo canone di affitto (quarto paragrafo). Vengono, da ultimo, formulate alcune osservazioni conclusive e di riepilogo del lavoro svolto (quinto paragrafo).

ASTE
GIUDIZIARIE.it

ASTE
GIUDIZIARIE.it

ASTE
GIUDIZIARIE.it

2. IL RAMO D'AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE

Per “ramo d’azienda”, si intende tipicamente un’area dell’attività dell’impresa, rappresentata da un complesso di beni, diritti e rapporti avente autonomia gestionale e, cioè, un complesso in grado di avere, se separato dal resto dell’azienda, una propria autonoma capacità di funzionamento.

In questo senso, un ramo d’azienda si concretizza in un insieme di beni che, nel loro complesso, possono costituire un sistema idoneo allo svolgimento di un’attività produttiva, ossia un insieme di beni provvisto di organica capacità di soddisfare le esigenze tecniche di un’attività produttiva.

In altre parole, il ramo d’azienda coincide con un insieme di elementi ben definiti, caratterizzati da un legame di funzionalità economica e tra loro coordinati in maniera stabile per mezzo di una destinazione unitaria e autonoma.

Nel caso di specie, dal Contratto di Affitto tra H24 Logistic Service (nel seguito anche “H24”) e ***** , si evince che il Ramo d’Azienda affittato è dedicato all’attività di trasporto e logistica in genere, è inclusivo dei seguenti elementi:

- debiti e crediti (per come previsti e nei limiti di quanto indicato nel Contratto di Affitto);
- una porzione dell’immobile sito in Foligno in cui viene esercitata l’attività locale;
- impianti, mobili e arredi in generale;
- diritto all’esclusivo godimento di mezzi;
- titolarità dei contratti di lavoro, dei contratti commerciali, dei contratti di licenze connessi al Ramo d’Azienda (ad eccezione della licenza di trasporto conto terzi, in quanto ***** ne era già titolare in proprio);

il tutto come meglio indicato anche all’art. 2 del contratto e relativi allegati.

Tenuto conto che ***** è stata costituita in data 4 dicembre 2019 e ha avviato le proprie attività a partire dal 20 febbraio 2020 (ossia in sostanziale concomitanza con l’avvio del Contratto di Affitto del Ramo d’Azienda), si anticipa che, ai fini delle stime che verranno svolte, si è assunto – in assenza di migliori informazioni – che il *business* condotto da ***** sia interamente riconducibile alle attività relative al Ramo d’Azienda e, pertanto, che, per addivenire alla stima del valore economico del medesimo Ramo d’Azienda sia possibile utilizzare i dati economici, patrimoniali e finanziari risultanti dai bilanci di esercizio di ***** (salvo quanto ulteriormente esposto nel prosieguo del lavoro).

Pertanto, ai fini della valutazione del Ramo d’Azienda oggetto della presente relazione, sono stati presi in considerazione i dati risultanti dai bilanci di esercizio di ***** , che di seguito si riportano.

Attivo	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
Crediti verso soci per versamenti dovuti	22.500	22.500	22.500	22.500
Immobilizzazioni immateriali	1.622	4.156	19.178	36.551
Immobilizzazioni materiali	-	232.307	362.944	609.496
Immobilizzazioni finanziarie	-	762	762	762
Totale immobilizzazioni	1.622	237.225	382.884	646.809
Crediti oltre l’esercizio	4	1.265.026	1.090.712	1.037.504
Crediti entro l’esercizio	-	-	2.100	2.489
Altri crediti	-	3.044	192	7.192
Risconti attivi	19	16.373	30.217	55.626
Disponibilità liquide	7.500	70.699	111.312	192.251
Totale attivo circolante	7.523	1.355.142	1.234.533	1.295.062
Totale Attivo	31.645	1.614.867	1.639.917	1.964.371

Descrizione (€)	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
Patrimonio Netto	28.433	172.815	226.371	231.296
TFR	-	29.958	71.609	88.758
Debiti entro l'esercizio	3.212	1.369.134	1.219.977	1.463.209
Debiti oltre l'esercizio	-	41.874	121.802	181.079
Risconti Passivi	-	1.086	158	29
Totale Passivo	31.645	1.614.867	1.639.917	1.964.371

Conto economico	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
Ricavi dalle vendite	-	2.627.935	3.549.461	3.313.447
Contributi in c/esercizio	-	92.070	219.081	105.149
Altri ricavi	-	37.729	79.473	124.224
Valore della Produzione	-	2.757.734	3.848.015	3.542.820
Materie Prime	-	(616.915)	(1.040.446)	(930.644)
Servizi	(1.156)	(737.748)	(1.067.608)	(1.092.913)
Godimento beni di terzi	-	(312.613)	(298.366)	(280.534)
Personale	-	(843.171)	(1.259.594)	(1.190.871)
Oneri diversi di gestione	(6)	(37.573)	(50.068)	(37.372)
EBITDA	(1.162)	209.714	131.933	10.486
Ammortamenti e svalutazioni	(405)	(32.288)	(75.343)	-
EBIT	(1.567)	177.426	56.590	10.486
Proventi e oneri finanziari	-	(1.282)	(3.033)	(4.840)
EBT	(1.567)	176.144	53.557	5.646
Imposte	-	(31.763)	-	(722)
Risultato Netto	(1.567)	144.381	53.557	4.924

ASTE
GIUDIZIARIE.it

ASTE
GIUDIZIARIE.it

ASTE
GIUDIZIARIE.it

3. CENNI SULLE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE D'AZIENDA

Il capitale d'impresa è un'entità astratta, variamente configurabile in relazione alle finalità che, mediante il processo valutativo, si intendono perseguire¹.

Accanto al capitale di funzionamento, correlato alla determinazione periodica del reddito, e al capitale di stralcio, relativo all'individuazione del presumibile valore di liquidazione, particolare rilevanza assume il capitale di cessione, quale configurazione del capitale d'impresa nel presupposto del suo "trasferimento".

Al riguardo si precisa che il "trasferimento", nella sua formulazione tipica, presuppone la cessione da parte del soggetto economico dell'intera azienda o di un suo ramo (o di titoli rappresentativi del capitale aziendale, in tutto o in parte) verso un dato corrispettivo.

Tanto sotto il profilo "ontologico" (la domanda che ci si pone è se esiste o meno un valore e quale sia la sua natura), quanto sul piano "gnoseologico" (ci si domanda quale sia la metodologia per l'identificazione e l'apprezzamento del valore), l'individuazione della nozione di valore presuppone la propedeutica analisi della posizione del valutatore di fronte al processo valutativo.

In altri termini, si può giungere, a parità di finalità della valutazione, ad un valore differente se, ad esempio, il capitale di cessione viene stimato ponendosi nell'angolo visuale di uno specifico contraente, ossia del compratore o del venditore dell'azienda.

Com'è noto, ciascun contraente assegna all'azienda un diverso valore anche e soprattutto in relazione alle eventualità di benefici o di perdite che possono ragionevolmente attribuirsi al complesso oggetto di stima.

Il cessionario si domanda, soprattutto, quali vantaggi l'azienda potrà fruttargli in futuro, stimando *ex ante* gli effetti economici e finanziari di un insieme ampio e composito di ragioni e circostanze di carattere economico-tecnico e non solo che possano avvalorare l'acquisizione aziendale. Non di rado, infatti, l'acquirente è indotto all'acquisto non solo e non tanto per assicurarsi la disponibilità di una fonte di reddito aggiuntiva, quanto per attuare certe potenzialità strategiche scaturenti dall'inserimento dell'impresa acquisenda nella sua struttura produttiva.

Il venditore, dal canto suo, non rinuncia a ciò che l'azienda gli ha garantito nel passato, ma rinuncia soltanto a ciò che la stessa potrà presumibilmente assicurargli negli anni a venire.

A conclusione del presente ragionamento si sottolinea che la posizione soggettiva non è "neutrale" rispetto al valore che si assegna ad un dato complesso aziendale. Le differenti valutazioni dell'azienda oggetto di stima cui pervengono tanto il cedente quanto il cessionario, conducono a quella configurazione del capitale di trasferimento denominata "capitale strategico", coerentemente a quanto affermato da un'ampia e autorevole dottrina.

Nel caso in cui il capitale di trasferimento venga stimato non già nell'ottica soggettiva del compratore o del venditore, bensì in quella di un "soggetto terzo" (si pensi ad un perito "indipendente"), si parla di "capitale economico" aziendale. In questi casi, nella pratica professionale, si parla anche di "equo valore di mercato".

In questi casi, la stima è "neutrale", in quanto si perviene all'assegnazione di un valore rispondente ai giudizi del "generico investitore", distinto dai soggetti contraenti.

¹ Cfr. G. Zanda, M. Lacchini, T. Onesti, 2013; L. Guatri, M. Bini, 2007.

In altre parole, la sua stima può dirsi neutrale in quanto astrae completamente da quelle che vengono comunemente denominate “condizioni soggettive di negoziazione”, per sintetizzare in un unico valore – o in un insieme di valori accettabili – le “condizioni oggettive di negoziazione”.

Le prime identificano – in estrema sintesi – le motivazioni, la forza contrattuale e l’abilità negoziale delle parti, mentre le seconde riflettono “il valore dell’azienda di per sé” (svincolata da ogni contesto super-aziendale), sulla base della sua situazione di fatto.

In tale ottica, si rileva che il valore del capitale economico non può che essere l’“antecedente logico” di una contrattazione che può attestarsi su tale valore o distaccarsene in modo più o meno significativo: il valore del capitale economico, infatti, può differire dal prezzo effettivo di negoziazione.

La divergenza tra prezzo corrisposto e valore del capitale economico può essere spiegata in considerazione del fatto che il primo, a differenza del secondo, è influenzato dalle citate condizioni soggettive di negoziazione.

Come è noto, il capitale economico può essere stimato attraverso varie metodologie, dirette e indirette – come anche accreditate negli *standard* di riferimento in materia di valutazione d’azienda (quali i Principi Italiani di Valutazione – “PIV”) – comunque idonee a soddisfare, con diverso grado, i seguenti requisiti:

- razionalità, nel senso che il metodo sia concettualmente valido e dotato di consistenza teorica;
- obiettività, nel senso che il metodo sia concretamente applicabile ovvero fondato su dati certi od almeno notevolmente credibili;
- generalità, nel significato che il metodo prescindia dalle caratteristiche e dagli interessi delle parti coinvolte.

I metodi diretti fanno riferimento ai prezzi effettivi espressi dal mercato per quote di capitale dell’azienda *valutanda* o di aziende similari (*comparison approach*). Si procede applicando ai dati aziendali medi normalizzati alcuni moltiplicatori empirici, riferiti alle performance di settore o storiche, quali ad esempio il P/E (*Price/Earnings*), il P/CF (*Price/Cash Flow*), il P/S (*Price/Sales*). I metodi in parola, a fronte di una semplice e immediata applicazione, risultano però fortemente censurabili con riferimento ai tre profili sopra delineati.

Largamente accolti sono i metodi indiretti, così chiamati in quanto non si fondano su parametri di mercato, bensì su grandezze flusso (reddituale e finanziaria), *stock* (patrimoniali) e miste. Essi rappresentano i modi più usuali di stima del valore delle aziende.

Di contro, le metodologie reddituali e quelle finanziarie consistono nell’attualizzazione di flussi attesi, rispettivamente, reddituali e monetari, ritraibili dall’azienda, sommando separatamente gli eventuali capitali accessori.

Si tratta di metodi dotati di buona consistenza teorica, ma che, in qualche caso, si mostrano carenti sul piano dell’obiettività in quanto obbligano a formulare giudizi sul futuro dell’azienda. La loro attendibilità dipende, pertanto, anche dai dati e dalle informazioni in possesso del valutatore circa il futuro corso della gestione aziendale.

Per quanto riguarda il reddito da attualizzare, si tratta di individuare un reddito che possa essere considerato un indicatore medio di normali condizioni di gestione.

Per la stima di questo parametro, si possono utilizzare diverse tecniche. Si può fare riferimento alla proiezione dei risultati storici nel futuro ovvero ai risultati indicati nei piani

programmatici predisposti dall'azienda; in casi particolari, si possono ipotizzare specifiche condizioni future di gestione (metodo c.d. "dell'innovazione").

Per ciò che concerne il tasso di attualizzazione, esso deve risultare "congruo" e tenere conto delle possibili alternative d'investimento proposte dal mercato.

In dettaglio, il tasso in parola deve considerare:

- la remunerazione per il puro investimento di capitale che può essere fornita, ad esempio, dal rendimento dei titoli di stato;
- la remunerazione per il rischio calcolabile moltiplicando il premio medio di mercato per il coefficiente β , parametro che identifica, secondo la teoria del *Capital Asset Pricing Model*, il rischio non diversificabile o sistematico d'impresa.

Per quanto attiene ai metodi finanziari, consolidatisi soprattutto nella prassi anglosassone, questi prevedono l'attualizzazione di flussi finanziari attesi ad un opportuno tasso di attualizzazione.

I metodi finanziari, se da un lato vantano una forte consistenza teorica, anche in virtù del concetto di valore finanziario del tempo, dall'altro richiedono assunzioni sull'andamento di alcune variabili difficilmente determinabili ex ante, come ad esempio la variazione del capitale circolante netto e del capitale fisso.

Nel nostro Paese, trovano sovente applicazione i metodi patrimoniali nelle due configurazioni di metodo patrimoniale semplice e di metodo patrimoniale complesso.

Secondo il metodo patrimoniale semplice, il valore dell'azienda è dato dal patrimonio netto rettificato, risultante dalla somma algebrica degli elementi attivi e passivi di bilancio riespressi a valori correnti (di mercato e di stima).

Se si applicano i metodi patrimoniali complessi, al patrimonio netto rettificato si somma il valore corrente dei beni immateriali non contabilizzati, aventi valore di mercato.

Le metodologie basate sulla struttura patrimoniale, pur non essendo dotate di robusta base teorica, risultano tuttavia facilmente applicabili per via del loro legame ai dati di bilancio.

I metodi misti, infine, costituiscono una mediazione tra i risultati della stima patrimoniale e quelli della stima reddituale.

Un primo procedimento misto, molto frequente nella realtà operativa, noto come "metodo del valor medio", consiste nell'operare una media (semplice, ponderata o di altro tipo) fra la componente reddituale e quella patrimoniale.

Il metodo misto può essere applicato anche seguendo il procedimento anglosassone o della stima autonoma dell'avviamento. Il metodo in parola somma al patrimonio netto rettificato il valore dell'avviamento (positivo o negativo) calcolato come differenziale tra reddito medio normale atteso e il reddito ritenuto congruo. In alcuni casi, nel valore del patrimonio netto rettificato, vengono inclusi anche i beni immateriali identificabili, ma non contabilizzati e si aggiungono i c.d. extra-asset.

Infine, tra i metodi misti di valutazione del capitale economico, non può non essere annoverato il metodo *Economic Value Added* (EVA), secondo il quale il valore economico di un'azienda, seguendo un approccio *unlevered*, si determina sommando al capitale investito iniziale il valore attuale degli extraprofiti (EVA) che l'azienda è in grado di generare, su base annua, dopo aver assicurato adeguata remunerazione a tutti i fattori produttivi, posti in posizione contrattuale e residuale.

4. LA VALUTAZIONE DEL RAMO D'AZIENDA E LA DETERMINAZIONE DEL CONGRUO CANONE DI AFFITTO

Al fine di pervenire alla stima del valore economico del Ramo d'Azienda, alla data di riferimento del 31 dicembre 2022, lo scrivente ha fatto riferimento ad una metodologia di natura patrimoniale con correzione reddituale.

La scelta del metodo in questione, largamente accreditata in dottrina e nella prassi professionale, trova ragione nelle caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione, nonché nei dati e nelle informazioni a disposizione.

Ai fini dell'applicazione della metodologia prescelta, in assenza di piani previsionali, si è fatto riferimento ai dati storici del Ramo d'Azienda (così come risultanti dai bilanci di esercizio di *****).

Il metodo prescelto trova la sua esplicitazione nella seguente formula.

$$W = K' + CR$$

dove:

W è il valore economico dell'azienda alla data convenzionalmente assunta quale riferimento temporale;

K' è il valore del patrimonio netto rettificato dell'azienda;

CR è il valore della correzione reddituale.

Con riguardo alla stima dei parametri della formula di valutazione, si precisa quanto segue.

La stima del valore del patrimonio netto rettificato (K') segue le stesse logiche esposte in sede di illustrazione del metodo patrimoniale puro.

La determinazione del valore della correzione reddituale (CR) è di solito effettuata sulla base della seguente formula:

$$CR = (R - iK') a_{\bar{n}|i}$$

Per quanto concerne la stima dei parametri della formula valutativa, si precisa quanto segue:

- il patrimonio netto rettificato è determinato verifica, per quanto possibile, degli elementi attivi e passivi facenti parte del Ramo d'Azienda, per come individuati in una situazione patrimoniale alla data di riferimento della stima;
- il reddito prospettico dell'azienda (R) può essere stimato facendo riferimento a metodologie di stima del valore dei redditi attesi analoghe a quelle che sono utilizzate per il calcolo dei flussi di reddito impiegabili per la determinazione del valore economico di un compendio imprenditoriale con il metodo reddituale;
- la remunerazione congrua del capitale proprio investito nell'attività economica (iK') può essere stimata moltiplicando il patrimonio netto rettificato per il tasso di remunerazione congrua del capitale proprio investito nell'attività (i);
- il tasso di attualizzazione (i') della correzione reddituale – che rappresenterà un sovrareddito o un sottoreddito se, rispettivamente, R è maggiore o minore di iK' – può essere eguagliato al tasso di rendimento del capitale proprio (i);

- la durata della correzione reddituale (n) è riferita ad un periodo limitato di tempo, nel presupposto che le condizioni generatrici di extraredditi non possano durare a tempo indeterminato, ma siano destinate, entro un arco di tempo ragionevole, ad estinguersi. Nella prassi professionale, il periodo di durata limitata della correzione reddituale è stato, spesso, indicato in 3-5 anni.

Di seguito, coerentemente con il metodo di valutazione adottato, si indica il percorso logico seguito per la determinazione delle singole componenti di cui alla formula sopra illustrata:

- determinazione del valore del patrimonio netto rettificato (K');
- determinazione reddito prospettico dell'azienda (R);
- determinazione del tasso di remunerazione congrua del capitale proprio investito nell'attività (i) che nel caso di specie è stato considerato pari al tasso di attualizzazione (i') della correzione reddituale;
- determinazione della durata della correzione reddituale;
- calcolo del valore economico del Ramo d'Azienda.

4.1 Determinazione del valore del patrimonio netto rettificato

Il patrimonio netto rettificato del Ramo d'Azienda (K') è stato determinato avendo a riferimento la situazione contabile di ***** al 31 dicembre 2022. In considerazione della natura delle poste contabili comprese nel patrimonio della stessa e del fatto che non si hanno evidenze circa eventuali rettifiche da apportare ai valori espressi dai dati contabili, si è assunto che il patrimonio netto rettificato (K') del Ramo d'Azienda sia pari al patrimonio netto di ***** al 31 dicembre 2022 (€ 231.296), al netto dell'entità dei mezzi propri della Società presenti all'avvio del contratto di affitto (assunti, in assenza di migliori informazioni, in misura pari all'entità del patrimonio netto risultante dal bilancio di esercizio al 31 dicembre 2019 – i.e. € 28.433).

In definitiva il **patrimonio netto rettificato (K') del Ramo d'Azienda risulta pari a € 202.863.**

4.2 Determinazione del reddito prospettico

Il reddito netto medio atteso, determinato ai fini della correzione reddituale, è stato stimato prendendo a riferimento i dati storici della società per il periodo 2020 – 2022 (ovvero sia a partire dal primo esercizio in cui si colloca l'inizio del Contratto di Affitto), opportunamente mediati, previa omogeneizzazione da un punto di vista monetario (e senza applicazione di alcun fattore di crescita, in assenza di piani prospettici), il tutto come di seguito indicato.

Descrizione (€)	2020	2021	2022	Media
Risultati netti	144.381	53.557	4.924	
<i>Coefficiente di rivalutazione monetaria</i>	<i>1,151</i>	<i>1,149</i>	<i>1,000</i>	
Risultati netti omogenizzati al 31.12.2022	166.183	61.537	4.924	77.548

Il reddito netto medio atteso del Ramo d'Azienda risulta pertanto pari a € 77.548.

4.3 Determinazione del tasso di attualizzazione

Con riferimento al calcolo del tasso di congrua remunerazione (i), cui è eguagliato anche il tasso di attualizzazione (i') in accordo alle indicazioni della dottrina², è stato accolto l'approccio *build-up* del noto *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), che si fonda, in estrema sintesi, sulla formula che segue:

$$i = i_1 + i_2$$

dove:

i è il tasso di congrua remunerazione del capitale di rischio (K_c);

i_1 è il tasso *risk free*, che corrisponde al rendimento per il puro investimento di capitale, al netto della correlata imposizione fiscale (in coerenza con i flussi presi a riferimento);

i_2 è il premio per il rischio, c.d. "*risk premium*", determinato come moltiplicazione tra il premio medio di mercato italiano e un *beta factor* del settore di appartenenza delle imprese.

Il saggio *risk free* (i_1), tasso di remunerazione per il puro investimento di capitale, pari allo 3,15%, è stato calcolato sulla base del rendimento di un paniere di Titoli di Stato con scadenza a medio - lungo termine (3,597% – Fonte: *Rendistato dicembre 2022, indice generale, Banca d'Italia*) al netto dell'imposizione fiscale correlata (12,50%), coerentemente con i flussi da scontare.

Il premio per il rischio (i_2), considerato nella misura del 10,22%, è ottenuto partendo dal premio medio di mercato per l'Italia, pari al 9,73% (Fonte: *Damodaran, January 2023*), e moltiplicando tale valore per il *beta factor*, posto pari a 1,05 (dato *levered* disponibile sul *database* del Prof. Damodaran per il settore "*Transportation*" del mercato "*Europe*").

Il **tasso di congrua remunerazione (K_c) è pertanto risultato pari al 13,37%**, dato dalla somma di i_1 con i_2 , è pertanto il seguente:

$$i = i_1 + i_2 = 3,15\% + 10,22\% = 13,37\%$$

È appena il caso di specificare che il tasso di attualizzazione è un saggio lordo di inflazione e netto di imposta, coerentemente con le caratteristiche dei flussi da scontare.

4.4 Determinazione della durata della correzione reddituale

Considerata la necessità di tenere conto dell'identificazione di un valore corrente *as is* rappresentativo delle condizioni di normale svolgimento del *business*, si è scelto di limitare **la durata della correzione reddituale ad un arco temporale di tre anni**, sempre in linea con le indicazioni provenienti dalla dottrina³ e dalla prassi professionale.

² Cfr. L. Guatri, M. Bini, Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, Egea, 2009; G. Zanda, M. Lacchini, T. Onesti, La valutazione delle aziende, Giappichelli, 2013.

³ L. Guatri, M. Bini, Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, Egea, 2009; G. Zanda, M. Lacchini, T. Onesti, La valutazione delle aziende, Giappichelli, 2013.

4.5 Determinazione del valore economico del Ramo d'Azienda

Sulla base delle ipotesi e dei dati sopra indicati, **la correzione reddituale (C.R.) assume valore positivo per € 118.314**, determinata come segue

Descrizione	Importo
R netto normale atteso (R)	77.548
Redditi congrui (iK')	27.123
Sovrareddito atteso (R-iK')	50.425
a n i	2,346397
Correzione Reddituale	118.318

Di conseguenza, il valore economico del Ramo d'Azienda – al 31 dicembre 2022 – risulta pari a € 321.181, arrotondabili in € 320.000, come di seguito indicato.

Descrizione	Importo
K'	202.863
Correzione reddituale	118.318
W Ramo d'Azienda al 31.12.2022	321.181
W arrotondato Ramo d'Azienda al 31.12.2022	320.000

4.6 Determinazione del congruo canone di affitto del Ramo d'Azienda

In aggiunta a tutto quanto sin qui esposto, appare utile fornire indicazioni sul possibile congruo canone di affitto che può essere ritratto dal Ramo d'Azienda oggetto di stima.

È noto che le metodologie all'uopo proposte in dottrina muovono tutte dal presupposto che il congruo canone di affitto dell'azienda è funzione del relativo valore economico. In particolare, dato il valore economico dell'azienda, il congruo canone di affitto risulterebbe dalla seguente espressione:

$$C_w = W * \alpha$$

dove:

- C_w è il congruo canone di affitto
- W è il valore economico del complesso aziendale
- α è un coefficiente percentuale da applicare al valore economico dell'azienda

Pur in presenza di uno schema concettuale di comune accettazione, la letteratura di riferimento propone diverse interpretazioni circa il significato e le modalità di determinazione del coefficiente α .

Secondo una prima impostazione, il parametro in parola è posto pari al tasso di congrua remunerazione del capitale investito nell'impresa, sicché il congruo canone di affitto che ne scaturisce rappresenta il flusso di reddito adeguato ritraibile dall'investimento nell'azienda senza intaccare l'economicità della gestione⁴.

Secondo un diverso approccio, per la determinazione della percentuale α occorre partire dal concetto di redditività normale di settore, per scendere – a seconda delle ipotesi – a valori tendenti a zero e, al limite, anche negativi. In tal senso, l'entità del coefficiente in parola sarebbe inversamente proporzionale alla deperibilità delle componenti immateriali

⁴ Cfr. M. Lacchini, 1998, p. 327 e ss.

dell'azienda e potrebbe, conseguentemente, essere positivamente correlato alla differenza tra il valore reddituale e il valore patrimoniale dell'azienda⁵.

Un'ulteriore impostazione vuole che il coefficiente α debba essere determinato come somma tra il rendimento lordo d'imposta degli investimenti *risk-free* e una parte del *premium risk*. Ciò in quanto, con l'affitto, permane pur sempre un certo livello di rischio in capo al proprietario, derivante dai possibili danneggiamenti dei beni materiali che costituiscono l'azienda non immediatamente riconoscibili ed individuabili e soprattutto dal rischio che una diversa gestione può anche recare pregiudizio all'avviamento⁶.

Sul punto, vi è chi ha argomentato⁷ che:

(a) nella determinazione del congruo canone di affitto occorre tenere conto del diverso profilo di rischio che il locatore acquisisce a seguito della stipula del contratto di affitto d'azienda. In tal senso, la remunerazione di tale rischio non può coincidere con la stessa remunerazione che tale soggetto aveva prima della stipula, quando il profilo di rischio era sostanzialmente diverso.

(b) non sembra nemmeno possibile attribuire al coefficiente α la natura di valore inversamente proporzionale al tasso di deperibilità degli *intangible asset* aziendali, avente come limite superiore la redditività normale di settore;

(c) nella ripartizione del rischio imprenditoriale tra concedente ed affittuario, per cui al concedente spetterebbe il tasso *risk free* e una percentuale del *premium risk*, occorre tenere conto delle specifiche clausole pattuite dai contraenti, essendo il contratto di affitto di azienda un negozio di natura atipica e non standardizzata; infatti, al variare di specifiche clausole possano anche cambiare i profili di convenienza economica delle parti e, di conseguenza, l'ammontare del canone che un ipotetico investitore sarebbe disposto a pagare per prendere in affitto l'azienda ovvero che un imprenditore si renderebbe disponibile ad accettare per concedere l'azienda in locazione.

Da ultimo, considerando che il canone di affitto di azienda è equiparabile all'interesse a servizio di un finanziamento che l'affittuario potrebbe accendere per acquistare un'azienda avente caratteristiche analoghe a quelle dell'azienda oggetto di possibile godimento, vincolando poi l'azienda acquisita al rimborso del finanziamento e realizzando così un'operazione dall'identico *pay-off* dell'affitto, il coefficiente α può essere parametrato all'*incremental borrowing rate* ("IBR") dell'affittuario per finanziamenti a medio-lungo termine.

Considerando che, nel caso di specie, non vi è, allo stato, un contratto di affitto già determinato nei propri contenuti, lo scrivente ha inteso fare riferimento al metodo che prevede la determinazione del coefficiente α parametrandolo all'IBR.

Al tal fine, in prima approssimazione, si può osservare come il tasso di interesse applicato da una banca a un finanziamento è, di norma, determinato in funzione di una serie di elementi quantitativi e qualitativi quali:

- i tassi di interesse del mercato interbancario per scadenze analoghe;
- l'inflazione attesa;
- la solvibilità dell'affidato, tenuto conto anche della qualità delle garanzie reali o personali eventualmente prestate;

⁵ Cfr. A. Danovi, 2000, p. 515.

⁶ Cfr. P. Chinetti, 2000, p. 28.

⁷ Cfr. F. Bagnoli, 2006, p. 81 e ss.

- la eventuale presenza di anomalie relative alla posizione dell'affidato nei rapporti con il sistema finanziario (centrale rischi);
- le commissioni e le spese addebitate al cliente;
- i costi operativi connessi al prestito;
- i complessivi rapporti in essere con l'affidato.

Operativamente, la valutazione degli elementi di cui sopra e, in particolare, del rischio di credito correlato al soggetto da finanziare si sostanzia nella attribuzione al finanziamento di uno *spread* rispetto ad un tasso di mercato interbancario ("IRS").

Per la stima di quest'ultimo, si è fatto riferimento al Rendistato di dicembre 2022 (Fonte: Banca d'Italia), ossia il 3,597%.

Per quanto attiene allo *spread* da considerare, nella tabella che segue viene evidenziata una possibile graduazione del *rating* creditizio e dell'intervallo di punti base associato a ciascuna categoria di credito.

Categoria di rischio	Intervallo indicativo dello spread
Sicurezza elevata	100-150
Sicurezza	120-150
Alta solvibilità	120-150
Solvibilità	150-200
Vulnerabilità	200-250
Alta vulnerabilità	250-300
Rischio	300-400
Alto rischio	400-450

Al fine di stimare l'IBR, tenuto conto del positivo andamento del Ramo d'Azienda in base ai dati a disposizione, si è portati necessariamente ad attribuire uno *spread* medio rispetto al tasso base di riferimento, tenuto anche conto che, per semplicità, non si assume alcuna componente inflattiva.

In definitiva, si è scelto di collocare lo *spread* in un intorno del 2,00%.

Il **tasso IBR** risulta pertanto pari al **5,597%**, importo che appare ragionevole se si tiene anche conto che corrisponde a circa il 42% del tasso di congrua remunerazione del capitale proprio.

Alla luce di tutto quanto precede, **il congruo canone di affitto annuale può essere determinato in € 17.976,50 (approssimabile in € 18.000,00), corrispondente a circa € 1.500,00 mensili**, come di seguito indicato.

Determinazione C_w (€)	
W	321.181
IBR	5,597%
C_w annuale	17.976,50
C_w annuale arrotondato	18.000,00
C_w mensile	1.500,00

Per completezza, si precisa che – con provvedimento del 4 maggio 2023 – la Curatela di H24 è subentrata nel rapporto locatizio, apportando, con scrittura privata del 9 maggio 2023, una modifica:

- all'art. 4 del Contratto di Affitto, al fine di prevedere che *“il canone di affitto è pari ad € 4.000,00 oltre IVA mensili (...)”*;
- all'art. 7 del Contratto di Affitto, specificando che *“in pendenza del contratto di affitto viene riservato all’Affittuaria il diritto di prelazione all’acquisto dell’azienda e/o di sue componenti che varrà sino al terzo tentativo di vendita competitiva dell’azienda; al quarto tentativo non opererà più la*

prelazione. Nel caso in cui l’Affittuario risultasse aggiudicatario dell’Azienda o di parti di essa il canone fino ad allora versato nella quota parte di € 3.000,00 sarà imputato in conto prezzo. Nel caso in cui la Affittuaria non risultasse aggiudicataria e non esercitasse il diritto di prelazione la quota parte di canone pari ad € 3.000,00 mensili per ogni mese pagato resta ad esclusivo vantaggio della Liquidazione Giudiziale senza diritto della Affittuaria di restituzione o rimborso”.



5. CONCLUSIONI

Lo scrivente ha ricevuto incarico dalla Liquidazione Giudiziale n. 82/2023 H24 Logistic Service S.r.l. in l.ne di effettuare la stima:

- 1) del valore economico del ramo d'azienda di proprietà della debitrice affittato a ***** con scrittura privata del 23 marzo 2020, registrata a Perugia in data 30 marzo 2020 al n. 6903 serie IT e iscritta la Registro delle Imprese di Roma il 1° aprile 2020 (prot. 105361), successivamente integrata in data 22 luglio 2021 e in data 9 maggio 2023;
- 2) del congruo canone di affitto del medesimo Ramo d'Azienda.

La data di riferimento della stima è il 31 dicembre 2022.

Tenuto conto delle informazioni a disposizione, nonché delle ipotesi e delle avvertenze esplicitate, si è addivenuti a una stima del **valore economico del suddetto Ramo d'Azienda**, alla data convenzionale del 31 dicembre 2022, **di 320 migliaia di euro**.

Inoltre, sempre sulla base di quanto illustrato in precedenza, si è determinato **il congruo canone di affitto annuale** del medesimo Ramo d'Azienda **in 18 migliaia di euro** (corrispondenti a 1,5 migliaia di euro mensili).

Preme sottolineare che la presente relazione non rappresenta in alcun modo una revisione contabile o una *due diligence* e si fonda sui documenti, sui dati e sulle informazioni a disposizione. In questo senso, eventuali modifiche dei dati e dei documenti che hanno rappresentato la base informativa della presente relazione possono, pertanto, ripercuotersi, anche in maniera significativa, sulle metodologie sviluppate e sulle risultanze cui si è pervenuti, richiedendo una revisione delle stime effettuate e dei valori espressi.

In ogni caso, l'importo stimato, ove condiviso dagli organi della procedura, sarà ragionevolmente sottoposto ad ulteriore controllo mediante procedura ad evidenza pubblica.

Con osservanza.

Roma, 17 ottobre 2023


(Dott. Paolo Carbone)