



**TRIBUNALE DI BERGAMO**  
**LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE**  
**L.G. 85/2024**



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



**E**

**PARERE DI CONGRUITA'**  
**DEL CANONE DI AFFITTO**



**Esperto Stimatore: Dott. Andrea Gabrieli**



**1. PREMESSE**

**1.1. OGGETTO E FINALITÀ DELL'INCARICO**

**1.2. INDIPENDENZA**

**1.3. PRINCIPI DI VALUTAZIONE**

**1.4. DOCUMENTAZIONE ESAMINATA**

**1.5. LIMITI DELLA STIMA**

**2. METODI DI VALUTAZIONE**

**3. VALUTAZIONI PRELIMINARI**

**4. CENNI STORICI, ATTIVITÀ E ORIGINE DEL DISSESTO**

**5. SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE PIÙ APPROPRIATO**

**6. VALUTAZIONE DELL'AZIENDA**

**7. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE E PRINCIPALI FATTORI DI RISCHIO**

**8. PARERE DI CONGRUITÀ' IN MERITO AL CANONE DI AFFITTO D'AZIENDA**

### 1.1 OGGETTO E FINALITÀ DELL'INCARICO

Il sottoscritto Dott. Andrea Gabrieli, nato a Seriate (BG) il 6 dicembre 1984, codice fiscale GBRNDR84T06I628B, Dottore Commercialista iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Bergamo al n. 1676/A e al Registro dei Revisori Legali al n. 169134, domiciliato ai fini del presente incarico in Bergamo, Passaggio Limonta 4, in data 6 agosto 2024 è stato incaricato dalla Liquidazione Giudiziale L.G 85/2024 (in seguito anche

o "Società") al fine di fornire una valutazione del ramo d'azienda della Società sottoposta a Liquidazione Giudiziale, oltre che per fornire un parere di congruità in merito al canone attualmente corrisposto dall'affittuaria del ramo d'azienda.

### 1.2 INDIPENDENZA

Per poter svolgere il presente incarico è necessaria l'indipendenza dell'esperto valutatore nei confronti della Società.

Lo scrivente, quindi, prima di accettare l'incarico, ha verificato di non avere incompatibilità o potenziali requisiti tali da poter minare la propria indipendenza; a tal proposito lo scrivente dichiara:

- di non essere legato alla Società né a coloro che hanno interesse all'affitto da rapporti di natura personale o professionale tali da comprometterne l'indipendenza di giudizio;
- di non trovarsi in una situazione di cui all'art. 2399 del codice civile;
- di non avere prestato negli ultimi cinque anni attività di lavoro subordinato o autonomo in favore della Società ovvero partecipato agli organi di amministrazione o di controllo della stessa.

Il sottoscritto, quindi, confermata la propria indipendenza.

### 1.3 PRINCIPI DI VALUTAZIONE

La valutazione è un giudizio ragionato e motivato che si fonda su stime; non è mai il risultato di un mero calcolo matematico; non è un dato di fatto, ma una

stima di una specifica configurazione di valore riferita ad una specifica attività ad una specifica data, tenuto conto della specifica finalità della stima. Qualsiasi valutazione richiede una dose significativa di giudizio da parte dell'esperto.

L'opinione di valore cui giunge l'esperto deve essere:

- **razionale**, nel senso che la valutazione deve seguire uno schema logico rigoroso, convincente e fondato su principi di razionalità economica;
- **verificabile**, nel senso che il processo valutativo deve poter essere dimostrato con riguardo alla provenienza dei dati utilizzati, all'attendibilità delle fonti, alla ragionevolezza delle ipotesi assunte, alla correttezza dei passaggi logici alla base dei calcoli, alla ragionevolezza delle conclusioni;
- **coerente**, nel senso che l'esperto deve garantire la corrispondenza più ampia possibile fra base informativa, obiettivi della valutazione e risultati conseguiti, compatibilmente con la natura dell'incarico ricevuto;
- **affidabile**, nel senso che l'esperto deve circoscrivere, nei limiti del possibile, la discrezionalità valutativa.

#### 1.4 DOCUMENTAZIONE ESAMINATA

Lo scrivente ha svolto tutte le proprie indagini e tutte le verifiche necessarie per garantire l'esecuzione di un lavoro rispettoso dei limiti e degli impegni richiesti e per assicurare ai destinatari la necessaria completezza sostanziale e formale.

Nello svolgimento dell'incarico ricevuto, lo scrivente ha acquisito tutta la documentazione necessaria e i relativi elaborati, nei limiti di quanto occorrente ai fini della presente relazione; ha assunto dal Curatore le informazioni necessarie ed effettuato gli opportuni accertamenti per la formazione del proprio personale convincimento, al fine di poter esprimere il giudizio ad esso richiesto.

In particolare, lo scrivente ha ricevuto ed esaminato la documentazione di seguito elencata, fornita da:

- visura camerale;
- bilanci degli anni 2020, 2021, 2022 e 2023 (quest'ultimo tuttavia non approvato dall'Assemblea dei Soci);
- Situazione contabile alla data di apertura della procedura di liquidazione giudiziale.

## 1.5 LIMITI DELLA STIMA

La presente stima deve essere interpretata alla luce dei limiti sottesi al complessivo lavoro svolto. I principali limiti riscontrati sono relativi, in particolare, all'indisponibilità di dati aggiornati, o comunque successivi alla data del 31 dicembre 2023, in quanto non sono stati forniti i dati economici dell'andamento dell'attività da parte della società affittuaria, nonché dalla mancanza di dati previsionali della società affittuaria, riferiti alle attese reddituali, finanziarie e (*budget e/o business plan*).

Tale limite risulta ulteriormente influenzato dall'attuale contesto macroeconomico, caratterizzato da estrema volatilità dovuta alla concomitanza di fattori del tutto esogeni al presente lavoro, quali le tensioni geopolitiche e la correlata spinta inflazionistica.

In aggiunta, la documentazione contabile e d'altro tipo fornita non è stata oggetto di verifiche di attendibilità autonome. Essa è stata utilizzata facendo affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza di tutti gli elementi informativi, contabili e di altro tipo, senza alcun riscontro autonomo da parte di chi scrive.

Infine, le analisi svolte non hanno riguardato: (i) l'individuazione di eventuali rischi, oneri o passività potenziali non riportati nei documenti resi disponibili al sottoscritto; (ii) l'impatto di eventuali eventi successivi alla data di riferimento della stima non comunicati al sottoscritto.

## 2. METODI DI VALUTAZIONE

### Premessa

La valutazione non è un processo che conduce ad un risultato univoco, in quanto essa è condizionata da elementi di carattere tecnico, temporale ed informativo.

In sostanza, il valore di un'azienda è un dato relativo: non unico, non definitivo, ma valido alla data in cui viene espresso, per le finalità per le quali è elaborato ed in presenza di specifiche condizioni.

Il processo valutativo tradizionale consiste nella semplice applicazione di formule e il valore finale dell'azienda viene espresso numericamente come se fosse una grandezza certa, un valore assoluto e veritiero.

Il ricorso alle formule spiega il tentativo di rendere il valore il più possibile oggettivo e dimostrabile, dunque libero da valutazioni di carattere soggettivo.

In realtà, la valutazione di un'azienda non può ridursi, a causa delle caratteristiche intrinseche del fenomeno osservato, ad una mera misurazione di tipo lineare. Tale valore, infatti, è frutto di un processo valutativo più complesso, che deve essere adeguatamente verificato perché alla base può contenere limitazioni e incertezze concettuali.

Oggi, in tema di valutazione d'impresa, è sempre più diffusa l'idea che l'applicazione delle semplici formule sia insufficiente per analizzare le capacità e le competenze effettive di un'azienda.

I principali limiti riscontrabili nelle formule possono riguardare prevalentemente:

- la scarsa dimostrabilità;
- l'incompletezza.

Diversi sono i fattori che influenzano la scelta del metodo di valutazione da adottare per stimare il valore di un'azienda (o un ramo di essa), inteso come complesso economico in funzionamento:

- il soggetto nel cui interesse la valutazione viene eseguita;
- il tipo di operazione economica per la quale la valutazione è richiesta;
- il settore in cui l'azienda si trova ad operare, ecc.

Per stimare il valore di un'azienda occorre evitare di utilizzare un numero ingiustificato di metodi di valutazione o di varianti poiché questo renderebbe arbitraria e di difficile costruzione la sintesi valutativa. L'utilizzo di più metodi può comunque essere gestito da parte degli esperti, ad esempio scegliendo un metodo principale accompagnato da uno o più metodi di controllo, oppure attribuendo un'importanza equivalente ad un numero consistente di metodi o di varianti usati. Il requisito fondamentale è che le scelte in materia di metodo devono poggiare su una solida analisi. Non possono dunque prescindere da un'analisi del quadro economico generale e di settore, delle caratteristiche delle aree di business coltivate, dei relativi fattori critici di successo, dei fattori di vantaggio competitivo, della coerenza delle strategie, della consistenza delle risorse disponibili, della imprevedibilità e delle discontinuità di ambiente, della dinamica dei risultati già ottenuti e della sostenibilità di quelli attesi per il futuro.

Generalmente si possono trovare due tipi di valutazioni:

Le prime si basano su modelli e formule focalizzati sulla singola impresa, arrivando al giudizio di valutazione tramite l'analisi dettagliata degli elementi caratterizzati dell'azienda, mentre le seconde ricorrono a moltiplicatori basati su informazioni di mercato. E' opinione diffusa, quasi un luogo comune, che i risultati espressi dalle valutazioni assolute e dalle valutazioni relative a mezzo dei moltiplicatori possano fisiologicamente divergere; e comunque la loro mancata coincidenza sia ammissibile, almeno entro certi limiti. Solo divergenze molto rilevanti, di fatto esprimenti risultati valutativi in netto contrasto tra di loro e che si smentiscano vicendevolmente, sarebbe motivo di vera preoccupazione, potendo inficiare o rendere inaffidabile l'intero processo valutativo.

I criteri riconosciuti per la valutazione delle aziende, o dei rami di azienda, appartengono a cinque gruppi, comprensivi di diverse varianti:

- 1) i criteri patrimoniali;
- 2) i criteri reddituali;
- 3) i criteri comparativi di mercato;
- 4) i criteri finanziari;
- 5) i criteri che esplicitano la creazione di valore.

I metodi di valutazione del capitale economico di un'azienda vengono solitamente distinti in metodi diretti e indiretti.

I metodi diretti tradizionali individuano il valore del capitale economico d'impresa fondando la valutazione per prezzi effettivamente espressi dal mercato di borsa per l'azienda stessa o per quote di capitale di aziende similari.

Quelli indiretti invece possono essere classificati in metodi basati sui valori flusso (metodi reddituali e finanziari) oppure basati sui valori stock (metodi patrimoniali). I primi sono quelli che meglio si ricollegano al concetto di capitale economico perché si basano sull'ipotesi che il capitale economico di un'azienda è pari alla somma dei valori attuali dei flussi reddituali o finanziari, che probabilmente saranno conseguiti in futuro.

Quelli che si focalizzano su valori stock, invece, si basano sul presupposto che il valore di un'azienda è uguale alla somma degli elementi del patrimonio, considerati nei loro valori correnti. In questo modo vengono evidenziate quelle

che sono le "tre grandi famiglie" di metodi utilizzabili per la stima del capitale economico, o meglio le tre soluzioni estreme.

Tuttavia, optando per un metodo ispirato al criterio reddituale o finanziario puro, significherebbe non considerare quella che è la reale consistenza patrimoniale di un'azienda, e viceversa, utilizzando esclusivamente un metodo patrimoniale, significherebbe trascurare quella che è la reale capacità dell'azienda nel generare valore. Per questo motivo vengono utilizzate spesso soluzioni intermedie, quali sono ad esempio i metodi misti.

Al di là della loro articolazione, tutti i criteri sono riconducibili a tre metodiche generali:

- del costo (criteri patrimoniali);
- dei risultati attesi (criteri reddituali, criteri finanziari);
- del mercato (criteri comparativi di mercato).

Inoltre, è possibile una combinazione tra le metodiche del costo e del reddito (criteri che esplicitano la creazione di valore).

La metodica di mercato (market approach) fornisce un'indicazione di valore attraverso la comparazione dell'attività oggetto di valutazione con attività simili o identiche con riferimento alle quali siano disponibili indicazioni significative di prezzi recenti. L'esperto deve essere consapevole che la metodica di mercato fornisce indicazioni di valore significative, in quanto basate su dati oggettivi, in presenza delle seguenti condizioni:

- a) le attività assunte quali benchmark dell'attività oggetto di valutazione presentano un grado accettabile di comparabilità;
- b) i prezzi osservati per le attività di riferimento si formano in normali condizioni di mercato;
- c) non siano riconosciuti nel prezzo valori o sinergie speciali (legate alla specifica transazione).

La non diretta comparabilità delle attività di cui si conoscono i prezzi con l'attività oggetto di valutazione può richiedere aggiustamenti ai prezzi per considerare differenze nelle caratteristiche legali, economiche o fisiche dell'attività.

La metodica dei risultati attesi (*income approach*) fornisce un'indicazione del valore basata sulla capacità di una attività reale o finanziaria di generare flussi di risultato nel futuro. Quest'ultimi possono essere configurati con differenti criteri.

Questa metodica si rifà alla teoria della finanza in base alla quale il valore di ogni attività di carattere reale o finanziario è funzione dei flussi finanziari o reddituali generati nell'arco della vita utile residua dell'attività stessa, della distribuzione nel tempo dei risultati attesi e del grado di incertezza riferibile alla futura manifestazione dei flussi di risultato. Solitamente viene utilizzata anche ai fini della valutazione di passività, finanziarie e non, attraverso la considerazione dei flussi di cassa necessari al servizio delle passività stesse. Nel caso della valutazione di complessi immobiliari, soprattutto se specializzati, la metodica dei flussi di risultati attesi costituisce uno strumento di analisi diretta o di controllo dei risultati ottenuti applicando metodi diversi. La metodica dei flussi di risultato attesi, invece, è raramente utilizzata per la valutazione di impianti e macchinari in quanto risulta difficile isolare i flussi di cassa imputabili ad un singolo bene. Esistono tuttavia complessi organizzati di beni (es. centrali elettriche, linee di reparti produttivi, ecc.) che possono generare flussi di risultato autonomi, per i quali, talvolta, la metodica dei flussi di risultato attesi è la più adatta per arrivare a conclusioni di valore attendibili.

La metodica del costo (*cost approach*) fornisce indicazioni in ordine all'onere che dovrebbe essere sostenuto per sostituire o rimpiazzare l'attività oggetto di valutazione con una di utilità equivalente. Tale informazione può risultare rilevante anche in presenza di indicazioni di valore desumibili dalla metodica del mercato (*market approach*) e dalla metodica dei risultati attesi (*income approach*). Le informazioni che possono essere ottenute attraverso la metodica del costo, assumono differente significato e rilievo in funzione della categoria di attività (*asset class*) alla quale appartiene l'attività oggetto di valutazione. Si tratta peraltro di informazioni che in genere integrano le indicazioni che possono essere ottenute attraverso la metodica di mercato e la metodica dei risultati attesi. Conseguentemente, il *cost approach* viene utilizzato quale unica metodica di valutazione nei casi in cui non risultino disponibili informazioni che consentano l'utilizzo degli approcci alternativi, ovvero non sia significativo ricondurre flussi di risultati ad attività specifiche (come ad esempio nel caso della valutazione di singoli impianti, macchinari e strumenti di produzione). Il costo può essere inteso in due differenti accezioni: come costo di riproduzione o ricostruzione

(reproduction cost) o come costo di sostituzione o rimpiazzo (replacement cost). Devono essere precisate le motivazioni per le quali viene prescelta la prima o la seconda accezione di costo.

Il costo di riproduzione viene utilizzato quando la riproduzione rappresenta il modo più economico per rimpiazzare un bene. Se essa risulta fisicamente non possibile, oppure non è tecnicamente valida a motivo delle innovazioni tecnologiche intervenute, si ricorre al costo di sostituzione. Il costo di sostituzione o rimpiazzo si definisce come il costo necessario per costruire o acquistare fabbricati, macchine, impianti e accessori basati su tecnologie e materiali correnti, che siano in grado di rimpiazzare il bene in uso possedendone analoga capacità e resa e, in generale la stessa utilità. Il criterio del costo quando riferito ad attività in grado di traferire un vantaggio competitivo (ad esempio beni intangibili) deve considerare oltre ai costi diretti ed ai costi finanziari indiretti (*developer's profit*) anche l'eventuale incentivo imprenditoriale (*entrepreneurial incentive*). L'incentivo imprenditoriale è il maggior rendimento rispetto al costo del capitale che colui che ha realizzato un bene in grado di trasferire un vantaggio competitivo desidera vedersi riconosciuto, nella cessione del bene stesso, per compensarlo dell'extra-reddito che il bene è in grado di generare.

Il costo di riproduzione e il costo di rimpiazzo devono essere determinati tenendo conto dei fenomeni di degrado (obsolescenza) che interessano l'attività oggetto di valutazione alla data di valutazione. I fenomeni di degrado sono trattati attraverso una serie di abbattimenti applicati alla stima del valore dell'attività nuova per esprimere sia l'usura fisica che caratterizza il bene, sia le ragioni d'inferiorità che esso presenta rispetto al nuovo (obsolescenza).

L'obsolescenza può assumere tre principali configurazioni:

- 1) obsolescenza economica;
- 2) obsolescenza fisica;
- 3) obsolescenza funzionale.

L'obsolescenza economica è definita come la perdita di valore dovuta a fattori esterni (estranei all'attività in sé) e può derivare da varie cause, quali: l'aumento di prezzo delle materie prime o del costo del lavoro non compensato da un aumento dei prezzi dei prodotti finiti, la riduzione di domanda dei prodotti finiti,

un aumento della competizione, una elevata inflazione, nuove norme e regolamenti.

L'obsolescenza fisica è definita come la perdita di valore di un'attività materiale attribuibile al logoramento risultante da: utilizzo e manutenzione effettuata, esposizione all'atmosfera e all'ambiente, guasti interni causati da vibrazioni, sforzi, effetti di incidenti o sinistri.

L'obsolescenza funzionale è definita come la perdita di valore di un'attività dovuta ad inefficienze o inadeguatezza delle attività in sé, quali: l'eccesso di investimento (che riflette una riduzione di valore resa necessaria da intervenute innovazioni costruttive o dalla disponibilità di migliori materiali), l'insufficienza (o inadeguatezza) funzionale (dovuta a motivi di inadeguatezza che provocano eccessi di costi operativi), l'ubicazione dell'attività e l'eccesso di capacità (sovradimensionamento).

Dopo questa breve esposizione di alcuni concetti basilari dell'attività valutativa, si passa ora all'analisi teorica dei metodi più utilizzati per la valutazione delle aziende.

### **I metodi patrimoniali**

I metodi patrimoniali di valutazione si fondano sul principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale.

La stima patrimoniale, infatti ha tre caratteristiche:

- è una stima analitica, perché effettuata distintamente per ciascun elemento del patrimonio;
- è a valori correnti, in quanto direttamente o indirettamente basata sui prezzi di mercato nel momento in cui avviene la negoziazione;
- considera valori di sostituzione, dal momento che l'ipotesi assunta è quella del riacquisto o della ricostituzione (per le poste attive) e dell'estinzione o rinegoziazione (per le poste passive).

Perciò il punto di partenza dell'analisi patrimoniale non può che essere il bilancio d'esercizio, che rappresenta una condizione necessaria ma non sufficiente per determinare il valore economico, in quanto necessita di una rielaborazione dei dati in esso contenuti.

I due principali metodi patrimoniali "puri" sono:

- il metodo patrimoniale semplice;
- il metodo patrimoniale complesso.

Tale distinzione deriva dal fatto che i beni immateriali non contabilizzati sono considerati nel solo metodo patrimoniale complesso e non in quello semplice.

Il metodo patrimoniale semplice è, tra i metodi patrimoniali, il più noto e il più diffuso. Esamina l'azienda come insieme di attività e passività e determina il patrimonio netto, sul piano contabile e dei valori, come semplice somma algebrica degli elementi che lo compongono. Pertanto, a tal fine si devono individuare tutti gli elementi patrimoniali oggetto di trasferimento, quindi assegnare loro i valori correnti di mercato, in sostituzione dei valori contabili che appaiono per essi in bilancio d'esercizio. Perciò, si rendono necessarie delle rettifiche, positive o negative a seconda dei casi, agli elementi patrimoniali espressi dal bilancio d'esercizio. In tale metodo infatti, l'espressione a valori correnti degli elementi attivi e passivi è considerato il momento fondamentale della stima del capitale economico d'azienda. I criteri seguiti per questa espressione a valori correnti degli elementi attivi sono principalmente due:

- il valore del presunto realizzo per i beni destinabili direttamente allo scambio e per gli elementi del patrimonio che rappresentano valori derivanti da scambi precedentemente effettuati;
- il valore di sostituzione per gli elementi c.d. di realizzo indiretto.

Ma, come osserva l'Onida "occorre non lasciarsi trarre in inganno nell'interpretare queste valutazioni effettuate con criteri così dissimili. Spesso i valori di costo e specialmente di costo passato, vengono accolti dal cessionario dell'azienda, soprattutto in quanto si reputa ch'essi non siano superiori ai valori di realizzo attuale o futuro: in tali casi si bada propriamente al presumibile rapporto tra i valori di realizzo e quelli di costo attribuiti alle attività e può anche non avere alcuna importanza l'indagine intorno alla particolare configurazione di costo adottata per la valutazione e al modo nel quale i costi sono stati determinati".

Mentre, per gli elementi passivi, la riespressione a valori correnti implica la determinazione del valore di presunta estinzione.

Operate tutte le rettifiche, che devono potenzialmente rivolgersi alle voci dello stato patrimoniale, il valore del capitale sarà uguale a:

**Valore netto contabile del capitale netto**

- + plusvalenza attività
- minusvalenza attività
- + minusvalenza passività
- plusvalenze passività
- +/- effetto fiscale (imposte)

---

= **Patrimonio netto rettificato a valori di mercato**

Nel metodo patrimoniale complesso, a differenza del metodo patrimoniale semplice, il processo di rettifica del patrimonio netto dell'azienda prende in considerazione anche i beni immateriali non contabilizzati. L'obiettivo di tale metodo, infatti, è quello di integrare il valore del capitale economico risultante dall'applicazione del metodo patrimoniale semplice, con una stima del plusvalore che i beni immateriali non presenti in bilancio possono dare alla società valutata. L'estensione della stima di tipo patrimoniale agli elementi immateriali si rende particolarmente opportuna quando questi ultimi hanno un peso rilevante ai fini del successo dell'azienda, sono associati a processi d'investimento chiaramente rilevabili e possono essere oggetto di trasferimento nel senso che il bene può essere ceduto estraendolo dall'azienda. Sempre più spesso le imprese destinano una parte cospicua dei loro investimenti ai beni immateriali perché oggi sono considerati una componente di grande peso per il successo a lungo termine delle imprese. Inoltre, la misura degli intangibili per la formazione del bilancio è divenuto un tema di grande attualità negli ultimi anni, in connessione con l'applicazione dei nuovi principi contabili internazionali.

Il metodo patrimoniale presenta evidenti limiti metodologici, in quanto stima il valore dell'azienda quale differenza algebrica tra attività e passività, per quanto riespresse a valori correnti, ponendo in secondo piano la capacità prospettica di generare flussi di risultato. Tuttavia questo metodo trova ancora applicazione nella pratica professionale italiana, per motivi essenzialmente storici, imputabili al maggior peso del sistema bancario, rispetto al sistema finanziario.

Va comunque aggiunto che, nel corso degli anni passati (in particolare nei paesi dell'Europa Continentale), il metodo si è caratterizzato per alcuni indubbi punti di forza, che lo hanno reso particolarmente interessante:

- il processo di stima risulta più consistente (meno soggettivo) rispetto ad altri metodi di valutazione;
- il processo di valutazione è facilmente controllabile e ripetibile, garantendo la dimostrabilità delle valorizzazioni di ciascuna posta patrimoniale;
- il modello richiede la definizione di un numero limitato di ipotesi.

### **I metodi reddituali**

Il metodo reddituale stima il valore del capitale economico d'azienda in funzione della capacità di reddito futura della stessa.

I metodi di valutazione reddituali si distinguono in:

- metodo reddituale complesso;
- metodo reddituale puro o semplice;

Il metodo reddituale complesso, detto anche metodo di attualizzazione dei risultati attesi anno per anno, stima il valore dell'azienda sulla base dei redditi normali attesi puntuali, determinati cioè anno per anno, su un orizzonte temporale che difficilmente supera i dieci anni.

La formula che esprime il valore economico sarà la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^n (R_t \times v^t)$$

Dove:

W è il valore del capitale economico dell'azienda;

$R_t$  è il reddito medio prospettico;

$v^t$  è il coefficiente di attualizzazione al tasso  $i$ .

Il fatto che questo procedimento tenga conto della distribuzione dei redditi teoricamente è un vantaggio, ma in concreto la previsione distinta dei redditi annui futuri è molto difficile. Il metodo in esame, infatti, è utilizzabile solo in situazioni nelle quali ci siano determinate condizioni che permettano di prevedere con sicurezza i risultati futuri. Il metodo reddituale puro comporta la capitalizzazione, ad un prefissato tasso, del reddito futuro atteso. In formula:

$$W = R/i$$

Dove:

W è il valore del capitale economico d'azienda;

R è il reddito medio prospettico;

i è il tasso di capitalizzazione.

I tre elementi che caratterizzano la formula sono: l'orizzonte temporale, il reddito a medio-lungo termine e il tasso di capitalizzazione.

La scelta dell'orizzonte temporale illimitato presuppone l'ipotesi che l'azienda abbia una capacità di reddito temporalmente illimitata. Si tratta di un'ipotesi semplificatrice della realtà che trova giustificazione in molta parte della dottrina con talune motivazioni di ordine teorico.

Se il riferimento ad un periodo di tempo circoscritto è necessario in casi particolari (periodi di concessione, esaurimento fisico dell'attività o dello scopo, ecc.) è chiaro in via generale, considerato che l'azienda è un istituto atto a perdurare, l'adozione di un arco di tempo indeterminato sembra la soluzione più corretta. Se invece l'esperto valutatore opta per una stima analitica dei futuri flussi di risultato, l'arco temporale prescelto dovrà essere definito, a causa delle difficoltà connesse alla stima di redditi normali attesi attendibili all'aumentare dell'orizzonte temporale.

Secondo i P.I.V. (III.1.31), l'arco temporale deve appunto essere di regola infinito. Tuttavia, nel caso di aziende caratterizzate da radici meno solide, o operanti in settori con elevata variabilità dei soggetti, è comunque preferibile l'adozione di un orizzonte temporale definito. Le incertezze previsionali dipendono da molteplici variabili, quali il grado di rischio dell'attività dell'azienda, il dinamismo che caratterizza l'ambiente competitivo, ecc.. A ciò si deve aggiungere la disponibilità e l'attendibilità della documentazione ricevuta.

Il secondo elemento della formula è il reddito. Più precisamente, la configurazione di reddito presa in considerazione è quella di reddito medio-normale, intendendosi con questa espressione quel risultato in grado di esprimere la capacità reddituale dell'azienda, in condizioni di normale svolgimento della gestione. Il processo di calcolo del reddito medio-normale prevede due fasi. La prima fase è quella riguardante la normalizzazione dei redditi storici, che ha come obiettivo quello di rendere coerente la serie storica dei risultati aziendali tratti dai

bilanci, rendendo i singoli elementi della serie omogenei gli uni rispetto agli altri e, soprattutto, depurandoli da tutte quelle componenti distorsive relative ad eventi o condizioni estranee ad un normale svolgimento della gestione.

Il processo di normalizzazione consta delle seguenti fasi:

- redistribuzione nel tempo di proventi e costi straordinari: attraverso tale fase si riconducono tali componenti a criteri di competenza economica. In questo modo si evita il rischio che i risultati di singoli esercizi siano esaltati o depressi a causa della casuale distribuzione degli eventi nel tempo;
- eliminazione (o correzione per ricondurli a valori il più possibile equi) di proventi e costi estranei alla gestione: il riferimento è, a titolo di esempio, ai compensi attribuiti ai proprietari e/o agli amministratori nelle aziende familiari non allineati (in senso positivo o negativo) ai valori di mercato;
- neutralizzazione delle politiche di bilancio (fiscali e non): per politiche di bilancio si intendono tutte quelle valutazioni non ispirate dal principio di neutralità, cui sempre dovrebbe conformarsi chi redige un bilancio, ma dalla composizione degli interessi, più o meno complessi, che gravano sul processo di determinazione del reddito d'esercizio;
- neutralizzazione degli effetti dell'inflazione: negli ultimi anni il peso di questa componente è diventato marginale essendosi essa attestata, in molti paesi, su valori minimi.

Conclusa l'analisi storica dei risultati dell'azienda, la fase successiva strumentale al calcolo del reddito medio-normale, concerne la stima dei redditi futuri. La pratica ha elaborato diversi metodi di stima, tra i quali esaminiamo i seguenti:

- metodo dei risultati storici: si ipotizza di proiettare nel futuro, senza alcuna variazione sensibile, il reddito medio-normale conseguito negli ultimi 3-5 anni. Tale metodo si applica in presenza di una situazione di sostanziale stazionarietà sia della capacità reddituale dell'azienda che delle condizioni di normale svolgimento della gestione;
- metodo di proiezione dei risultati storici: attraverso l'analisi dei redditi passati si cerca di individuare delle variabili esplicative ritenute in grado

di influenzare i risultati dell'azienda. Presupposti per l'utilizzazione di questo metodo sono la concreta individuazione di tali variabili e la possibilità di elaborare un meccanismo di calcolo che metta in correlazione la dinamica delle variabili individuate con quella dei risultati reddituali dell'azienda. Nel caso in cui sussistano tali due requisiti, si effettuano delle previsioni circa l'andamento futuro delle variabili esplicative a cui corrisponderanno, in base alla legge di correlazione individuata, dei risultati in termini di reddito;

- metodo dei risultati programmati: tale metodo basa le proprie stime sui documenti previsionali stilati dalle aziende in fase di programmazione quali sono, ad esempio, il budget annuale e i piani pluriennali.

Il terzo input della formula è il tasso di capitalizzazione, che sarà analizzato nel metodo finanziario adottando le tipologie equity side e asset side. Comunque, in presenza di limiti alla durata della vita aziendale, si adotta una formula che ipotizzi una durata limitata:

$$W = R \times a_{\overline{n}|i}$$

Dove:

W è il valore economico dell'impresa;

R è il reddito previsto per l'intero periodo preso in considerazione;

i è il tasso di attualizzazione;

n è l'orizzonte temporale;

$a_{\overline{n}|i}$  è l'attualizzazione a n anni.

Il metodo reddituale risulta più consistente rispetto al modello patrimoniale: basandosi prevalentemente sulla rilevazione e sulla stima di grandezze economiche, vengono eliminati gli effetti distorsivi di valutazioni e stime proprie del metodo patrimoniale. La diffusione del modello nella prassi professionale è notevole (in particolare nell'ambito delle operazioni di M&A), dove l'interesse delle parti è valutare la potenzialità reddituale dell'azienda, storica e prospettica. Il modello risulta particolarmente efficace nel caso di aziende caratterizzate da un basso grado di patrimonializzazione, con una forte presenza di elementi immateriali (per esempio aziende di servizi, commerciali, di intermediazione finanziari, di consulenza) e redditività tendenzialmente costante.

## I metodi misti

I metodi misti includono nella stima dell'azienda i principi essenziali dei procedimenti patrimoniali e reddituali. Il valore dell'azienda quindi, risulta funzione sia del patrimonio, sia del reddito, allo scopo di tenere conto degli elementi di obiettività e dimostrabilità propri dei metodi patrimoniali e dell'elemento di razionalità, che caratterizza i metodi reddituali. Il carattere misto è, dunque, collegato alla contemporanea presenza di elementi oggettivi, riconducibili alla componente patrimoniale, e di elementi soggettivi, appartenenti alla componente reddituale.

I più diffusi metodi misti sono costituiti dal metodo del valor medio (talvolta denominato "metodo dei pratici tedeschi") e dal metodo della stima autonoma dell'avviamento (detto anche "metodo anglosassone").

Secondo gli esperti il metodo del valore medio è il più elementare dei metodi misti in quanto definisce il valore del capitale economico (W) come il risultato della media aritmetica del capitale netto rettificato (K) e del valore di capitalizzazione del reddito atteso (R/i). Perciò, in tale metodo si assegna uguale peso alla valutazione patrimoniale e alla valutazione reddituale.

La formula che si utilizza è la seguente:

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

Dove:

- W è il valore del capitale economico;
- K rappresenta il patrimonio netto rettificato;
- R è il reddito medio prospettico;
- i è il tasso di attualizzazione.

Questa formula può scriversi anche nel seguente modo:

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

dove  $\left( \frac{R}{i} - K \right)$  rappresenta l'avviamento positivo o negativo dell'impresa, goodwill o badwill.

E' agevole rilevare che il metodo del valor medio considera il goodwill o il badwill

per metà del suo valore.

La metodologia di stima autonoma dell'avviamento invece, assegna maggiore importanza a quest'ultimo, considerando per l'intero il suo valore. Il valore dell'azienda è determinato sommando al capitale netto rettificato il valore attuale del sovra-reddito futuro (goodwill), inteso quest'ultimo come la differenza tra il reddito medio-normale dell'azienda e il rendimento ritenuto "normale" per il settore di appartenenza.

Nella sua versione più nota, il metodo si esprime con la formula:

$$W = K + (R - yK) \alpha_{n-i}$$

Oppure con il metodo della capitalizzazione illimitata del profitto medio, la cui formula è la seguente:

$$W = K + \frac{(R - yK)}{i}$$

Dove:

W è il valore economico dell'azienda;

K è il capitale netto rettificato, che costituisce il valore dell'azienda ottenuto attraverso l'impiego del metodo patrimoniale semplice;

R è il reddito medio normale atteso dell'azienda oggetto di valutazione, secondo la configurazione di reddito che si utilizza nel metodo reddituale;

Y è il tasso di rendimento "normale" del settore in cui opera l'azienda da valutare, la cui funzione è quella di misurare il reddito ottenibile da un capitale pari a K, investito nel settore operativo di appartenenza dell'azienda;

yK è il reddito normalmente atteso nel settore in cui opera l'azienda;

(R-yK) è l'avviamento che risulta dalla differenza tra la redditività dell'azienda oggetto di valutazione e la redditività normale del settore di appartenenza. Se la differenza di tale valore è positiva, si è in presenza di un goodwill, cioè di un avviamento positivo, che indica il sovra-reddito che l'azienda è in grado di produrre rispetto alla media di settore per le sue capacità peculiari; se invece la differenza è negativa, si è in presenza di badwill, cioè di un avviamento negativo, che significa che l'impresa non è idonea a produrre un risultato che sia almeno in linea con la redditività normale del capitale investito;

i è il tasso di attualizzazione dell'avviamento; esso è espressivo del rischio peculiare di cessazione del sovra-reddito.

### **I metodi finanziari**

Il metodo finanziario stima il valore dell'azienda in funzione della capacità futura di generare flussi di cassa. In questa prospettiva, dunque, il capitale d'azienda assume valore in quanto in grado di conseguire risultati idonei a remunerare congruamente tutti i fattori produttivi impiegati, incluse le risorse finanziarie necessarie a sostenere l'attività aziendale.

Tre sono gli ambiti di applicazione in cui il modello consente di giungere a risultati affidabili:

- il primo caso è costituito da imprese steady state, con capacità di reddito costante nel tempo e investimenti di mantenimento (capex) allineati agli ammortamenti. E' questo un ambito di applicazione in cui il Discounted Cash Flow (DCF) si avvicina a un criterio reddituale analitico.
- il secondo caso riguarda imprese in rapida crescita che non abbiano ancora raggiunto il pareggio economico, né siano in grado di realizzare nell'orizzonte di previsione esplicita flussi di reddito significativi. In questi casi i criteri reddituali sono inapplicabili e la gamma di metodi di valutazione a disposizione dell'esperto si restringe ai criteri di stima relativi e ai criteri finanziari.

Il valore dell'azienda ottenuto con l'applicazione del metodo finanziario è essenzialmente caratterizzato da tre fattori:

- i flussi di cassa (disponibile per i soci o operativo netto a seconda della versione levered o unlevered);
- il periodo di proiezione analitica;
- il tasso di attualizzazione.

I flussi di cassa da stimare per il periodo di proiezione esplicita derivano dalla predisposizione, da parte del valutatore, di una serie di bilanci previsionali. Questi hanno la funzione di fornire i dati necessari al fine di calcolare il flusso di cassa atteso per ciascuno dei periodi assunti a base per la valutazione. Nella tabella

seguinte si riporta il procedimento per il calcolo dei flussi di cassa per la versione unlevered, e in quella successiva quello per il calcolo dei flussi di cassa levered.

**FREE CASH FLOW OPERATIVO**

	Ebit
-	Imposte sul risultato operativo
=	<b>Nopat</b>
+	Ammortamenti
+	Svalutazioni, accantonamenti ed altri costi non monetari
=	<b>Autofinanziamento netto</b>
+/-	Variazione del capitale circolante netto commerciale (CCNe)
-	Variazione dei fondi
=	<b>Flusso di cassa operativo corrente (FCOC)</b>
-	Investimenti riferibili all'area operativa
+	Disinvestimenti riferibili all'area operativa
=	<b>Free cash flow operativo</b>

**FREE CASH FLOW TO EQUITY**

	Free cash flow operativo
-	Interessi passivi e altri oneri finanziari
-	Pagamento dividendi
+	Proventi finanziari
+	Negoziazione nuovi debiti
-	Rimborso debiti in scadenza
+	Aumenti di capitale sociale a pagamento
-	Rimborsi di capitale sociale
=	<b>Free cash flow to equity (FCFE)</b>

Per quanto attiene all'orizzonte temporale da impiegare, restano valide le considerazioni fatte in sede di analisi del modello reddituale, ossia deve essere definito in modo tale che, al termine dello stesso, l'azienda abbia raggiunto uno stato di sostanziale equilibrio.

Una volta determinati i flussi di cassa attesi, sarà necessario stabilire il valore da attribuire al tasso di attualizzazione. Nel caso in cui il metodo finanziario adottato sia "levered" il tasso impiegato è dato dalla somma del tasso privo di rischio (risk free) e del premio per il rischio (metodo c.d. CAPM, Capital Asset Pricing Model). Nel caso si propenda per la versione "unlevered" – generalmente il più adottato tra i metodi finanziari – il tasso di attualizzazione è dato dal costo medio ponderato del capitale (il c.d. WACC, Weighted Average Cost of Capital) il quale è definito dalla seguente formula:

$$Wacc = Ke \frac{E}{E+D} + Kd \frac{D}{E+D}$$

Dove:

$Ke$  costo del capitale proprio;

$Kd$  costo del debito;

$E$  mezzi propri capitale proprio;

$D$  indebitamento.

Il più noto fra i metodi finanziari è l'Unlevered Discounted Cash Flow (DCF) che nella teoria finanziaria americana, rappresenta la metodologia di riferimento per la stima del capitale economico d'impresa. In formula:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+i_{ci})^t} + TV + PFN$$

Dove:

$FC_t$  flussi di cassa disponibili;

$i_{ci}$  tasso di attualizzazione;

$n$  numero di anni di prevedibile durata;

$TV$  valore terminale (terminal value);

$PFN$  posizione finanziaria netta.

Come si evince dalla formula sopra riportata l'applicazione del DCF è il risultato della sommatoria di tre fattori principali:

- i flussi di cassa operativi che l'azienda sarà in grado di generare in futuro, scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale;
- il valore terminale dell'azienda, corrispondente ad una stima del valore futuro dell'azienda al termine del periodo di proiezione esplicita;
- la posizione finanziaria netta dell'azienda espressa a valori di mercato e determinata con riferimento alla data di valutazione.

Per completezza occorre precisare che la stima del "capitale investito può essere caratterizzata dalla presenza di impieghi extra-caratteristici (surplus assets – SA), i quali concorrono ai rendimenti prospettici in via autonoma piuttosto che in combinazione con gli altri fattori produttivi. Quando i rendimenti prospettici relativi

La addetti investimenti hanno una dinamica, ovvero sono soggetti a un grado di rischio diverso rispetto ai rendimenti prospettici riferibili all'azienda nel suo complesso, in genere si ritiene preferibile procedere ad una valutazione disgiunta sommando poi il relativo valore a quello dell'azienda (al netto ovviamente quest'ultimo, delle componenti connesse agli impieghi extra-caratteristici)

$$W = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FC_t}{(1+i)^t} + TV + PNF + SA$$

Il metodo finanziario annovera anche il Dividend Discount Model (DDM), il quale è utilizzato, in genere, per la valutazione di singoli titoli azionari di società apprezzate dal mercato proprio in funzione della loro politica dei dividendi. Tale metodo raramente è adoperato per la valutazione delle aziende o dei rami di azienda.

Il DDM si sostanzia nelle seguenti formule:

$$W = \sum_{t=1}^{\infty} D_t (1 + K_e)^{-t}$$

$$W = D_t (1 + K_e)^{-t} + P_n (1 + K_e)^{-n}$$

$$W = \frac{D_0 (1 + g)}{K_e - g}$$

La prima fa riferimento ad una corrente illimitata di dividendi  $D_t$ , attualizzati al costo opportunità del capitale proprio  $K_e$ . I dividendi rappresentano evidentemente concreti flussi monetari per gli azionisti, ma la loro stima può essere altamente incerta nel lungo periodo, in quanto i dividendi distribuibili sono funzione della capacità di reddito dell'azienda.

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

La terza formula esprime il valore dei titoli rappresentanti il capitale dell'azienda (e, quindi, il valore dell'azienda stessa) attraverso l'attualizzazione, per un periodo di tempo illimitato, del flusso di dividendi  $D_0$ , il quale aumenta costante secondo un tasso di crescita  $g$ .

## **I metodi basati sulle comparazioni di mercato**

Questi metodi si caratterizzano per essere di semplice applicazione.

I metodi basati sui multipli di alcune imprese comparabili richiedono meno ipotesi e consentono di effettuare valutazioni più velocemente rispetto all'adozione di metodi basati sui flussi di cassa attualizzati. In secondo luogo tale tipologia di valutazione è più facile da comprendere oltre che da presentare e spiegare. Infine, avendo per obiettivo la stima di un valore relativo piuttosto che di un valore intrinseco, i metodi in esame sono in grado di riflettere più da vicino gli "umori del mercato". In genere, quindi, la valutazione relativa risulterà in stime più vicine al prezzo corrente di mercato.

Paradossalmente i punti di forza di questo metodo sono anche i suoi punti deboli. Innanzitutto, la facilità con cui la valutazione può essere realizzata può avere come risultato determinazioni del valore poco coerenti, in cui variabili quali il rischio, la crescita o i flussi di cassa potenziali non vengono affatto presi in considerazione. Inoltre, il fatto che i multipli riflettano il market sentiment implica che il valore stimato sulla base del multiplo risulterà una sovrastima (sottostima) quando il mercato sta sopravvalutando (sottovalutando) le imprese comparabili. Infine, se è vero che ogni valutazione è comunque condizionata dai pregiudizi di chi la effettua, le valutazioni relative sono particolarmente soggette a manipolazioni per via della mancanza di trasparenza sulle ipotesi a esse sottostanti.

Tali metodi stimano il valore di un'azienda basandosi su:

- prezzi di mercato di società simili rispetto a quella oggetto di valutazione (metodo delle società comparabili);
- sui prezzi di transazioni effettivamente avvenute (metodo delle transazioni comparabili).

In qualche modo è come se la valutazione fosse "delegata" al mercato, considerando questo un "valutatore" obiettivo e preciso in grado di stimare indirettamente le potenzialità future dell'azienda.

Il metodo delle società comparabili stima il valore di un'azienda attraverso l'ausilio dei cosiddetti multipli, cioè rapporti tra il prezzo di borsa e una variabile economica relativi ad una o più aziende simili. Applicando alla medesima

variabile economica, riferita all'azienda oggetto di valutazione, il multiplo prescelto, si determina il valore dell'azienda target.

Le ipotesi su cui si fonda questo approccio sono tre:

- l'omogeneità tra l'azienda oggetto di valutazione e quelle scelte per la comparazione, nonché tra le relative variabili economiche contenute nei multipli;
- la variazione in misura direttamente proporzionale della variabile economica posta al denominatore nel rapporto rispetto al numeratore dello stesso;

- la rispondenza tra la dinamica del valore dell'azienda e la dinamica dei prezzi di borsa.

E' da precisare che per quanto si cerchi di costruire con attenzione l'elenco delle imprese comparabili, si finirà comunque per trovarsi con imprese diverse da quella presa in esame. Le differenze potrebbero essere minori per alcuni aspetti e maggiori per altri, ma ci saranno sicuramente, e vi sarà quindi la necessità di tener conto di tali differenze nel processo di valutazione relativa. Per far ciò, come evidenzia autorevole Dottrina, esistono tre metodi: i giudizi soggettivi, le rettifiche ai multipli e le regressioni sul mercato.

I multipli possono essere di due tipologie: equity side o asset side. I primi sono chiamati in tal modo in quanto al numeratore presentano una grandezza espressiva del valore del capitale netto. Gli asset side, invece, prevedono al numeratore una grandezza espressiva del valore del capitale operativo investito. Se si applicano i multipli asset side, la valutazione sarà di tipo unlevered, per cui per determinare il valore economico dell'azienda si dovrà sottrarre al capitale investito il valore dell'indebitamento finanziario.

Dopo aver scelto i rapporti da utilizzare, e averli opportunamente rettificati, si calcolano i cosiddetti multipli medi (o di settore) relativi al campione di aziende prescelto. Di frequente tali valori sono calcolati ricorrendo a medie ponderate in cui vengono attribuiti pesi maggiori alle società ritenute maggiormente simili a quella da valutare.

La fase finale consiste nell'applicare i multipli all'azienda da valutare. Se si è scelto di procedere con l'uso di più multipli, si calcolerà una media dei risultati ottenuti, che potrà essere semplice o ponderata in funzione della significatività attribuita

ai singoli rapporti. Il metodo delle transazioni comparabili può svilupparsi secondo due diverse versioni. La prima si concretizza in una comparazione "diretta", ossia scegliendo delle transazioni in cui siano coinvolte società considerate simili a quella da valutare e assumendone direttamente i prezzi. Si possono scegliere più transazioni come riferimento, e poi calcolare la media semplice o ponderata in funzione del grado di omogeneità. La seconda versione è del tutto simile al metodo delle società comparabili, con la differenza che i valori posti al numeratore dei multipli saranno prezzi effettivamente negoziati in transazioni realizzate nel passato.

I limiti del metodo sono essenzialmente tre:

- la già richiamata differenza concettuale tra il prezzo di negoziazione e il valore economico di un'azienda: il primo è influenzato dalle caratteristiche delle parti, il secondo è indipendente dai soggetti coinvolti;
- il numero di transazioni entro cui scegliere quelle comparabili è spesso esiguo e dipende dal contesto in cui si opera. Questo può portare a scegliere aziende notevolmente differenti rispetto a quella oggetto di valutazione;
- le informazioni sulle negoziazioni sono spesso di difficile accessibilità e scarsamente affidabili.

### **I metodi dinamici**

Il valore di un'impresa si determina sulla base di elementi afferenti il settore e di altri relativi all'azienda in esame. I metodi tradizionali possono non tenere conto della capacità dell'azienda di espandersi in nuovi settori o di ritirarsi, di entrare in nuovi segmenti o di abbandonarne, di fare acquisizioni o di rimanere danneggiata dall'insuccesso del settore. Poiché l'azienda opera in un contesto dinamico, al fine della sua valutazione occorre dunque tenere conto della sua capacità di esercitare singole opzioni/sfruttare le opportunità alle migliori condizioni e di chi rende possibile tutto ciò, il management. S'identifica dunque la logica di creazione del valore e i criteri ad essa connessi, logica divenuta basilare nelle scelte del top management.

Tra gli approcci che seguono questa nuova filosofia di creazione del valore vi è l'Economic Value Added ®, noto anche come Discounted Economic Profit.

L'EVA ® ha influenza sulle strategie industriali dell'impresa:

- il top management deve valutare il ritorno da un investimento considerando le alternative possibili;
- gli investitori puntano su quelle imprese che generano il rendimento aziendale migliore rispetto al loro costo del capitale: il rendimento aziendale è la somma ponderata di tutti i singoli rendimenti degli investimenti attuati dalla società;
- quando il rendimento aziendale eccede quello atteso dagli investitori, il valore di mercato (capitalizzazione borsistica) eccede il patrimonio netto contabile dando luogo a un premio che il mercato attribuisce alla società proprio per la sua capacità di creare valore (MVA = Market Value Added).

In merito alle metodologie in grado di esprimere la capacità di un'impresa di creazione del valore, i P.I.V. affermano che *"I procedimenti che esplicitano la creazione del valore [...] sono sempre riconducibili a valutazioni reddituali, che mettono in risalto l'entità del valore creato rispetto ai mezzi investiti dall'azienda, o nel ramo di azienda considerato e che permettono, sono talune condizioni, di ridurre il peso attribuito al valore terminale nelle valutazioni di tipo reddituale"*.

*"Quando si adotta un procedimento di stima che esplicita la creazione di valore, l'esperto deve approfondire in particolare le ragioni della presenza nel caso osservato di differenziali di reddito (o di risultato operativo) rispetto al reddito normale e alla sostenibilità nel tempo di questi ultimi. In conseguenza di ciò deve selezionare in modo appropriato i parametri di valutazione motivando le scelte compiute."*

L'elemento di novità sta nell'individuare, come driver di valore, elementi diversi dalle dimensioni tradizionali (patrimoniale, economica e reddituale): ci si basa comunque sui flussi legati alla gestione caratteristica. L'EVA ® misura la capacità dell'impresa di produrre un residual income, ossia l'utile derivante dalla più efficiente allocazione del capitale rispetto al costo necessario per disporre del capitale stesso. Il profitto dell'azienda è dunque pari al risultato che eccede la normale remunerazione di tutti i fattori produttivi, inclusi il capitale di rischio e il

lavoro dell'imprenditore. Si misura dunque la creazione di valore connessa a questo assunto.

Richiamando il Commento al P.I.V. III.1.33, applicando il metodo in esame il valore aziendale risulta così determinato:

$$V_{\varepsilon} = CO_0 + \frac{\sum_1^{\infty} [NOPAT_t - k \times CO_{t-1}]}{(1 + wacc)^t}$$

Dove:

*NOPAT* Risultato Operativo Netto d'imposta;  
*CO* Capitale Operativo Investito Contabile;  
*Wacc* Costo medio ponderato del capitale;  
*K* Tasso di attualizzazione.

Richiamando il Commento al P.I.V. III:1.33, fra i procedimenti che esplicitano la creazione di valore si cita, oltre al già visto metodo EVA, anche il metodo Discounted Abnormal Earnings (detto anche Residual Income Method).

$$W = C_0 + \frac{\sum_1^{\infty} [R_t - ke \times C_{t-1}]}{(1 + ke)^t}$$

Dove:

*C* patrimonio netto contabile;  
*R<sub>t</sub>* reddito netto;  
*ke* costo capitale proprio.

Nella sostanza, si tratta delle versioni equity side e asset side di una medesima logica valutativa.

L'orizzonte temporale illimitato e l'utilizzo esplicito dei tassi ke (costo dei mezzi propri) e wacc (costo medio ponderato del capitale) rende particolarmente evidente la coincidenza delle due formule con stime di tipo reddituale, equity side e asset side.

La differenza di fondo è che il valore dell'azienda è scomposto fra il capitale netto contabile C, o il capitale operativo CO, e la creazione di valore intervenuta, per effetto dei differenziali di reddito o di risultato operativo netto d'imposta rilevati.

Sotto ipotesi coerenti, la creazione di valore non dovrebbe essere diversa, utilizzando un approccio asset side o equity side.

### 3. VALUTAZIONI PRELIMINARI

Il sottoscritto ritiene fondamentale illustrare il contesto di settore in cui opera , in quanto è impensabile valutare un'impresa semplicemente applicando delle formule a delle grandezze; è invece necessario collocare la stessa all'interno di un ambito macroeconomico e nel settore specifico in cui opera; solo in questo modo le grandezze prese a riferimento per determinare il valore di un'azienda possono essere adeguatamente elaborate, ponderate e analizzate.

Il mercato delle apparecchiature fotografiche sta attraversando una fase di continua evoluzione. Le fotocamere digitali e gli smartphone continuano ad essere le principali opzioni per la maggior parte delle persone per scattare fotografie. Le predette fotocamere digitali stanno guadagnando popolarità grazie alla loro dimensione compatta, alla qualità delle immagini e alla capacità di scatto veloce. Le fotocamere Reflex/DSLR, invece, anche se ancora utilizzate da fotografi professionisti, stanno progressivamente cedendo spazio di mercato alle predette fotocamere digitali / smartphone.

Questi ultimi, grazie a tecnologie avanzate e sistemi multi-lente, stanno migliorando notevolmente la qualità delle immagini e hanno acquisito sempre più importanza nel mercato delle fotocamere per i consumatori.

In questo scenario, a partire dal 2011 il mercato della fotografia ha visto un costante declino, passando da 121 milioni di fotocamere vendute nel 2010 a poco più di 8 milioni nei primi anni del decennio 2020.

Negli ultimi 1/2 anni, tuttavia, sembra esserci un cambiamento di rotta; il mercato fotografico sta cominciando a riprendersi, sia in termini di vendite che in termini di valore. Mediamente le fotocamere hanno tutte subito un incremento di prezzo, da una parte grazie alle sempre migliori tecnologie utilizzate e dall'altra a causa del difficile approvvigionamento di materie prime.

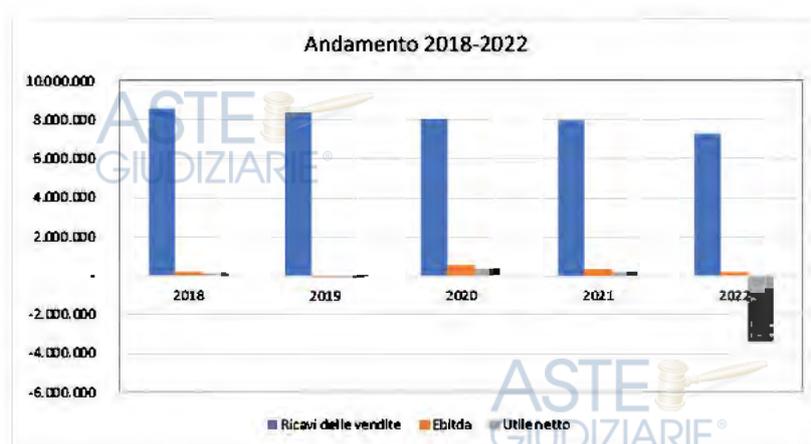
Il mondo delle fotocamere Reflex sta tuttavia perdendo sempre più terreno in termini quantitativi, a fronte di un costante aumento delle c.d. Mirrorless. Per entrambe le tipologie, tuttavia, i prezzi sono in continuo aumento.

prima dell'affitto del ramo d'azienda, si occupava di offrire servizi e prodotti inerenti al mondo della fotografia e dell'attrezzatura

audio/video; per sostenere le vendite negli anni ha ampliato la propria offerta commerciale anche in termini di servizi offerti alla clientela, estesa alla pubblica amministrazione e in generale, al B2B.

Ha inoltre compiuto importanti investimenti nel c.d. e-commerce e nella relativa attività logistica, ottenendo, negli anni dal 2018 al 2022, i risultati riepilogati nella tabella seguente e nel successivo grafico, come sarà meglio esposto nel paragrafo seguente. Si prendono esclusivamente gli anni in cui vi sono dati ufficiali (fino al 2022, ultimo bilancio che risulta depositato)

	2018	2019	2020	2021	2022
Ricavi delle vendite	8.510.635	8.384.922	7.971.666	7.888.805	7.238.608
Ebitda	188.088	- 37.207	534.423	385.736	150.940
Utile netto	119.744	- 57.124	364.917	170.602	- 3.508.746



#### 4. CENNI STORICI, ATTIVITÀ E ORIGINE DEL DISSESTO

venne costituita nel novembre 2014 ed iscritta nella sezione ordinaria del Registro delle Imprese di Bergamo con numero di iscrizione coincidente con il numero del codice fiscale e della partita IVA.

Dal 10 gennaio 2023 la sede è stata trasferita in Bergamo, Via Bianzana n. 19.

Oggetto sociale è *"IL COMMERCIO ALL'INGROSSO ED AL MINUTO, IL COMMERCIO ELETTRONICO, SIA PER CORRISPONDENZA SIA ATTRAVERSO RETI TELEMATICHE, DI PRODOTTI, ACCESSORI, RICAMBI, MATERIALE DI CONSUMO INERENTI AL SETTORE DELLA FOTOCINEMATOGRAFIA, DELLA TELEFONIA E DELLA TELEMATICA, SIA HARDWARE CHE SOFTWARE, DI PRODOTTI VIDEO COSIDDETTI MULTIMEDIALI IN GENERE.*

LA SOCIETA' POTRA' INOLTRE SVOLGERE L'ASSISTENZA TECNICA, LA MANUTENZIONE, LA RIPARAZIONE ED IL NOLEGGIO DEI SUDDETTI PRODOTTI. LA SOCIETA' POTRA' OTTENERE RAPPRESENTANZE, DEPOSITI, CONCESSIONI DEI SUDDETTI ARTICOLI, PRODOTTI DA DITTE ITALIANE O ESTERE E POTRA' ALTRESI' IMPORTARE ED ESPORTARE I PRODOTTI STESSI;

- L'ESERCIZIO DI COMMERCIO ALL'INGROSSO DI ARTICOLI DI FOTOGRAFIA, OTTICA E GEODESIA, RADIO, TELEVISIONE, ELETTRODOMESTICI, APPARECCHI VIDEO HI-FI ED AFFINI, SIA NUOVI CHE USATI;

- L'ASSISTENZA PER LA MANUTENZIONE, LA RIPARAZIONE E LA GESTIONE DEI BENI, ARTICOLI E PRODOTTI DI CUI SOPRA; (...)."

Il capitale sociale, al momento dell'apertura della liquidazione giudiziale della Società, ammontava ad euro 20.000,00 ed era suddiviso come segue:

▪

).

euro 7.000,00

▪

euro 5.000,00

▪

euro 6.000,00

▪

euro 2.000,00

La società, al momento di apertura della liquidazione giudiziale, vedeva come legale rappresentante il liquidatore Sig. .

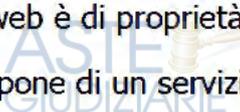
La Società si occupava di offrire servizi e prodotti inerenti al mondo della fotografia e dell'attrezzatura audio/video; da piccola realtà è diventata con gli anni una grossa aziende nel settore video-fotocinematografia per vendita di prodotti dei marchi Canon, Sony, Panasonic, Tamron, Olympus, oltre a tanti altri.

soddisfava clienti sia attraverso i negozi fisici FC Store e FC Studio, sia tramite un sito e-commerce e canali B2B. Per una migliore comprensione dell'attività esercitata si specifica quanto segue:

#### ▪ **FC Web Store**

FC Web Store è un marchio oggi tra i più conosciuti in Italia per la distribuzione e vendita di prodotti imaging per consumatori e professionisti, con più di

1.000.000 di visite annue, migliaia di ordini gestiti e migliaia di utenti registrati ed iscritti al sito.

La divisione offre un servizio di gestione logistica all'avanguardia in partnership con  che garantisce una gestione fino a 50 spedizioni al giorno. Il sito web è di proprietà di  .  
FC Web Store dispone di un servizio pre e post vendita.

#### ▪ **FC Store**

Lo Store si colloca ai primi posti tra i competitor selettivi di settore, con un magazzino che risultava adatto a soddisfare ogni richiesta.

Si occupava di gestire eventi e presentazioni in collaborazione con i principali brand, presso le sedi o in esterna.

La sede è collocata in una zona strategica, ad alta pedonabilità e con ampio parcheggio.

#### ▪ **FC Studio**

L'attività di vendita e assistenza è accompagnata da uno studio fotografico e una academy, che vantano collaborazioni con fotografi.

Lo Studio disponeva di una sala posa multifunzionale con sei ambientazioni diverse, luci e decorazioni, oltre a due sale corsi academy e una sala mostre insonorizzata.

#### ▪ **FC Business Solutions**

La struttura FC B2B seguiva il processo commerciale di fornitura nei confronti delle aziende e della pubblica amministrazione, gestendo sia ordini diretti che partecipando ad appalti pubblici.

La Società operava con un sistema di marketing specifico, mirato alla fornitura dedicata alla tipologia di settore e clientela; era fornitore di innumerevoli eccellenze italiane come

etc.

Infine, FC B2B si occupa di studio, sviluppo e commercializzazione di software all'avanguardia delle aziende pubbliche e private.

\*\*\*\*\*

A partire dagli ultimi mesi dell'anno 2022 la Società ha dovuto fronteggiare una situazione di temporanea crisi aziendale e finanziaria da ricondursi ad una progressiva riduzione delle vendite, già riscontrata negli ultimi anni. La situazione si è ulteriormente aggravata per il cambio delle politiche commerciali imposte dai principali fornitori, che hanno finito per rendere l'azienda scarsamente competitiva nei confronti dei concorrenti nazionali.

L'insolvenza di taluni clienti ha poi condotto al deterioramento della situazione finanziaria e non ha consentito il pagamento dei principali fornitori.

Nell'anno 2022 è stata infine destinataria di due avvisi di accertamento dell'Agenzia delle Entrate, con una richiesta di complessivi euro 12 milioni circa, accertamenti che sono stati impugnati avanti la competente Corte di Giustizia Tributaria. Lo stanziamento del relativo fondo rischi ha comportato la riduzione del capitale al disotto del minimo legale, che si è sommata alle tensioni finanziarie ed ha causato una precaria continuità aziendale. Nel primo semestre dell'anno 2023 il volume d'affari si è significativamente ridotto comportando perdite rilevanti, che non hanno consentito la prosecuzione dell'attività in forma diretta.

La Società si è quindi attivata per addivenire alla stipula di un contratto di affitto d'azienda prima del deposito dell'istanza di liquidazione giudiziale c.d. "in proprio". L'affitto dell'azienda è stato effettuato, soprattutto, per il mantenimento del valore dell'avviamento con particolare riferimento al canale di vendita on-line (che non consente interruzioni, pena la perdita irreversibile di clientela).

## **5. SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE PIÙ APPROPRIATO**

Preso atto che ad oggi è sottoposta a procedura di liquidazione giudiziale e che è pendente un contratto di affitto d'azienda, avente ad oggetto, alcuni beni mobili, arredi, attrezzature (classificati in bilancio tra le immobilizzazioni materiali), nonché da concessioni, licenze, marchi, software, siti web (classificati in bilancio tra le immobilizzazioni immateriali), oltre ad alcuni lavoratori dipendenti, lo scrivente, al fine di valutare l'azienda di ritiene opportuno applicare il metodo patrimoniale complesso, limitatamente alle

predette immobilizzazioni materiali e immateriali oggetto del contratto di affitto d'azienda.

Si specifica che il magazzino di proprietà \_\_\_\_\_ è escluso dalla presente valutazione, così come per altro risulta escluso dal contratto di affitto d'azienda attualmente in essere.

\*\*\*\*\*

## 6. VALUTAZIONE DELL'AZIENDA

Scelto il metodo di valutazione si passa ora alla valutazione del ramo d'azienda di \_\_\_\_\_ che, come poc'anzi anticipato, è essenzialmente composto da due macro categorie di beni:

- immobilizzazioni materiali: beni mobili, arredi, attrezzature;
- immobilizzazioni immateriali: concessioni, licenze, marchi, software, siti web.

Relativamente alle **immobilizzazioni materiali**, tenuto conto (i) del modesto valore complessivo delle stesse e (ii) dei controlli a campione effettuati dallo scrivente, si può ritenere che il valore della sommatoria dei singoli beni mobili oggetto del contratto di affitto (vedasi elenco **allegato 1**) è in linea con il valore contabile degli stessi.

Dall'analisi della situazione contabile alla data di apertura della liquidazione giudiziale (05.07.2024) fornita allo scrivente dal Curatore, emerge che il valore contabile delle immobilizzazioni materiali è di complessivi Euro **45.957 Euro**, ottenuto sottraendo al valore iscritto nell'attivo (133.047 Euro) il relativo fondo ammortamento (87.090 Euro). Come anticipato detto valore contabile di 45.957 Euro risulta allineato al reale valore di beni stessi.

Passando alle **immobilizzazioni immateriali**, invece, tenuto conto che le stesse, come meglio argomentato nel paragrafo 3 della presente relazione, sono l'elemento di principale valore di \_\_\_\_\_, si ritiene opportuno fornire una valutazione delle stesse, mediante la valutazione dei benefici economici futuri che le immobilizzazioni immateriali stesse sono in grado di generare.

Per tale analisi lo scrivente ha fatto propria la metodologia di valutazione già indicata in una recente stima effettuata dal Dott. Marco Anesa, così come meglio

esposte nel proprio elaborato del 4 agosto 2023 (quindi in prossimità del successivo affitto d'azienda dell'ottobre 2023). Lo scrivente ha tuttavia apportato alcune rettifiche ad alcuni tassi e parametri applicati, così da rendere attuale la valutazione.

E' stata utilizzata la seguente formula per fornire un valore alle immobilizzazioni immateriali:

$$W = \frac{\sum_{t=1}^n [(r\% \times Sales_t) \times (1 - tax)]}{(1 + WACC)^t}$$

Dove:

- **n** è il numero di anni per il quale si attende che il bene da valutare sia in grado di generare benefici economici;
- **r%** è il tasso di royalty espresso in percentuale derivante dallo sfruttamento del marchio;
- **Sales<sub>t</sub>** è il fatturato relativo all'anno generato dai marchi di
- **tax** rappresenta l'aliquota fiscale gravante sui flussi di royalties;
- **WACC**, acronimo di Weight Average Cost of Capital (costo medio ponderato del capitale). Il WACC è costruito ponderando il costo del capitale con il costo del debito oneroso.

Il tasso WACC, a sua volta, è dato dall'applicazione della seguente formula:

$$WACC = (R_f + (P \times \beta) + SSP) \times MP + (C \times (1 - t)) \times D$$

Dove:

- **R<sub>f</sub>** è la componente priva di rischio per la quale si fa generalmente riferimento ai Buoni del Tesoro Poliennali dallo Stato dove è residente la società oggetto d'analisi;
- **P** è la determinazione del premio per il rischio;
- **β** rappresenta il coefficiente di volatilità dei rendimenti di un campione di titoli di imprese operanti nel medesimo settore;
- **SSP** è il premio che integra il costo del capitale di rischio al fine di quantificare il maggior rischio delle imprese di limitate dimensioni rispetto a quelle quotate che compongono il campione utilizzato per la stima del β;
- **MP** è l'acronimo che indica la percentuale dei mezzi propri, stimato sulla base

del rapporto tra equity e debiti bancari;

- **C** rappresenta il costo medio del debito;
- **t** è l'aliquota fiscale attesa;
- **D** è la percentuale afferente al debito ed è pari alla differenza (1-MP).

Nel caso di specie, i parametri utilizzati sono stati i seguenti:

- **n**: la vita utile del marchio è stata ipotizzata in **8** anni;
- **r%**: il tasso di royalty è stato ipotizzato nell'**1,8%**;
- **Sales<sub>t</sub>**: il fatturato generato dai marchi di \_\_\_\_\_ è stato ipotizzato in **euro 7.000.000**, in linea con il risultato dell'anno 2022;
- **Tax**: l'aliquota fiscale gravante sui flussi di royalties è il **27,9%** (Ires + Irap);
- **WACC**: in considerazione dell'aumento del tasso privo di rischio, del costo del denaro e del rapporto tra equity e debiti bancari il tasso WACC è ipotizzato al **11,40%**.

In particolare, il tasso di attualizzazione WACC è stato stimato come segue:

- Per stimare il fattore **R<sub>f</sub>**, la componente priva di rischio, si è fatto riferimento al tasso medio di interesse registrato per i titoli del Tesoro (Rendistato) con vita residua compresa tra 8 anni e 12 anni (4,01%), al netto dell'imposizione fiscale (12,50%) e della l'inflazione media stimata (0,50%). Tale rendimento effettivo netto è pari a **3,49%**.
- Per quanto riguarda la determinazione del premio per il rischio **P**, si è preso come parametro quanto riportato dal sito web del prof. Aswath Damodaran, dove è indicato, al gennaio 2024, un country risk per l'Italia del **7,81%**.
- Il coefficiente **β** rappresenta la volatilità dei rendimenti di un campione di titoli di imprese operanti nel settore "Electronics - Consumer & Office" nell'Europa Occidentale. Dall'interrogazione della banca dati del Prof. Damodaran risultava un **β unlevered** medio di settore per il 2021 pari a 1,14. Il **β unlevered** era stato "rilevereggiato" applicando la formula c.d. "di Hamada" ottenendo il corrispondente **β levered** caratteristico dell'azienda oggetto di valutazione (**0,80**) sulla base del rapporto D/E specifico della Società (55,85%).
- Come **SSP**, ovvero "small size premium", è stato assunto un valore pari al 4%, valore medio individuato dalla migliore prassi aziendalistica, a cui è stato

aggiunto un rischio di c.d. execution – ossia il rischio che l'azienda non realizzi i flussi di piano, ma risultati inferiori – del 2%, così da portare la percentuale SSP ad un totale del **6%**.

- **MP**, ovvero i mezzi propri, erano stati stimati dalla situazione finanziaria anche in considerazione della stima e dei ricavi. Era stata pertanto assunta una percentuale del 55,87% come debito bancario e del 44,15% come equity.
- Il costo medio del debito è rappresentato dalla lettera **C** ed è stato stimato nella misura del **4,78%** come desunto dal costo del debito aziendale al 31 dicembre 2022 (ultimo bilancio ufficiale) e riepilogato nella tabella seguente:

Debito verso banche al 31.12.2021	493.193,97
Debito verso banche al 31.12.2022	493.250,71
Debito medio verso banche	493.222,34
Oneri finanziari 2022	23.587,27
<b>Costo medio del debito</b>	<b>4,78%</b>

Per le considerazioni sopraesposte si è quindi pervenuti ad un WACC pari al **11,40%**.

I flussi di cassa degli otto anni successivi alla presente stima (2025 al 2032), stimati sulla base di un royalty rate del 1,80% ammontavano a complessivi euro 752.720, come riepilogati nella tabella seguente.

anno 1	anno 2	anno 3	anno 4	anno 5	anno 6	anno 7	anno 8	TOTALE 8 anni
90.846	91.754	92.672	93.599	94.535	95.480	96.435	97.399	752.720

Assumendo un WACC del 11,40% si ottiene un valore di euro 382.481.

Ai fini di una verifica ulteriore circa l'attendibilità dei valori dei flussi sopra analizzati, sono state effettuate alcune analisi di sensitività al fine di verificare che i risultati non siano irragionevoli al variare dei principali input valutativi. Pertanto, sia il tasso di attualizzazione WACC che il *royalty rate* sono stati variati di +/- 25 *basis point*; il risultato è riportato nella tabella seguente.

	10,90%	11,15%	11,40%	11,65%	11,90%
1,30%	283.796	279.983	276.236	272.555	268.938
1,55%	338.372	333.825	329.358	324.969	320.656
1,80%	392.948	387.668	<b>382.481</b>	377.384	372.375
2,05%	447.524	441.511	435.603	429.798	424.094
2,30%	502.100	495.354	488.725	482.212	475.813

Sulla base di quanto precede, il valore del marchio è stato stimato nella misura media tra il limite inferiore (euro 283.796) ed il limite superiore (euro 475.813) e, quindi, **in euro 379.805**.

Sommando quindi il valore stimato per le immobilizzazioni materiali (euro 45.957) al valore poc'anzi stimato per le immobilizzazioni immateriali (euro 379.805), lo scrivente ritiene che **il valore complessivo del ramo d'azienda di** oggi oggetto di affitto, è pari a complessivi 425.762 Euro, arrotondato a **425.000 Euro.**

Per rispondere all'ulteriore quesito posto dal Curatore della Liquidazione Giudiziale di , lo scrivente può certamente affermare che è più conveniente la vendita dell'azienda in continuità, rispetto alla cessione dei singoli beni; ciò in quanto, come già anticipato, le immobilizzazioni immateriali in caso di interruzione dell'attività vedrebbero diminuire, o addirittura azzerare, il loro valore.

\*\*\*\*\*

## **7. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE E PRINCIPALI FATTORI DI RISCHIO**

La predetta valutazione è stata il frutto di stime economiche del valore intrinseco e di considerazioni soggettive limitatamente alla scelta di alcuni parametri tecnici, comunque ispirati al principio della prudenza e supportati dal metodo di controllo che è stato possibile applicare.

La principale difficoltà incontrata riguarda la limitata base informativa riguardo l'andamento corrente della Società oggetto di stima e della società affittuaria, unitamente alla mancanza di dati economici e finanziari prospettici.

La valutazione è resa sulla proiezione di dati storici normalizzati e si fonda necessariamente su assunzioni di ipotesi caratterizzate da elementi di incertezza, legate ad eventi futuri, al momento imprevedibili e non controllabili.

Di conseguenza, pur nella convinzione maturata dallo scrivente che le stime recepite nel proprio elaborato siano le più ragionevoli ad oggi disponibili, potrebbero manifestarsi scostamenti tra i valori che saranno rilevati a consuntivo, a causa della normale aleatorietà connessa all'effettivo realizzarsi di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne la reale manifestazione dell'evento, sia per quanto attiene la quantificazione e la tempistica della sua manifestazione.

Va peraltro evidenziato che la predetta aleatorietà potrà essere influenzata dalle note tensioni geopolitiche e dalla spinta inflazionistica.

## 8. PARERE DI CONGRUITA' IN MERITO AL CANONE DI AFFITTO D'AZIENDA

Altro quesito posto dal Curatore della Liquidazione Giudiziale di \_\_\_\_\_, a cui lo scrivente deve fornire riscontro con il presente elaborato, è stabilire la congruità, o meno, del canone di affitto d'azienda stipulato tra \_\_\_\_\_ e l'affittuaria \_\_\_\_\_.

A tal proposito si deve premettere che nell'ottobre 2023 è stato stipulato un contratto d'affitto di ramo d'azienda che prevede un canone annuo di Euro 72.000,00 da versarsi in 12 rate mensili da Euro 6.000,00.

Ad avviso dello scrivente e secondo un'impostazione relativamente consolidata in dottrina, il canone "congruo" è stimabile moltiplicando il valore del capitale economico dell'azienda oggetto dell'affitto, o il suo valore d'uso, per un tasso di remunerazione che compensi il locatore per lo spossessamento temporaneo delle condizioni produttive che costituiscono l'azienda. In questo caso, le variabili da considerare riguardano il valore dell'azienda e il tasso di remunerazione ad esso applicabile.

Il tasso di remunerazione da prendere in considerazione dipende da una pluralità di fattori quali il rischio operativo, il livello di solidità del conduttore e le garanzie da esso prestate. Pertanto, la grandezza oggetto di analisi può attestarsi a un livello non lontano dal *free risk rate* nel caso che il rischio operativo sia contenuto e, soprattutto, il conduttore abbia una notevole solidità patrimoniale. Al contrario, qualora il rischio operativo sia elevato e, soprattutto, il conduttore presenti elementi di difficoltà da un punto di vista di solidità patrimoniale, aumenta in modo rilevante l'alea gravante sul locatore.

In sintesi, il tasso di rendimento impiegabile per quantificare il canone di locazione può oscillare in un intervallo nel quale l'estremo inferiore è il tasso privo di rischio, mentre l'estremo superiore è il costo del capitale.

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

dell'azienda). È evidente che tale situazione si verifica solamente se il capitale restituito (valore finale azienda) equivale a quello prestato (valore iniziale azienda).

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

$$C = iW$$

Dove:

**C** è il canone d'affitto;

**i** è un tasso che riflette il rischio di inadempimento della controparte;

**W** è il valore dell'azienda.

Anche assumendo lo scenario più pessimistico, prendendo quindi a riferimento il tasso di remunerazione del capitale (assunto nella misura pari al rischio Paese stimato al gennaio 2024 dal Prof. Damodaran: **i = 7,81%**) il canone annuo, per effetto della formula sopra esposta, si attesterebbe ad Euro 33.192 Euro.

Ciò premesso si ritiene che il canone di locazione pattuito tra le parti e sia più che congruo.

\*\*\*\*\*

Con la relazione sin qui esposta lo scrivente ritiene di aver assolto l'incarico affidatogli.

Bergamo, 7 novembre 2024

Il perito estimatore

Dott. Andrea Gabrieli

Allegato: elenco beni mobili oggetto del contratto di affitto di ramo d'azienda.

**ELENCO DEI BENI MOBILI OGGETTO DEL CONTRATTO DI AFFITTO DI RAMO D'AZIENDA**

<b>NEGOZIO</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1 COMPUTER MAC CON SCHERMO E TASTIERA</li> <li>1 COMPUTER PORTATILE HP</li> <li>2 MONITOR EIZO</li> <li>2 STAMPANTI DNP 600 CON CHIOSCO</li> <li>1 STAMPANTE EPSON 7500</li> <li>1 STAMPANTE EPSON D800</li> <li>1 COMPUTER PORTATILE MAC</li> <li>1 IPAD</li> </ul>
----------------	---

<b>SALA RIUNIONE</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1 TELEVISORE SONY</li> <li>1 COMPUTER MUC CON TASTIERA E MOUSE</li> <li>1 TAVOLO CON 14 SEDIE</li> <li>1 MOBILE PER TV</li> </ul>
----------------------	--

<b>SALA CORSI</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1 TELEVISORE SONY</li> <li>30 SEDIE</li> </ul>
-------------------	---

<b>SALA POSA</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>9 FONDALI DI VARI COLORI</li> <li>4 LUCE COMPLETA DI SOFT BOX</li> <li>1 MOBILE CONTENITORE</li> <li>1 SGABELLO</li> </ul>
------------------	---

<b>UFFICIO DIREZIONE</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1 COMPUTER COMPLETO</li> <li>1 TELEFONO</li> </ul>
--------------------------	---

<b>UFFICI</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>8 SCRIVANIE COMPLETE DI COMPUTER TASTIERA MOUSE E MONITOR</li> <li>7 TELEFONI</li> <li>2 SCAFALI</li> <li>8 SEDIE CON CUSCINO PER SCHIENA</li> <li>1 DISTRUGGI DOCUMENTI</li> <li>1 TELEFONO PER AMAZON</li> </ul>
---------------	---

<b>AUTOMEZZI</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1 AUTOVETTURA AUDI Q3 BIANCO TARGATO I</li> <li>1 AUTOCARRO FIAT D'OBLO' TARGATO</li> </ul>
------------------	--

ALLEGATO B  
VERBALE DI CONSEGNA AZIENDA

Fotografie dei beni allegati all' ALLEGATO B

NEGOZIO



~~A~~  
~~B~~



Handwritten initials or signature.



PD  
AC



SALA RIUNIONE 1



SALA CORSI



SALA POSA



UFFICIO DIREZIONE



UFFICI



ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

AJ  
AL



ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®



ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

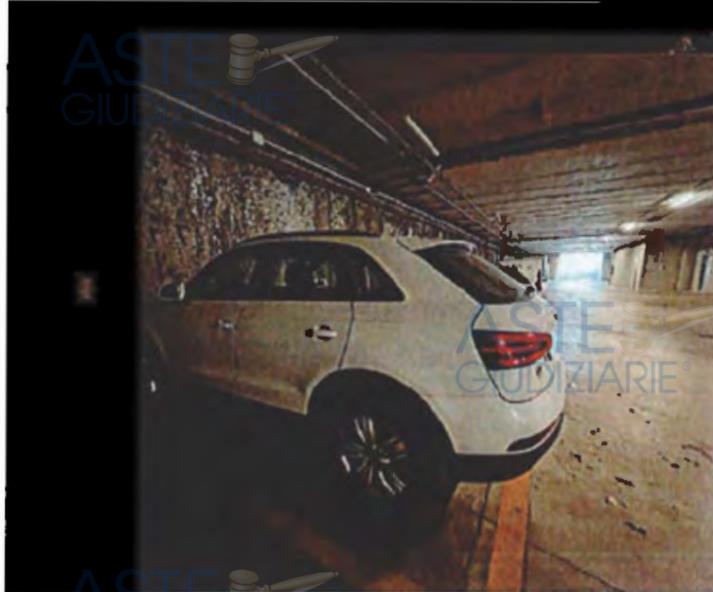
ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

Mod.0  
ASTE  
GIUDIZIARIE®

AUTOMEZZI

*Handwritten marks:*  
A  
K



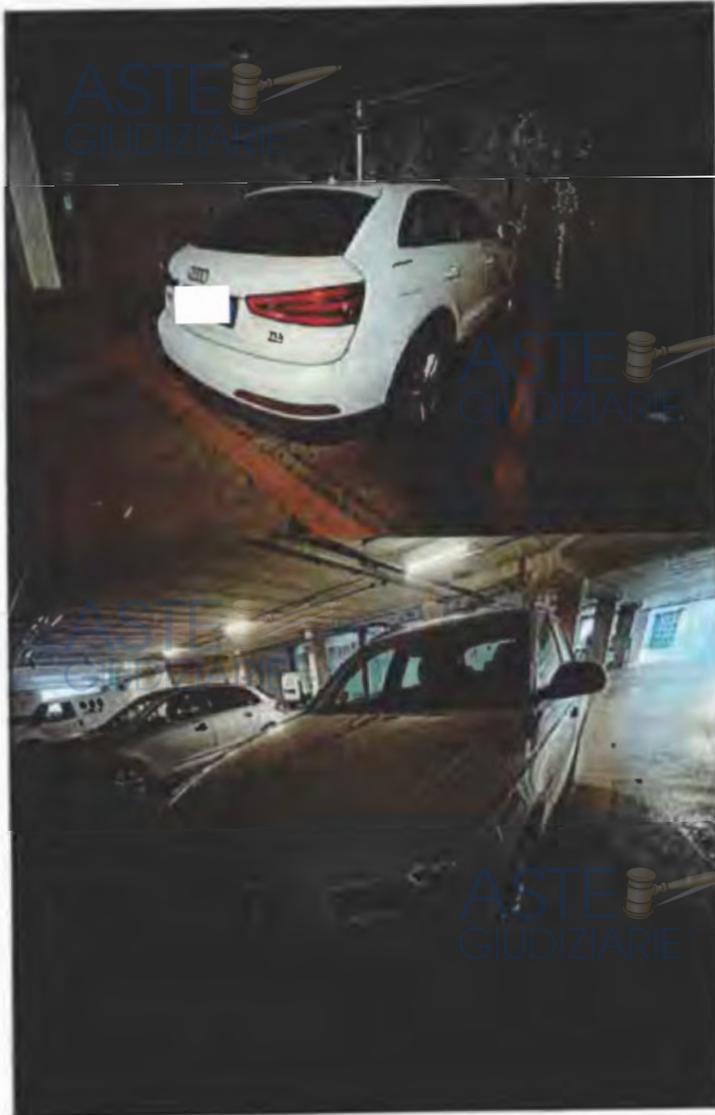
ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

~~10~~

11

ASTE  
GIUDIZIARIE®



ASTE  
GIUDIZIARIE®

Mod.0  
ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

*Handwritten signature*

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®



ASTE  
GIUDIZIARIE®

Mod.0  
ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

*Handwritten signature*

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®



ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®



ASTE  
GIUDIZIARIE®

MAGAZZINO

A  
C



ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

Handwritten scribbles and numbers, possibly '17'.



ASTE  
GIUDIZIARIE®

Mod.0  
ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

Handwritten signature or initials.



ASTE  
GIUDIZIARIE®

Handwritten signature or initials.



ASTE  
GIUDIZIARIE®

