

TRIBUNALE di PADOVA

Fallimento

(n. 78/2017)

PERIZIA DI VALUTAZIONE DELL'AZIENDA E VERIFICA DELLA CONGRUITÀ DEL CANONE D'AFFITTO D'AZIENDA

Giudice Delegato: **Dott.ssa Manuela Elburgo**

Curatore: **Dott. Andrea Fontana**

Consulente della Procedura: **Dott. Giovanni Bottecchia**



1	PREMESSA	3
1.1.	Oggetto, scopo e data di riferimento della perizia	3
1.2.	Le fonti utilizzate	4
2	L'AZIENDA OGGETTO DI STIMA	5
3	DEFINIZIONE DELLE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE	6
4	METODOLOGIA APPLICATA	12
4.1.	Determinazione del reddito medio prospettico	14
4.1.1.	Processo di normalizzazione del reddito (R)	15
4.1.2.	Reddito medio normale atteso	17
4.2.	La determinazione del tasso di attualizzazione del reddito	17
4.3.	Il valore dell'azienda (W)	19
5	VALUTAZIONE DELLA CONGRUITÀ DEL CANONE D'AFFITTO	19
6	CONCLUSIONI	22



Tutte le opinioni, previsioni e stime riportate in questo documento sono basate sulle informazioni disponibili alla data di stesura e potrebbero essere soggette a continui cambiamenti.

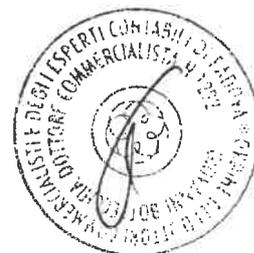
L'elaborato è stato redatto in buona fede e lo scrivente non si assume alcuna responsabilità in merito all'accuratezza delle informazioni ricevute e sulle cui basi il presente documento è stato redatto. Il sottoscritto, infatti, non ha effettuato alcun *audit* e/o *due diligence* in merito alle informazioni ricevute, sebbene abbia operato in buona fede e con la massima diligenza professionale al fine di pervenire alle conclusioni qui riportate.

Un eventuale acquirente non potrà considerare il presente lavoro come sostitutivo di una valutazione indipendente.

1.2. Le fonti utilizzate

In ordine all'esecuzione del presente lavoro, lo scrivente ha raccolto ed esaminato i seguenti documenti:

- fascicolo storico della C.C.I.A.A. di Padova relativo a Mediacyberstudio Srl all'8/5/2017;
- bilancio d'esercizio di Mediacyberstudio Srl al 31/12/2013;
- bilancio d'esercizio di Mediacyberstudio Srl al 31/12/2014;
- bilancio d'esercizio di Mediacyberstudio Srl al 31/12/2015;
- situazione contabile di verifica di Mediacyberstudio Srl al 31/12/2016;
- fascicolo storico della C.C.I.A.A. di Padova relativo a Silma Srl al 9/5/2017;
- bilancio di verifica di Silma Srl al 31/12/2017;
- inventario del Fallimento Mediacyberstudio Srl;
- contratto di affitto d'azienda sottoscritto in data 23/3/2017 tra le società Mediacyberstudio Srl e Silma Srl.



1 PREMESSA

Con provvedimento del 7/9/2017, l'ill.mo sig. Giudice Delegato al Fallimento (Fall. n. 78/2017 Trib. Pd, sentenza n. 79/2017 depositata in cancelleria il giorno 8/5/2017), dott.ssa Manuela Elburgo, autorizzava il Curatore, dott. Andrea Fontana, a farsi coadiuvare dallo scrivente dott. Giovanni Bottecchia, Dottore Commercialista iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Padova al n. 1292/A, per la stima dell'azienda di proprietà della società fallita, attualmente condotta in affitto da terzi, nonché per la valutazione della congruità del canone di affitto del medesimo compendio aziendale. Ciò premesso, in adempimento all'incarico ricevuto, il sottoscritto relaziona quanto segue.

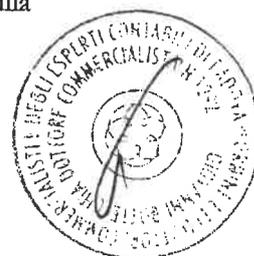
1.1. Oggetto, scopo e data di riferimento della perizia

Il presente elaborato ha lo scopo di determinare il valore del compendio aziendale di proprietà della società fallita , attualmente concesso in affitto alla società con sede in forza del contratto sottoscritto in data 23/3/2017 avanti al notaio (n. 156.517 rep. e n. 31.606 racc.).

La valutazione viene compiuta assumendo i valori contabili della società alle date del 31/12/2014 e del 31/12/2015, i valori contabili della società alla data del 31/12/2017 e i valori contenuti nell'inventario fallimentare redatto *ex art.* 87 l.fall., salvo quanto di seguito specificato.

Le conclusioni esposte nel presente elaborato sono basate sul complesso delle valutazioni in esso contenute e pertanto nessuna parte del documento potrà essere utilizzata disgiuntamente rispetto alla perizia nella sua interezza.

L'indagine conoscitiva è stata condotta mediante la documentazione contabile fornita dal Curatore del Fallimento facendo affidamento sulla veridicità, l'accuratezza e la completezza delle informazioni stesse.



2 L'AZIENDA OGGETTO DI STIMA

L'azienda oggetto della presente valutazione è di proprietà della società
, oggi in fallimento,

euro

20.000,00 i.v., società costituita in data 13/1/2006 ed operante nel settore dell'importazione, della distribuzione, della progettazione, della produzione e dell'installazione di sistemi tecnologici, informatici, audio-video e multimediali.

Come si è detto in premessa, con contratto del 23/3/2017 sottoscritto avanti al notaio dott. Giuseppe Ponzi di Padova (n. 156.157 rep. e n. 31.606 racc.),

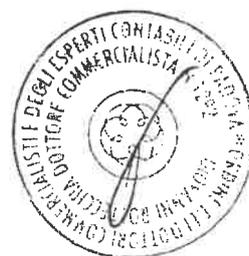
concesse in affitto a . con sede

il ramo

d'azienda avente ad oggetto "l'acquisto, la vendita, la progettazione, l'installazione di sistemi domotici, audio-video e video-sorveglianza per ambienti residenziali e commerciali".

L'azienda comprende:

- le commesse e i contratti di assistenza in corso di esecuzione dettagliati negli allegati al contratto;
- le liste clienti, il *know-how* commerciale e ogni altra informazione, dato o conoscenza relativi all'attività e alla gestione dell'azienda affittata;
- il *know-how* industriale e informatico necessario per la gestione delle commesse, dei macchinari e di quant'altro necessario e/o utile per la conduzione dell'azienda affittata;
- gli impianti e le attrezzature, con esclusione delle rimanenze di magazzino, indicati nelle perizia di stima redatta dal geom. Alessandro Mason, allegata al contratto di affitto di ramo d'azienda;
- le autovetture e i mezzi di trasporto descritti negli allegati al contratto;
- i mobili d'ufficio e le attrezzature;



- le licenze, le autorizzazioni, le iscrizioni, i permessi, i brevetti e le certificazioni necessari e/o utili per la prosecuzione dell'attività esercitata attraverso l'azienda;
- i rapporti di lavoro subordinato con i lavoratori che, alla data di efficacia del contratto, risultavano inquadrati alle dipendenze dell'affittante.

Il contratto prevede: i) una **durata** di due anni a decorrere dal 23/03/2017; ii) un **canone di affitto** annuo di complessivi euro 9.000,00, da corrispondersi mediante rate mensili di pari importo.

3 DEFINIZIONE DELLE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE

I metodi valutativi che la dottrina economico – aziendale mette a disposizione degli esperti per la misurazione del valore delle imprese sono molteplici.

A seconda delle grandezze che vengono prese in esame, ed alle quali si affida il maggior significato esplicativo del valore aziendale, si è soliti dividere i metodi di valutazione in:

- patrimoniali;
- reddituali;
- misti;
- finanziari;
- empirici;

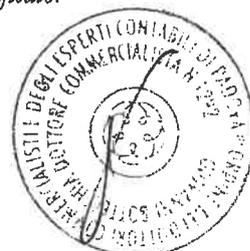
dei quali verrà data una breve descrizione di seguito.

1. Metodo patrimoniale

Secondo tale metodo, il valore dell'azienda è espresso come funzione del suo patrimonio netto e quindi detraendo il valore delle Passività da quello delle Attività a loro volta integrate e rettificata.

La differenza tra *Attivo rettificato* e *Passivo rettificato* determina il *Patrimonio netto rettificato*:

$$W = \text{ATTIVO RETTIFICATO} - \text{PASSIVO RETTIFICATO}$$



Anche gli eventuali beni immateriali in seno all'azienda, non evidenziati nel suo patrimonio, possono essere oggetto di valutazione.

I metodi patrimoniali, pertanto, si distinguono in semplici e complessi in relazione al fatto che, rispettivamente, considerino o meno i beni immateriali.

Gli *intangibles* possono essere valutati in modo motivato e documentato, dando luogo a vere e proprie "stime analitiche" nonché attraverso l'utilizzo di parametri o formule che si originano dall'osservazione pratica dei mercati; in quest'ultimo caso siamo di fronte a "valutazioni empiriche".

Le valutazioni empiriche, a differenza di quelle analitiche basate su dimostrazioni razionali, si ottengono attraverso l'applicazione di parametri e formule che traggono origine dall'osservazione del mercato. Proprio per questo motivo, hanno una valenza pratica solo in presenza di frequenti e omogenee transazioni.

Il metodo patrimoniale semplice considera solo i beni materiali e gli oneri a utilità pluriennale risultanti dalla situazione contabile.

Tali aggregati devono essere esaminati in modo accurato al fine di poter determinare il "patrimonio netto rettificato". Questo metodo può esprimersi attraverso la seguente formula:

$$W = P_n + (R_t - I)$$

dove:

W = valore dell'azienda

P_n = patrimonio netto contabile

R_t = rettifiche del patrimonio netto contabile

I = effetto fiscale delle rettifiche

Il patrimonio netto rettificato determinabile attraverso l'applicazione del metodo patrimoniale complesso, invece, può essere rappresentato dalla seguente formula:

$$W = P_n + (R_t - I) + B$$



dove:

W = valore dell'azienda

Pn = patrimonio netto contabile

Rt = rettifiche del patrimonio netto contabile

I = effetto fiscale delle rettifiche

B = valore dei beni immateriali

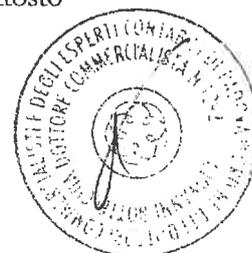
Oltre agli effetti fiscali connessi alle rettifiche dei valori contabili dovuti alle rilevazioni di plusvalenze per l'adeguamento a valori correnti, si dovrebbero considerare, nel caso in cui il bilancio non le evidenziasse, anche le imposte differite dovute alle differenze "temporanee" esistenti tra disposizioni civilistiche e fiscali, in merito alla determinazione del reddito.

2. Metodi reddituali

Il criterio informatore di tale metodo è espresso dal principio secondo cui il valore dell'azienda oggetto di trasferimento è determinato dalla sua capacità di produrre redditi. Il valore che si attribuisce all'azienda, pertanto, deve esprimere la capacità della stessa di raggiungere il suo scopo fondamentale, quello cioè di conseguire un flusso di redditi da destinare alla remunerazione dei fattori produttivi in essa impiegati, primo fra tutti il capitale proprio.

I metodi in questione si fondano sull'attualizzazione di un flusso di redditi annui costanti ad un tasso corrente di capitalizzazione, che dovrebbe riflettere le attese di remunerazione dell'investitore, tenuto conto del livello normale di remunerazioni riconosciute dal mercato di capitali per investimenti simili per durata e grado di rischio.

Operativamente possono utilizzarsi le stime dei redditi futuri sia a durata illimitata, sia a durata limitata nel tempo; tuttavia, quando il periodo considerato è piuttosto esteso, i risultati ottenibili in entrambi i casi tendono a equivalere.



Quando si utilizzano redditi futuri di durata illimitata il metodo reddituale si esprime attraverso la seguente formula:

$$W = R / i$$

dove:

W = valore dell'azienda

R = reddito medio normalizzato

i = tasso di capitalizzazione

Si tratta in pratica della formula relativa alla determinazione di una rendita perpetua.

Al contrario, quando i redditi si presumono di durata limitata, la formula relativa all'applicazione pratica della metodologia reddituale è costituita dal valore attuale di una rendita annua posticipata di durata definita in n anni:

$$W = R \times a_{n-i}$$

dove:

W = valore dell'azienda

R = reddito medio normalizzato

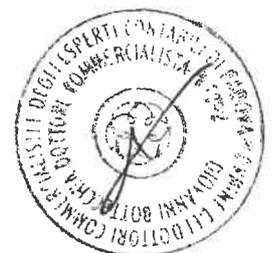
a_{n-i} = fattore di attualizzazione.

Il reddito "normale atteso" utilizzato deve essere depurato dei seguenti elementi:

- componenti reddituali straordinari;
- fluttuazioni anomale di mercato;
- ricalcolo delle imposte sul nuovo reddito determinato;
- allineamento dei redditi per renderli omogenei nel tempo.

I maggiori limiti del metodo reddituale risiedono nell'incertezza e nella difficoltà di determinazione dei parametri presi a base del calcolo (reddito atteso e tasso di capitalizzazione).

3. Metodi misti patrimoniali - reddituali



Il fine è quello di conciliare la maggiore obiettività della metodologia patrimoniale con la considerazione delle prospettive di reddito dell'azienda.

Con i metodi misti, infatti, nel determinare il valore del capitale economico si considera sia il valore del patrimonio netto rettificato sia la redditività aggiunta dell'impresa migliorando la logica e la razionalità delle valutazioni.

In pratica, si tende ad assumere come valore minimo del capitale economico, il valore del patrimonio netto rettificato.

Quindi, dopo averne calcolato il rendimento, si procede a determinare l'eventuale *goodwill* (sovrareddito) da capitalizzare.

Naturalmente, quando la differenza tra il reddito atteso e il rendimento del patrimonio netto dovesse avere segno negativo, ci si troverebbe di fronte a un *badwill* (sottoreddito) che ridurrebbe il valore del patrimonio netto.

I procedimenti misti possono esprimersi come:

- capitalizzazione limitata del profitto medio;
- capitalizzazione illimitata del profitto medio;
- capitalizzazione dei risultati netti di alcuni esercizi futuri.

La metodologia mista, nella prima fattispecie, è rappresentabile dall'uso della seguente formula:

$$W = K + (R - i''K) a_{n-i'}$$

dove:

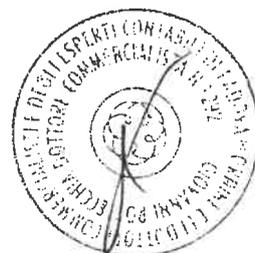
W = valore dell'azienda

K = capitale netto contabile rettificato

R = reddito normalizzato

i'' = tasso di capitalizzazione

i' = tasso di attualizzazione



Applicando la metodologia mista attraverso la "capitalizzazione illimitata del profitto medio", il valore economico dell'azienda si ottiene dalla somma del patrimonio netto rettificato e del suo *goodwill* determinato come rendita perpetua, vale a dire supponendo che il sovrareddito si produca all'infinito.

Si avrebbe pertanto:

$$W = K + (R - iK)/i'$$

Il metodo misto con capitalizzazione del reddito di alcuni esercizi futuri è solitamente rappresentato dalla seguente formula:

$$W = K + [(R_1 - i K_1)V^1 + (R_2 - i K_1)V^2 + (R_n - i K_1)V^n]$$

dove:

W = valore dell'azienda;

K = patrimonio netto rettificato;

R₁, R₂, R_n = valore normale del reddito atteso per gli esercizi da 1 a n;

i = tasso di remunerazione del capitale investito;

K₁ = patrimonio netto da remunerare;

V¹, V², Vⁿ = fattore di attualizzazione.

4. Metodi finanziari

Il valore dell'azienda, ai fini della cessione, è definito dal valore attuale dei flussi monetari futuri che attraverso di essa si possono produrre, calcolato a tasso tale da assicurare un'adeguata remunerazione alle risorse impiegate.

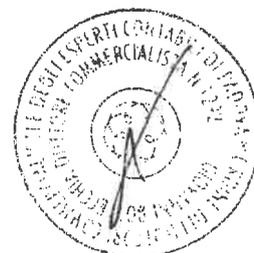
Pertanto si avrà:

$$W = \sum C_f / (1+i)^n$$

dove

C_f = flussi di cassa al periodo t

n = durata dell'attività



i = tasso di attualizzazione che riflette il profilo di rischio dei flussi di cassa attesi

5. Metodi empirici

Questo metodo consiste nel determinare il valore della azienda confrontandola con altre simili.

Nella pratica, a seconda delle variabili utilizzate, si distinguono diverse classi di criteri empirici: si parla, infatti, di multipli delle vendite di un certo periodo, di multipli dei profitti netti, di multipli per unità, di multipli degli utili o delle vendite maggiorati delle attività.

Il capitale economico aziendale non si ricava, perciò, applicando una formula, ma, ad esempio, osservando un certo (possibilmente cospicuo) numero di transazioni aventi per oggetto aziende analoghe ed accertando le condizioni medie rivenienti dal mercato.

I punti di forza di tale sorta di valutazione (rapidità e semplicità) sono di fatto anche i suoi punti di debolezza. In dottrina si evidenzia, ad esempio, come la facilità con cui tale sorta di valutazione può essere realizzata possa avere determinazioni di valore che non prendono in considerazione variabili chiave, quali il rischio, la crescita o i flussi di cassa potenziali. Contestualmente, il fatto che i multipli riflettano l'umore del mercato implica che il valore stimato sulla base del multiplo risulti sovrastimato quando il mercato sta sopravvalutando le imprese comparabili, e viceversa¹.

4 METODOLOGIA APPLICATA

Lo scrivente, sulla base della documentazione a disposizione e delle informazioni acquisite, ha analizzato le metodologie valutative applicabili con riferimento alle caratteristiche proprie dell'azienda oggetto della presente stima.

¹ DAMODARAN A., 2001, *Valutazione delle aziende*, Milano, Ed. APOGEO.



In particolare, il sottoscritto ha ritenuto coerente applicare il metodo reddituale, provvedendo all'analisi dei dati economici degli ultimi esercizi e, quindi alla normalizzazione del reddito atteso, secondo un metodo che trova ampio riscontro nella dottrina e nella prassi professionale.

La scelta del criterio di valutazione è stata effettuata in base alle seguenti considerazioni:

- le ipotesi di alienazione dell'azienda non prevedono la cessione di posizioni debitorie e/o creditorie. Oggetto della valutazione è, di fatto, la capacità del ramo d'azienda di produrre reddito;
- il patrimonio della società è costituito principalmente da *asset* immateriali di difficile stima: il valore del *know-how* nel settore specifico in cui opera l'azienda è strettamente connesso al valore del capitale umano che detiene tale conoscenza. La notorietà dei segni distintivi dell'azienda è limitata ad un ambito territoriale ristretto e la ricerca di nuovi clienti è collegata alla capacità personali del responsabile commerciale.

Ciò premesso il sottoscritto ha ritenuto che il metodo reddituale potesse ben rappresentare questo insieme di valori immateriali attraverso l'individuazione della rendita futura attesa. Più precisamente, è stato adottato il procedimento che prevede la determinazione di una rendita perpetua attualizzata.

Pertanto il valore dell'azienda (W) è stato ottenuto applicando la seguente formula:

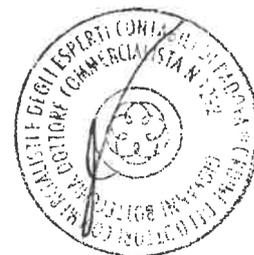
$$W = R/i$$

dove:

W = valore dell'azienda

R = reddito medio normalizzato;

i = tasso di attualizzazione.



Si tratta, in sintesi, della formula di matematica finanziaria relativa alla determinazione di una rendita perpetua.

Tanto premesso, si procede, nel prosieguo, alla descrizione dei singoli componenti la formula sopra esposta.

4.1. Determinazione del reddito medio prospettico

Il reddito medio prospettico rappresenta il reddito che ragionevolmente ci si attende l'azienda possa conseguire in futuro, attraverso il normale svolgimento dell'attività.

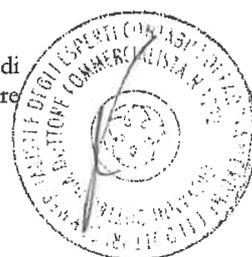
La configurazione utilizzata ai fini della presente stima è quella di "reddito medio normale atteso", facente riferimento a condizioni normali di svolgimento della gestione e tenuto conto di tutte le potenzialità presenti nell'azienda, anche se ancora inesprese.

Il processo logico attraverso il quale il sottoscritto ha quantificato la grandezza del reddito riferito all'azienda è costituito da due momenti di indagine:

- l'analisi della gestione pregressa;
- l'analisi delle prospettive di gestione e determinazione di un reddito stimato.

Per quanto attiene all'analisi della gestione pregressa, al fine di appurare la composizione dei redditi pregressi, lo scrivente ha esaminato i bilanci degli esercizi 2014, 2015 e 2016 della società _____ ed il bilancio 2017 (di verifica, non risultando ancora disponibile il bilancio definitivo) della società _____ considerato che, da marzo 2017², quest'ultima conduce in affitto l'azienda oggetto di stima.

² Alla luce dei dati economici degli esercizi precedenti (ove non si sono riscontrati elementi rilevanti di stagionalità) si è ritenuto che la redditività maturata nel periodo marzo-dicembre 2017 potesse essere rappresentativa dell'effettiva redditività annuale.



L'esercizio 2016, invece, è stato escluso poiché evidentemente straordinario e non idoneo per rappresentare una stima del reddito normalmente prodotto dall'azienda *de qua*.

L'analisi dei dati storici è stata condotta per un periodo di tre esercizi, ritenuto congruo e sufficiente ai fini delle indagini.

Sono stati pertanto stati esaminati i redditi conseguiti negli anni 2014, 2015 e 2017, riepilogati nella seguente tabella.

COMPONENTI DI REDDITO		2014	2015	2017
A1	Ricavi dalle vendite e prestazioni servizi	569.478	565.524	171.990
A2	Variaz. Rim. Prod. in lav., semilav. E finiti	-	-	-
A5	Altri ricavi e proventi	4.577	5.971	3.764
Totale/Valore della produzione (A)		574.055	571.495	175.755
B6	Costi per materie prime, sussidiarie, di consumo di merci	233.412	199.356	85.576
B7	per servizi	137.985	130.962	36.328
B8	per godimento beni di terzi	18.082	20.064	24.118
B9a)	per il personale: salari e stipendi	105.983	108.154	17.338
B9b)	per il personale: oneri sociali	26.925	25.705	1.828
B9c)	per il personale: trattamento di fine rapporto	7.994	5.889	1.484
B9e)	per il personale: altri costi	-	-	-
B10a)	Ammortamento immob. immateriali	2.556	5.633	-
B10b)	Ammortamento immob. materiali	1.969	-	10.936
B10d)	Svalutazione crediti compresi nell'attivo circolante e delle disponibilità liquide	-	-	-
B11)	Variazione delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	6.438	46.397	7.126
B12)	Accantonamento per rischi	-	-	-
B14)	Oneri diversi di gestione	932	603	2.636
Totale Costi della produzione (B)		542.276	542.763	173.118
DIFFERENZA TRA VALORE E COSTI DI PRODUZIONE		31.779	28.732	2.637
C16a)	Altri proventi finanziari: da crediti iscritti nelle immobilizzazioni	-	-	-
C16b)	altri proventi finanziari: da titoli iscritti nelle immob. che non partecipazioni	-	-	-
C16c)	altri proventi finanziari: da titoli iscritti nell'att. circ. non partec.	-	-	-
C16d)	Proventi diversi	-	73	-
C17)	Interessi e altri oneri finanziari: verso altri	18.045	19.159	1.425
c17-bis)	Utili e perdite su cambi	-	-	-
Totale Proventi ed oneri finanziari (C)		18.045	19.086	1.425
D19)	Svalutazioni di titoli iscritti nell'attivo circolante	-	-	-
Totale Rettifiche di valore di attività finanziarie (D)		-	-	-
E20)	Proventi straordinari	202	2.168	-
E21)	Oneri straordinari	802	1.396	-
Totale Proventi ed oneri straordinari (E)		600	772	-
22)	Imposte sul reddito: correnti	-	-	-
22)	Imposte sul reddito: anticipate	12.686	8.688	-
23)	Utile (perdita) dell'esercizio	448	1.730	1.212

4.1.1. Processo di normalizzazione del reddito (R)

Analizzati i risultati economici relativi al ramo d'azienda in esame per i periodi 2014, 2015 e 2017, si è provveduto alla riclassificazione del conto economico per valutare i dati forniti e, quindi, per poter formulare le dovute considerazioni in termini di normalizzazione del risultato economico e di analisi del rischio.



CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO			
Euro	2014	2015	2017
Ricavi delle vendite	569.478	565.524	171.990
Variaz. Rim. Prod. in lav., semilav. E finiti	-	-	-
Altri ricavi	4.577	5.971	3.764
Totale ricavi	574.055	571.495	175.755
- Consumi di materie prime, sussidiarie e di consumo	233.412	199.356	85.576
+/- Variazione delle rimanenze di materie prime, sussidiarie e merci	6.438	46.397	7.126
Margine di contribuzione	334.205	325.742	97.305
- Costi per servizi	137.985	130.962	36.328
- Costi del personale	140.902	139.748	20.650
- Costi per godimento beni di terzi	18.082	20.064	24.118
- Altri costi generali	932	603	2.636
EBITDA	36.304	34.365	13.573
- Ammortamenti e svalutazioni	4.525	5.633	10.936
EBIT (Reddito Operativo)	31.779	28.732	2.637
- Oneri finanziari	18.045	19.159	1.425
EBT	13.734	9.573	1.212

I dati reddituali come sopra esposti sono stati sottoposti ad un processo volto a renderli espressivi della reale capacità reddituale dell'azienda (c.d. processo di normalizzazione). In sintesi è stato ricercato il risultato economico che l'azienda dovrebbe riuscire ad esprimere stabilmente nel tempo, con un orizzonte temporale ragionevole, per il tipo di impresa e per il settore di appartenenza, senza tenere conto di elementi reddituali di carattere straordinario (positivi e negativi).

Nella fattispecie in esame, poi, sono state effettuate ulteriore rettifiche dei costi per godimento beni di terzi e per ammortamenti sostenuti da nel 2017 sulla base delle seguenti assunzioni:

- è stato espunto il costo del canone di affitto d'azienda pari a 6.218,00, al fine di rappresentare il reddito nell'ipotesi in cui l'azienda sia di proprietà del suo conducente;
- è stato eliminato il costo dell'ammortamento relativo al fabbricato di proprietà di in quanto non incluso nel perimetro aziendale oggetto di stima;
- è stato escluso il costo dell'Imu relativa al suddetto immobile.

Dall'utile ante imposte così rideterminato, si è quindi individuato il reddito netto normalizzato, scomputando le imposte teoriche di competenza (Ires ed Irap) calcolate sulla base delle aliquote vigenti nei differenti periodi d'imposta.



Rettifiche al Conto Economico			
Euro	2014	2015	2017
Adjustments:			
Costi per godimento beni di terzi (storno canoni di affitto d'azienda)	-	-	6.218
Ammortamenti e svalutazioni (storno ammortamento fabbricati strumentali)	-	-	2.851
Oneri diversi di gestione (storno Imu su fabbricati strumentali)	-	-	1.404
Totale rettifiche			10.473
Determinazione EBITDA/EBIT Rettificato			
Euro	2014	2015	2017
EBITDA	36.304	34.365	13.573
+/- rettifiche al Conto Economico	-	-	10.473
EBITDA rettificato (normalizzato)	36.304	34.365	24.046
- Ammortamenti	4.525	5.633	10.936
EBIT rettificato (normalizzato)	31.779	28.732	13.110
- Oneri finanziari	18.045	19.159	1.425
EBT rettificato (normalizzato)	13.734	9.573	11.685
Determinazione Reddito Lordo (EBT) Normalizzato			
Euro	2014	2015	2017
Reddito medio atteso lordo	13.734	9.573	11.685
- IRES	3.777	2.633	2.804
- IRAP	1.239	1.121	511
Reddito normalizzato al netto delle imposte	8.718	5.820	8.369

4.1.2. Reddito medio normale atteso

Rettificati i risultati economici, lo scrivente ha provveduto a calcolare il reddito medio normale atteso, determinato quale media aritmetica tra i valori di reddito operativo netto riferiti ai tre esercizi esaminati.

In particolare,

$$\text{Reddito medio} = (R)2014 + (R)2015 + (R)2017 / 3$$

ossia

$$\text{Reddito medio} = (8.718 + 5.820 + 8.369) / 3 = 7.636$$

4.2. La determinazione del tasso di attualizzazione del reddito

Il tasso di attualizzazione "i" esprime sia il rendimento "puro", sia il premio per il rischio.

In particolare tale indice è composto da due componenti:

- **Rf:** tasso *risk free*, tasso di remunerazione di un investimento privo di rischio.

Nella prassi tale tasso è stimato sulla base del rendimento dei titoli di Stato;



- **(R_m – R_f):** premio per il rischio di mercato. Tale valore è commisurato al maggior rendimento atteso dall'investitore che impiega le proprie risorse in un'attività o in un investimento gravato da rischi. Esso è dato dalla differenza tra il tasso di rendimento degli investimenti azionari (*R_m*) e il tasso *risk free* (*R_f*) come sopra individuato.

In definitiva, il tasso “i” di valutazione “normale” è stato calcolato, secondo autorevole dottrina³, con la seguente formula:

$$i = (R_f) + (R_m - R_f) * \beta$$

ove, per la determinazione, dei parametri si è proceduto nel seguente modo.

R_f: il *risk free rate* è stato quantificato con riferimenti al rendimento netto di titoli di Stato (BTP) di durata quindicennale⁴ ed è pari al 2,0825%;

(R_m - R_f): l'*equity risk premium* (premio per il rischio di mercato) è stato assunto pari al 7,27%⁵;

β: il *beta*, che esprime in misura sintetica il rischio dell'impresa rispetto al mercato complessivamente considerato, è stato calcolato, assumendo il *beta unlevered* medio del settore “*electrical equipment*”, pari a 0,97⁶.

Pertanto, il tasso di attualizzazione è stato determinato nel seguente modo.

³ Si fa qui riferimento alla teoria del *Capital Assets Pricing Model*, che fa discendere il costo – opportunità del capitale dall'esposizione dell'impresa al rischio di mercato finanziario. Si tratta di una valutazione analitico – quantitativa ove il valore del rischio è desunto dagli orientamenti di mercato, sulla base di relazioni matematico – statistiche e di modelli econometrici.

⁴ Rif. Asta BTP 15 anni dell'11/5/2018.

⁵ Cfr. Aswath Damodaran, “*Risk Premiums for Other Markets*”, Last updated January 2018, sito internet www.stern.nyu.edu.

⁶ Cfr. Aswath Damodaran, “*Total Betas (unlevered)*”, Last updated January 2018, sito internet www.stern.nyu.edu



Componenti tasso i	Valori	
Tasso <i>risk free</i> (Rf)		2,0825%
Coefficiente β	0,97	
Premio per il rischio ($Rm - Rf$)	7,27%	
$(Rm - Rf) * \beta$		7,0519%
Tasso di attualizzazione (i)		9,1344%

4.3. Il valore dell'azienda (W)

Per quanto sopra esposto, applicando il metodo reddituale con rendita perpetua secondo la seguente formula:

$$W = R/i$$

e sostituendo alle singole componenti i seguenti valori come sopra determinati si ottiene:

$$R = 7.636 \text{ euro}$$

$$i = 9,1344\%$$

$$W = 7.636/0,091344 = 83.593$$

Il valore totale dell'azienda Mediacenterstudio Srl in liquidazione è quindi pari ad euro 83.593,00, che si arrotonda ad **euro 83.000,00**.

5 VALUTAZIONE DELLA CONGRUITÀ DEL CANONE D'AFFITTO

Determinato il valore del complesso aziendale, si è proceduto, in conformità al quesito posto, alla valutazione della congruità del canone di affitto d'azienda di cui al contratto stipulato tra le società

in data 23/3/2017.



Si ricorda che il termine della durata dell'affitto è stato convenuto e pattuito in due anni decorrenti dal 23/3/2017 e che il canone mensile d'affitto è stato fissato in euro 750,00 oltre Iva, per complessivi euro 9.000,00 annui, oltre Iva.

Tanto premesso, va precisato che il canone d'affitto, per potersi ritenere congruo, deve consentire al concedente un determinato rendimento finanziario del capitale investito con una maggiorazione idonea quanto meno a coprire il rischio di perdita della funzionalità e dell'efficienza del complesso produttivo.

Si tratta, quindi, di valutare tre distinti componenti, ossia:

- a) la remunerazione finanziaria del capitale investito;
- b) la copertura del rischio di perdita di funzionalità e di efficienza del complesso aziendale;
- c) la copertura del rischio di perdita dell'avviamento.

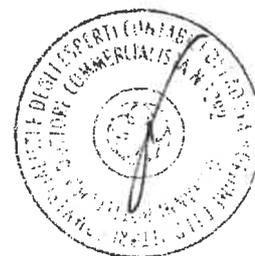
a) La remunerazione finanziaria del capitale investito.

Assumendo la redditività media derivante da investimenti alternativi a breve/medio termine privi di rischio (CTZ 24 mesi, in linea con la durata del contratto di affitto), la componente "remunerazione finanziaria" del capitale investito è nulla, posto che, allo stato, i rendimenti lordi di tali investimenti sono negativi⁷.

b) La copertura del rischio di perdita di funzionalità e di efficienza del complesso produttivo connesso all'affitto

Il canone annuo deve ricomprendere un importo che consenta di recuperare la quota di ammortamento economico, e quindi la perdita di valore, subita dai beni oggetto dell'affitto.

⁷ Cfr. Risultati dell'Asta CTZ 24 mesi del 24/4/2018.



Per determinare tale componente, lo scrivente ha assunto i valori dei beni facenti parte del complesso aziendale in ipotesi di continuità, come risultanti dal verbale di inventario *ex art. 87 l.fall.*, per un valore di euro 20.817,00 e, quindi, tenuto conto delle categorie di beni, ha stimato un valore complessivo di ammortamenti applicando una aliquota pari al 10%.

Si può, quindi, prezzare la copertura del rischio di perdita di funzionalità e di efficienza del complesso produttivo concesso in affitto in euro 2.082,00.

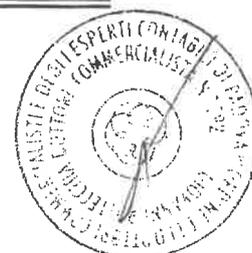
c) La copertura del rischio di perdita di avviamento

Tale fattore tiene conto, tra gli altri, delle caratteristiche strutturali del complesso aziendale, del rischio connesso al *change of control* e delle relative eventuali ripercussioni sui risultati economici e del rischio del mancato pagamento dei canoni di affitto d'azienda. Si ritiene di poter attribuire a tale componente un valore compreso tra l'8% ed il 10% stimandolo pertanto in un intervallo compreso tra:

- euro 83.000,00 * 8% = euro 4.320,00
- euro 83.000,00 * 10% = euro 8.300,00

In sintesi, si valuta che il canone mensile di affitto d'azienda da giudicarsi congruo sia compreso in un intervallo tra euro 727,00 ed euro 865,00, come risulta dal seguente prospetto riepilogativo:

VERIFICA CONGRUITA' CANONE DI AFFITTO D'AZIENDA		
a) remunerazione finanziaria del capitale investito		
b) copertura del rischio di perdita di funzionalità e di efficienza del complesso produttivo concesso in affitto	2.082	2.082
c) copertura del rischio di perdita dell'avviamento	6.640	8.300
Tot. canone annuo congruo (y)	8.722	10.382
Tot. canone mensile congruo (y/12)	727	865



6 CONCLUSIONI

Alla luce di quanto esposto nella presente relazione:

- il valore dell'azienda di proprietà di _____ oggi condotta in affitto da _____ in forza del contratto di affitto d'azienda del 23/3/2017, ammonta ad euro 83.000,00 (ottantatremila/00);
- il canone di affitto d'azienda pattuito nell'ambito del citato contratto di affitto d'azienda sottoscritto avanti al notaio dott. Giuseppe Ponzi in data 23/3/2017, pari ad euro 9.000,00 annui, deve ritenersi congruo.

Con quanto sopra si ritiene di avere assolto l'incarico ricevuto e si resta a disposizione per ogni eventuale chiarimento o integrazione.

Padova, 28 giugno 2018


dott. Giovanni Bottecchia
Giovanni Bottecchia

TRIBUNALE di PADOVA

Fallimento

(n. 78/2017)

PERIZIA DI VALUTAZIONE DELL'AZIENDA (aggiornamento della stima alla data di retrocessione dell'azienda)

Giudice Delegato: **Dott.ssa Manuela Elburgo**

Curatore: **Dott. Andrea Fontana**

Consulente della Procedura: **Dott. Giovanni Bottecchia**

1	PREMESSA.....	3
1.1.	Le fonti utilizzate	3
2	L'AZIENDA OGGETTO DI STIMA	3
3	METODOLOGIA APPLICATA	4
3.1.	Valutazione del patrimonio netto rettificato (K)	5
3.2	Determinazione del reddito medio prospettico (R)	6
3.3	Processo di normalizzazione del reddito	7
3.4	Reddito medio normale atteso.....	9
3.5	Orizzonte temporale (n) e determinazione del tasso di valutazione “normale” (i)	9
4	IL VALORE DELL’AZIENDA ALLA DATA DELLA SUA RETROCESSIONE (W)	11

1 PREMESSA

In seguito alla retrocessione, in data 30/9/2019, dell'azienda di proprietà della società fallita (Fall. n. 78/2017 Trib. Pd, sentenza n. 79/2017 depositata in cancelleria il giorno 8/5/2017), il Curatore dott. Andrea Fontana chiedeva allo scrivente dott. Giovanni Bottecchia, già consulente della procedura, un aggiornamento della valutazione già resa con la perizia in data 28/6/2018.

In particolare il Curatore chiedeva al sottoscritto di individuare il valore dell'azienda riconsegnata con riferimento alla data di retrocessione.

1.1. Le fonti utilizzate

In ordine all'esecuzione del presente lavoro, lo scrivente ha raccolto ed esaminato i seguenti ulteriori documenti rispetto a quelli già indicati nel precedente elaborato peritale che deve qui intendersi richiamato *in toto*:

- bilancio d'esercizio di al 31/12/2017;
- bilancio d'esercizio di al 31/12/2018;
- situazione contabile di verifica di al 31/12/2018;
- situazione contabile di verifica di al 30/6/2019;
- verbale di riconsegna dell'azienda affittata.

2 L'AZIENDA OGGETTO DI STIMA

Secondo le indicazioni del Curatore, il ramo d'azienda oggetto della presente valutazione è composto come segue:

- beni mobili inventariati, ovvero beni strumentali aziendali di cui all'inventario *ex art. 87 l.fall.*, dal lotto 1 al lotto 58 compresi, ad eccezione del lotto 25, e dal lotto

61 al lotto 63 compresi, oltre a nr. 1 CANTON INWALL 485 *speaker* audio non rinvenuto in sede di inventario, ma rinvenuto alla riconsegna del 30/9/2019, del valore, indicato nella perizia di stima del Geom. A. Mason allegata al contratto di affitto di ramo d'azienda, di euro 55,00;

- marchi “MCS Mediacenterstudio” e “MCS Mediacenterstudio The Human Technology”, registrati dalla Curatela in data 14/8/2018;
- liste clienti, *know-how* commerciale e altre informazioni e dati di natura commerciale e, in generale, ogni altra informazione, dato o conoscenza relativi all'attività e alla gestione dell'azienda affittata, come asseritamente aggiornati alla data del 30/9/2019;
- *know-how* industriale e altre informazioni di carattere tecnico e *know-how* informatico relativo (*software* e *database*) necessari per la gestione delle commesse, dei macchinari e di quant'altro necessario e/o utile per la conduzione dell'azienda affittata, come asseritamente aggiornati alla data del 30/9/2019.

3 METODOLOGIA APPLICATA

Lo scrivente, in considerazione delle nuove condizioni sorte in seguito alla retrocessione dell'azienda e, pertanto, alla conseguente maggior rilevanza che, in sede di stima, deve essere riservata alla componente patrimoniale rispetto alle prospettive reddituali, ha ritenuto coerente applicare un metodo che tenesse conto sia del valore del patrimonio aziendale sia dei flussi di reddito o di perdita che si presume saranno generati dalla gestione mediante la disponibilità di tale capitale.

Il metodo di valutazione utilizzato è, pertanto, quello *misto patrimoniale-reddituale*.

Più precisamente è stato adottato il procedimento che prevede la *stima autonoma dell'avviamento* secondo il metodo della capitalizzazione limitata.

Con tale metodo, il valore dell'azienda (W) si ottiene applicando la seguente formula:

$$W = K + (R - Ki) a_{n-i'}$$

dove:

K = valore patrimoniale rettificato, corrispondente nel caso di specie alla valutazione degli elementi patrimoniali così come realizzata in sede di inventario fallimentare dall'ing. Fabio Marani, perito nominato dalla procedura per la stima dei beni mobili della società fallita;

R = reddito medio prospettico;

i = tasso di valutazione "normale";

a_{n-i'} = simbolo matematico-finanziario che indica il valore attuale di una rendita con durata definita;

n = numero di anni di prevedibile durata dell'avviamento;

i' = tasso di valutazione "finanziario";

e dove:

(R - Ki) a_{n-i'} = il valore attribuibile all'avviamento, calcolato attualizzando il *surplus* di reddito futuro sulla base di un congruo tasso di valutazione. Il *surplus* di reddito (detto anche sovrareddito) è il profitto puro ovvero l'insieme delle condizioni immateriali che garantiscono all'azienda un rendimento (profitto) superiore a quello del settore (cioè del rendimento "normale").

Tanto detto, si procede, nel prosieguo, alla descrizione dei singoli componenti la formula sopra esposta.

3.1. Valutazione del patrimonio netto rettificato (K)

La stima del valore del patrimonio netto rettificato (K) è stata effettuata attraverso l'applicazione del metodo patrimoniale semplice.

Come detto, la stima dei beni mobili di proprietà della società fallita è stata affidata dalla procedura all'ing. Fabio Marani, alla cui valutazione lo scrivente ha pertanto fatto riferimento.

In particolare, ai beni mobili inclusi nel perimetro aziendale (per la cui dettagliata descrizione e specifica valutazione si rinvia integralmente all'inventario fallimentare) l'ing. Fabio Marani ha attribuito un valore di mercato di complessivo di **euro 13.532,00 (K)**.

3.2 Determinazione del reddito medio prospettico (R)

Il reddito medio prospettico rappresenta il reddito che, ragionevolmente, ci si attende l'azienda possa conseguire in futuro, attraverso il normale svolgimento dell'attività.

La configurazione spesso adottata, ed utilizzata anche ai fini della presente stima, è quella del "*reddito medio normale atteso*", in riferimento a condizioni normali di svolgimento della gestione e tenuto conto di tutte le potenzialità presenti nell'azienda, anche se non ancora espresse.

Il processo logico attraverso il quale il sottoscritto ha quantificato la grandezza del reddito riferito all'azienda si è concretato in due momenti di indagine:

- analisi della gestione pregressa;
- analisi delle prospettive di gestione e determinazione di un reddito stimato.

Per quanto attiene all'analisi della gestione pregressa, al fine di appurare la composizione dei redditi pregressi, lo scrivente ha esaminato i bilanci degli esercizi 2014 e 2015 della società . ed i bilanci degli esercizi 2017 e 2018 della società considerato che, da marzo 2017, quest'ultima conduceva in affitto l'azienda oggetto di stima.

L'esercizio 2016, invece, è stato escluso poiché evidentemente straordinario e non idoneo a rappresentare una stima del reddito normalmente prodotto dall'azienda *de qua*.

L'analisi dei dati storici è stata condotta per un periodo di quattro esercizi, ritenuto congruo e sufficiente ai fini delle indagini.

Sono stati pertanto stati esaminati i redditi conseguiti negli anni 2014, 2015, 2017 e 2018, riepilogati nella seguente tabella.

CONTO ECONOMICO				
COMPONENTI DI REDDITO	2014	2015	2017	2018
A1) Ricavi delle vendite e prestazioni servizi	569.478	565.524	171.990	172.225
A2) Variaz. Rim. Prod. In lav., semilav. E finiti	-	-	-	-
A5) Altri ricavi e proventi	4.577	5.971	3.764	14.676
Totale Valore della produzione (A)	574.055	571.495	175.755	186.901
B6) Costi per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	233.412	199.356	85.576	94.110
B7) per servizi	137.985	130.962	36.328	36.540
B8) per godimento beni di terzi	18.082	20.064	24.118	24.386
B9a) per il personale: salari e stipendi	105.983	108.154	17.338	20.668
B9b) per il personale: oneri sociali	26.925	25.705	1.828	2.768
B9c) per il personale: trattamento di fine rapporto	7.994	5.889	1.484	1.655
B9e) per il personale: altri costi	-	-	-	-
B10a) Ammortamento immob. immateriali	2.556	5.633	-	-
B10b) Ammortamento immob. materiali	1.969	-	10.936	4.271
B10d) Svalutazione crediti compresi nell'attivo circolante e delle disponibilità liquide	-	-	-	-
B11) Variazione delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	6.438	46.397	10.126	12.424
B12) Accantonamento per rischi	-	-	-	-
B14) Oneri diversi di gestione	932	603	2.636	3.695
Totale Costi della produzione (B)	542.276	542.763	170.118	175.669
DIFFERENZA TRA VALORE E COSTI DI PRODUZIONE	31.779	28.732	5.637	11.232
C16a) Altri proventi finanziari: da crediti iscritti nelle immobilizzazioni	-	-	-	-
C16b) altri proventi finanziari: da titoli iscritti nelle immob. che non partecipazioni	-	-	-	-
C16c) altri proventi finanziari: da titoli iscritti nell'att. circ. non partec.	-	73	-	-
C16d) Proventi diversi	-	-	-	-
C17) Interessi e altri oneri finanziari: verso altri	18.045	19.159	1.425	1.138
c17-bis) Utili e perdite su cambi	-	-	-	-
Totale Proventi ed oneri finanziari (C)	18.045	19.086	1.425	1.138
D19) Svalutazioni di titoli iscritti nell'attivo circolante	-	-	-	-
Totale Rettifiche di valore di attività finanziarie (D)	-	-	-	-
E20) Proventi straordinari	202	2.168	-	-
E21) Oneri straordinari	802	1.396	-	-
Totale Proventi ed oneri straordinari (E)	600	772	-	-
Z2) imposte sul reddito: correnti	12.686	8.688	1.149	8.228
Z2) imposte sul reddito: anticipate	-	-	-	-
Z3) Utile (perdita) dell'esercizio	448	1.730	3.069	1.866

3.3 Processo di normalizzazione del reddito

Analizzati i risultati economici relativi al ramo d'azienda in esame per i periodi 2014, 2015, 2017 e 2018, si è provveduto alla riclassificazione del conto economico per valutare i dati forniti e, quindi, per poter formulare le dovute considerazioni in termini di normalizzazione del risultato economico e di analisi del rischio.

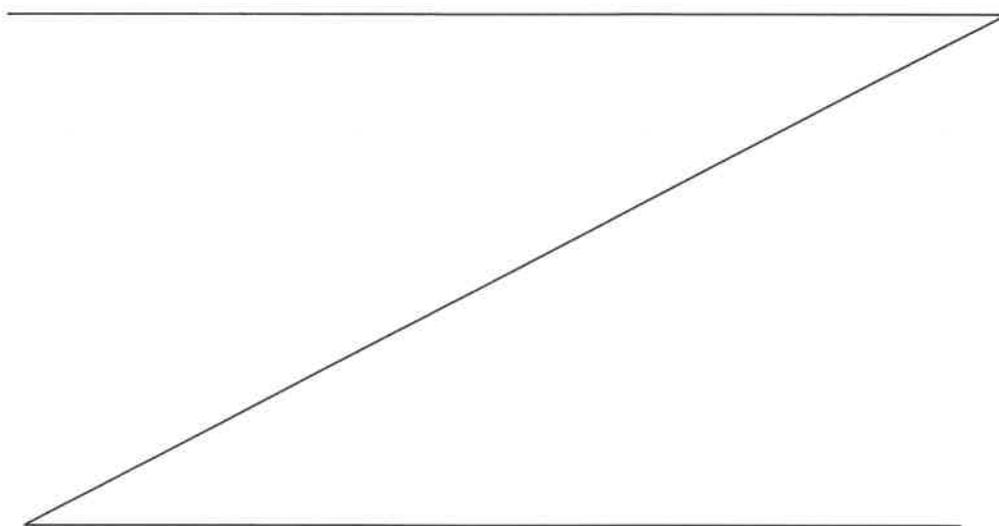
CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO				
€/migliaia	2014	2015	2017	2018
Ricavi delle vendite	569.478	565.524	171.990	172.225
Variaz. Rim. Prod. In lav., semilav. E finiti	-	-	-	-
Altri ricavi	4.577	5.971	3.764	14.676
Totale ricavi	574.055	571.495	175.755	186.901
- Consumi di materie prime, sussidiarie e di consumo	233.412	199.356	85.576	81.686
+/- Variazione delle rimanenze di materie prime, sussidiarie e merci	6.438	46.397	10.126	-
Margine di contribuzione	334.205	325.742	100.305	105.215
- Costi per servizi	137.985	130.962	36.328	36.540
- Costi del personale	140.902	139.748	20.650	25.091
- Costi per godimento beni di terzi	18.082	20.064	24.118	24.386
- Altri costi generali	932	603	2.636	3.695
EBITDA	36.304	34.365	16.573	15.503
- Ammortamenti e svalutazioni	4.525	5.633	10.936	4.271
EBIT (Reddito Operativo)	31.779	28.732	5.637	11.232
- Oneri finanziari	18.045	19.159	1.425	1.138
EBT	13.734	9.573	4.212	10.094

I dati reddituali come sopra esposti sono stati sottoposti ad un processo volto a renderli espressivi della reale capacità reddituale dell'azienda (c.d. processo di normalizzazione). In sintesi è stato ricercato il risultato economico che l'azienda dovrebbe riuscire ad esprimere stabilmente nel tempo, con un orizzonte temporale ragionevole, per il tipo di impresa e per il settore di appartenenza, senza tenere conto di elementi reddituali di carattere straordinario (positivi e negativi).

Nella fattispecie in esame, poi, sono state effettuate ulteriori rettifiche dei costi per godimento beni di terzi e per ammortamenti sostenuti da _____ nel 2017 e nel 2018 sulla base delle seguenti assunzioni:

- è stato espunto il costo del canone di affitto d'azienda sostenuto, al fine di rappresentare il reddito nell'ipotesi in cui l'azienda sia di proprietà del suo conducente;
- è stato eliminato il costo dell'ammortamento relativo al fabbricato di proprietà di _____, in quanto non incluso nel perimetro aziendale oggetto di stima;
- è stato escluso il costo dell'Imu relativa al suddetto immobile.

Dall'utile ante imposte così rideterminato, si è quindi individuato il reddito netto normalizzato, scomputando le imposte teoriche di competenza (Ires ed Irap) calcolate sulla base delle aliquote vigenti nei differenti periodi d'imposta.



Si è poi proceduto alla scelta del tasso di valutazione “normale” e del tasso di valutazione “finanziario”.

Il tasso i (tasso di valutazione “normale”) esprime sia il rendimento “puro” sia il premio per il rischio. In particolare tale tasso è articolato in due componenti:

- R_f : tasso *risk free* ossia tasso di remunerazione di un investimento privo di rischio. Nella prassi tale tasso è stimato sulla base del rendimento dei titoli di Stato;
- $(R_m - R_f)$: premio per il rischio di mercato. Tale valore è commisurato al maggior rendimento atteso dall’investitore che impiega le proprie risorse in un’attività o in un investimento gravato da rischi. Esso è dato dalla differenza tra il tasso di rendimento degli investimenti azionari (R_m) e il tasso *risk free* (R_f) come sopra individuato.

Il tasso “ i ” di valutazione “normale” è stato calcolato, secondo autorevole dottrina¹, con la seguente formula:

$$i = (R_f) + (R_m - R_f) * \beta$$

ove, per la determinazione, dei parametri si è proceduto nel seguente modo.

R_f : il *risk free rate* è stato quantificato con riferimenti al rendimento netto di titoli di Stato (BTP) di durata triennale² ed è pari allo 3,50%;

$(R_m - R_f)$: l’*equity risk premium* (premio per il rischio di mercato) è stato assunto pari al 7,27%³;

¹ Si fa qui riferimento alla teoria del *Capital Assets Pricing Model*, che fa discendere il costo – opportunità del capitale dall’esposizione dell’impresa al rischio di mercato finanziario. Si tratta di una valutazione analitico – quantitativa ove il valore del rischio è desunto dagli orientamenti di mercato, sulla base di relazioni matematico – statistiche e di modelli econometrici.

² Si fa qui riferimento al valore medio dei rendimenti ante *quantitative easing* della Banca Centrale Europea del 2015.

³ Cfr. Aswath Damodaran, “*Risk Premiums for Other Markets*”, Last updated January 2018, sito internet www.stern.nyu.edu.

Rettifiche al Conto Economico				
Euro	2014	2015	2017	2018
<i>Adjustments:</i>				
Costi per godimento beni di terzi (storno canoni di affitto d'azienda)	-	-	6.218	6.000
Ammortamenti e svalutazioni (storno ammortamento fabbricati strumentali)	-	-	2.851	2.851
Oneri diversi di gestione (storno Imu su fabbricati strumentali)	-	-	1.404	689
Totale rettifiche	-	-	10.473	9.540
Determinazione EBITDA/EBIT Rettificato				
Euro	2014	2015	2017	2018
EBITDA	36.304	34.365	16.573	15.503
<i>+/- rettifiche al Conto Economico</i>	-	-	10.473	9.540
EBITDA rettificato (normalizzato)	36.304	34.365	27.046	25.043
- Ammortamenti	4.525	5.633	10.936	4.271
EBIT rettificato (normalizzato)	31.779	28.732	16.110	20.772
- Oneri finanziari	18.045	19.159	1.425	1.138
EBT rettificato (normalizzato)	13.734	9.573	14.685	19.634
Determinazione Reddito Lordo (EBT) Normalizzato				
Euro	2014	2015	2017	2018
Reddito medio atteso lordo	13.734	9.573	14.685	20.772
- IRES	3.777	2.633	3.524	4.985
- IRAP	1.239	1.121	628	854
Reddito normalizzato al netto delle imposte	8.718	5.820	10.532	14.932

3.4 Reddito medio normale atteso

Rettificati i risultati economici, lo scrivente ha provveduto a calcolare il reddito medio normale atteso, determinato quale media aritmetica tra i valori di reddito netto riferiti ai quattro esercizi esaminati.

In particolare,

$$\text{Reddito medio} = ((R)2014 + (R)2015 + (R)2017 + (R)2018) / 4$$

ossia

$$\text{Reddito medio} = (8.718,00 + 5.820,00 + 10.532,00 + 14.932,00) / 4 = 10.001,00$$

3.5 Orizzonte temporale (n) e determinazione del tasso di valutazione "normale" (i)

L'orizzonte temporale di riferimento (n) rappresenta il periodo in cui si crede che il reddito medio normale atteso possa essere conseguito, ossia il tempo necessario per riallineare il livello di redditività specifico dell'impresa da valutare a quello normale del settore cui appartiene.

Nel caso in oggetto, si è assegnato ad "n" il valore di anni 3.

β : il *beta*, che esprime in misura sintetica il rischio dell'impresa rispetto al mercato complessivamente considerato, è stato calcolato, assumendo il *beta unlevered* medio del settore “*electrical equipment*”, pari a 0,97⁴.

Il tasso è stato poi incrementato di un ulteriore 4% quale *small size premium* connesso all'alta volatilità del prezzo di compravendita delle piccole aziende, nonché all'evidente rischiosità dell'operazione, determinando un tasso (*i*) pari al 14,552%

Pertanto, il tasso di rendimento è stato determinato nel seguente modo.

Componenti tasso <i>i</i>	Valori	
Tasso <i>risk free (Rf)</i>		3,50%
Coefficiente β	0,97	
Premio per il rischio (<i>Rm - Rf</i>)	7,27%	
$(Rm - Rf) * \beta$		7,052%
Tasso intermedio		10,552%
<i>Small size premium</i>	4,00%	
Tasso di rendimento (<i>i</i>)		14,552%

Quale tasso da utilizzare ai fini dell'attualizzazione (*i'*) è stato invece considerato il tasso intermedio sopra individuato, pari al **10,552%**.

4 IL VALORE DELL'AZIENDA ALLA DATA DELLA SUA RETROCESSIONE (W)

Per quanto sopra esposto, il valore dell'azienda alla data della sua retrocessione è stato determinato applicando il metodo misto patrimoniale - reddituale con stima autonoma dell'avviamento secondo la seguente formula:

⁴ Cfr. Aswath Damodaran, “*Total Betas (unlevered)*”, Last updated January 2018, sito internet www.stern.nyu.edu

$$W = K + (R - Ki) a_{n-i}$$

ove il valore di K (patrimonio netto rettificato) è stato assunto pari al valore di stima dei beni mobili di proprietà della fallita effettuata dal periti all'uopo nominato dalla Procedura, ossia pari ad euro 13.532,00.

Quanto all'individuazione del valore attribuibile all'avviamento, invece, sostituendo ai singoli fattori i seguenti valori come sopra determinati:

K = 13.532,00 Euro

R = 10.001,00 Euro

n = 3

i = 14,552%

i' = 10,552%

è stato individuato un avviamento pari ad euro 17.200,00.

Conseguentemente, il valore totale dell'azienda : _____ come sopra identificata, alla data della sua retrocessione al fallimento, è il risultato della somma dell'avviamento (euro 17.200,00) e del patrimonio netto rettificato (euro 13.532,00), ossia pari ad euro 30.732,00, che si arrotonda ad **euro 30.000,00**.

* * *

Con quanto sopra si ritiene di avere assolto il nuovo incarico ricevuto e si resta a disposizione per ogni eventuale chiarimento o integrazione.

Padova, 21 ottobre 2019

dott. Giovanni Bottecchia
