

Paolo Carlà  
Dottori Commercialista – Revisore Contabile

---

---

**RELAZIONE di STIMA**

del “congruo” canone di affitto d’azienda

della

alla data del 26 febbraio 2019

e

del valore attuale dell’azienda medesima

alla data del 31 dicembre 2019

---



## 1. Premessa

Il sottoscritto dott. Paolo Carlà, iscritto all'albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Bari al n. 3098/A, con studio in Bari, in Via dei Mille n. 193, è stato incaricato dalla Curatela del Fallimento (in breve ), giusta autorizzazione dell'Ill.mo Giudice Delegato dott.ssa Raffaella Simone del 18.12.2020, di valutare la congruità del canone d'affitto d'azienda pattuito con il contratto del 26 febbraio 2019, nonché di determinare il valore attuale della medesima azienda oggetto di fitto.

La presente relazione, redatta in conformità a criteri di diligenza professionale ed indipendenza di giudizio, prende le mosse dall'analisi della seguente documentazione amministrativa fornita dalla società oggetto di stima:

1. Visura storica della società
2. Visura storica della società
3. Bilancio chiuso al 31.12.2014;
4. Bilancio chiuso al 31.12.2015;
5. Bilancio chiuso al 31.12.2016;
6. Bilancio chiuso al 31.12.2017;
7. Bilancio chiuso al 31.12.2018;
8. Bilancio chiuso al 31.12.2019.
9. Contratto di affitto di ramo d'azienda del 26 Febbraio 2019 registrato presso l'Agenzia delle Entrate Uff. Territoriale di Bari al num 6606/17 il 06/03/2019 .
10. Schede contabili anni 2014, 2015, 2016, 2017 e 2018;
11. Libro cespiti anno 2018;
12. Verbale di interrogatorio del Legale rappresentante della del 18.12.2020.

La documentazione ricevuta è stata esaminata adottando ogni necessario scrupolo professionale benchè non sia possibile, allo stato, attestarne la relativa completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività.

Tanto premesso si procederà dapprima a fornire una breve descrizione della società e dei principali eventi che l'hanno interessata, per poi procedere, in



primo luogo, alla valutazione della congruità del canone di affitto a suo tempo pattuito e, successivamente, alla stima del valore di mercato attuale del ramo d'azienda allo stato oggetto di affitto.

## 2. Descrizione della società

### 2.1. *Aspetti generali*

La \_\_\_\_\_ è una società a responsabilità limitata costituita per atto, in data 08 Ottobre 2002 (iscritta presso il Registro Imprese di Bari il 16 Ottobre 2002), attualmente con sede legale in Modugno (BA), alla Strada Provinciale 1 Bari – Modugno Km. 0.800 7g complesso GEFIM, c.f. e p.iva 05913270723, n. REA BA-449673, iscritta presso la C.C.I.A.A. di Bari dal 16/10/2002.

Oggetto sociale statutariamente previsto della \_\_\_\_\_ è la “ *Lavorazione, costruzione, montaggio, fornitura, posa in opera di componenti destinati all’edilizia, all’industria ed al territorio con l’impegno di metalli, materie plastiche, vetro, legno, risorse naturali e non, comprese le opere di manutenzione e riparazione, la ricerca, lo studio dei sistemi e dei processi, la realizzazione delle opere per la salvaguardia del territorio e delle componenti ambientali, comprese le attività di direzione, coordinamento, gestione e supervisione. Posa in opera di infissi, arredi, controsoffitti, pareti mobili e simili.*”.

La società è stata amministrata, dalla data di costituzione e sino alla sua messa in liquidazione (avvenuta con delibera del 28.01.2019), da un Consiglio di amministrazione composto dal sig. \_\_\_\_\_ - che ne assumeva anche la carica di Presidente - e dal sig. \_\_\_\_\_ al quale veniva affidato anche l’incarico di Amministratore Delegato. A far data dalla messa in liquidazione della società inoltre il sig. \_\_\_\_\_ assumeva la carica di Liquidatore unico. In data 23 novembre 2020 infine il Tribunale di Bari ha dichiarato il fallimento della società nominando Curatore fallimentare l’avv. Alessandro Luigi De Felice.

Il capitale sociale della \_\_\_\_\_ è pari ad € 26.000,00 e, sin dal 25 marzo 2009, risulta così suddiviso:

- Sig. \_\_\_\_\_, C.F. \_\_\_\_\_, socio con una quota di nominali pari ad € 8.840,00, pari al 34% dell’intero;

- Sig. \_\_\_\_\_, C.F. \_\_\_\_\_ socio con una quota di nominali pari ad € 8.580,00 pari al 33% dell’intero;



- Sig. \_\_\_\_\_, CF. \_\_\_\_\_, socio con una quota di nominali pari ad € 8.580,00 pari al 33% dell'intero.

Non vi è un organo di controllo.

### **3. Valutazione della congruità del canone di affitto d'azienda pattuito con contratto del 26 febbraio 2019**

#### **3.1. Premessa metodologica**

Con riferimento alla valutazione della congruità del canone di affitto d'azienda pattuito con il contratto di affitto d'azienda del 26 febbraio 2019, si procederà come di seguito descritto, ovvero a:

- illustrare gli aspetti generali del contratto di affitto d'azienda stipulati in data 26 febbraio 2019;
- descrivere l'azienda concessa in fitto;
- evidenziare gli elementi di criticità che hanno influenzato la valutazione operata;
- descrivere i principali criteri di valutazione riconosciuti dalla dottrina e la metodologia nella fattispecie utilizzata;
- esporre la metodologia di quantificazione del canone adottata;
- esporre le conclusioni cui si è pervenuti.

#### **3.2. Aspetti generali del contratto di affitto d'azienda stipulato in data 26 febbraio 2019**

Nel corso dell'esercizio 2019 (e precisamene in data 26 febbraio 2019), con atto per notar dott. Carlo Guaragnella, Notaio in Bari, il complesso aziendale sino ad allora condotto dalla \_\_\_\_\_ Srl in Liquidazione veniva concesso in fitto alla società \_\_\_\_\_

Il contratto di affitto prevedeva una durata di 48 mesi con inizio dal 1° marzo 2019 e termine fissato per il 28 febbraio 2023.

Il corrispettivo annuale pattuito è risultato pari a complessivi € 27.000,00 (ventisette milaezerocentesimi) oltre Iva da corrispondersi, mensilmente, in via anticipata.

Oggetto della cessione secondo contratto erano inoltre "tutti gli elementi che ne formano il patrimonio aziendale ad esclusione dei crediti e debiti". A maggiore



specificazione, tuttavia, il contratto prevedeva che dovevano intendersi compresi nel patrimonio aziendale affittato i seguenti beni: le macchine operatrici, gli arredi, gli automezzi, le macchine elettroniche d'ufficio e le attrezzature come dettagliatamente riportate nell'elenco allegato al contratto medesimo, nonché gli attestati ed i contratti di utenza nonché per gli effetti relativi al contratto di locazione dell'immobile ove la società svolgeva la propria attività.

Al momento della cessione in fitto dell'azienda la non occupava inoltre alcun personale.

Il contratto di fitto esplicitamente escludeva la cessione dei crediti e dei debiti che rimanevano pertanto in capo alla concedente con espressa previsione della deroga di cui all'art. 2561 del c.c.

### **3.3. Descrizione dell'azienda oggetto di affitto**

L'azienda oggetto di affitto attiene il complesso di beni organizzato per l'esercizio dell'attività di lavorazione, costruzione, montaggio, fornitura, posa in opera di componenti destinati all'edilizia, materie plastiche, vetro, legno, risorse naturali e non, comprese le opere di manutenzione e riparazione.

In particolare, il perimetro aziendale oggetto di cessione in fitto comprendeva i seguenti fattori produttivi:

#### **– i) Immobilizzazioni materiali**

le immobilizzazioni materiali comprese nel contratto di affitto sono costituite da: impianti generici, attrezzatura, mobili e arredi, macchine d'ufficio elettroniche ed automezzi. Tali cespiti sono stati dettagliatamente riportati nell'allegato A al contratto di fitto, ovvero in un apposito elenco che non riporta, tuttavia, alcun riferimento in ordine al valore di detti beni. Ai fini pertanto di una loro valutazione il sottoscritto ha fatto riferimento al valore contabile dei beni materiali così come riportato nel libro cespiti 2018:



DESCRIZIONE	VALORE CONTABILE	F.DO AMMORTAMENTO	VALORE NETTO
Impianti generici	22.615,00	22.615,00	-
Macchinari	110.505,08	103.351,33	7.153,75
Attrezzature ind.li e comm.li	26.657,35	25.532,81	1.124,54
Macchine elettrom. D'ufficio	5.753,39	5.630,39	123,00
Autocarri e autovetture	509,12	254,55	254,57
Arredamento	10.700,00	10.327,55	372,45
Beni < 516 euro	3.628,17	3.628,17	-
<b>Totale</b>	<b>180.368,11</b>	<b>167.711,63</b>	<b>9.028,31</b>

– *ii) Attestazioni*

Oggetto di conferimento risultano gli attestati “RAPPORTI DI PROVA” n. 324464, 324465, 324466 e 324467 rilasciati dall’ Istituto Giordano per la resistenza al carico statico orizzontale.

– *iii) Contratti in essere*

L’affittuaria subentrava in tutti i contratti di utenza nonché nel godimento dell’immobile ove la società svolgeva la propria attività - nel possesso della concedente in virtù di un contratto di locazione -. In merito a tale ultima pattuizione, le parti si accordavano a che procedesse direttamente al pagamento dei canoni in favore dei relativi proprietari.

### **3.4. Cenni sui metodi di valutazione comunemente adottati per la stima del canone di affitto**

La valutazione del “congruo” canone di affitto d’azienda o di ramo d’azienda da riconoscersi al soggetto affittante ritrae una tematica più volte affrontata dalla dottrina aziendalistica. Da tali studi sono derivati diversi approcci metodologici dei quali seguirà una breve descrizione al fine di illustrare i due prevalentemente adottati.

Una prima metodologia esposta dalla dottrina propone la determinazione del canone “congruo” quale risultato del prodotto tra il capitale economico dell’azienda o del ramo d’azienda ed il tasso di remunerazione del capitale investito nell’impresa locata. In relazione all’applicazione di tale metodologia, diversi autorevoli autori sostengono la necessità che il valore economico d’azienda sia stimato ricorrendo a metodi patrimoniali semplici o complessi, e non a grandezze basate sui flussi attesi, giacché proprio queste rappresenterebbero l’incognita da determinare.



Sintetizzando - secondo tale approccio metodologico - il canone congruo d'affitto è quindi quantificato in base alla seguente formula:

$$C_w = i * W$$

dove:

$C_w$  è il canone di affitto d'azienda;

$i$  è il tasso di congrua remunerazione;

$W$  è il valore del capitale economico dell'azienda o del ramo d'azienda da cedere in affitto.

Un'impostazione alternativa, coerente con i principi di finanza aziendale e più vicina alla logica imprenditoriale di chi è chiamato ad assumere tali scelte, è basata sulla valutazione del canone di affitto quale alternativa alla gestione diretta dell'azienda.

Tale approccio prende le mosse dall'individuazione del c.d. "break even point" (punto di pareggio), ovvero di quel corrispettivo "minimo" tale per cui la parte locatrice è disposta a rinunciare alla gestione diretta e, viceversa, la parte conduttrice è disposta ad assumersi il rischio di impresa.

L'individuazione del canone minimo richiede una stima del valore attuale dei flussi di cassa netti che si otterrebbero dalla gestione diretta.

Come detto i flussi di cassa netti sono quelli ottenibili dalla gestione diretta del patrimonio oggetto di affitto; si tratta, pertanto, di stimare - per tutto l'arco di validità del contratto di affitto - l'ammontare dei flussi netti operativi ritraibili dal locatore nell'ipotesi di continuazione della gestione dell'azienda direttamente da tale soggetto.

Il tasso di attualizzazione è, invece, un tasso risultante dalla sommatoria dei rendimenti correnti privi di rischio (netti d'imposta), cd. *free risk*, con un tasso esprime il rischio economico d'impresa cui le aziende dello specifico settore interessato "corrono" nella gestione della propria attività, cd. *risk premium*.

Tale approccio può essere, in una formula, così sintetizzato:

$$VA_{GD(A)} = \sum Ft_{GD(A)} / (1 + K_{E(L)})^t$$

$VA_{GD(A)}$  = valore attuale dei flussi di cassa netti ottenibili dalla gestione diretta del locatore

$Ft_{GD(A)}$  = flussi netti di cassa annui (anno t)

$K_{E(L)}$  = tasso di attualizzazione dei flussi di cassa attesi dalla gestione diretta



### **3.5. Elementi di criticità ed assunzioni nella valutazione del canone congruo di fitto d'azienda**

Il sottoscritto valutatore è chiamato ad esprimersi sulla congruità del canone di affitto d'azienda di 27.000,00 euro annui pattuito tra la società affittante  
, e l'affittuaria con atto del 26.02.2019 redatto dal Notaio dott. Carlo Guaragnella.

Come anticipato, il perimetro aziendale oggetto di cessione in fitto, seppur in termini generali comprende *”tutti gli elementi che ne formano il patrimonio aziendale ad esclusione dei crediti e debiti”*, nella sostanza riguardava soltanto la dotazione di beni strumentali della concedente, oltre che la voltura dei contratti/certificazioni necessari all'esercizio dell'azienda. Non risultavano compresi invece altri fattori produttivi quali, ad esempio, le rimanenze, i contratti per lavori in corso di esecuzione ed i contratti di lavoro subordinato giacchè, a tale data, la concedente aveva cessato tutti i rapporti in essere.

E' evidente come il complesso trasferito risulti estremamente scarno, ciò ancor di più se si considera che i beni strumentali trasferiti risultavano già quasi completamente ammortizzati, indice questo di un non indifferente “invecchiamento” degli stessi.

D'altra parte non può sottacersi che sino alla sua messa in liquidazione avvenuta il 28.01.2019, la società occupava 9 dipendenti, 7 dei quali - a detta dello stesso ex Liquidatore - , venivano poi immediatamente riassunti dall'affittuaria. Deve anche farsi presente che nell'esercizio 2018, conclusosi solo pochi mesi prima della stipula del contratto, la aveva realizzato un valore della produzione pari ad oltre 900 mila euro.

La valutazione del canone di affitto, e successivamente anche dell'azienda, verrà effettuata assumendo che il complesso aziendale risultasse comunque non aver mai cessato la propria operatività e quindi non aver smarrito quel patrimonio umano, organizzativo e relazionale, in breve quel “Know-how”, che consente all'azienda di continuare ad operare sul mercato.

### **3.6. Scelta del metodo di valutazione**

Non è possibile attribuire in assoluto ad un metodo di valutazione una migliore capacità di espressione del valore, piuttosto è compito del valutatore sceglierne uno





idoneo a cogliere, in maniera attendibile, le caratteristiche della sua specifica struttura produttiva oggetto di valutazione. Si è già detto come, nel caso della

il fattore patrimoniale risulti di scarsa consistenza mentre ben più rilevante appare la capacità reddituale prospettica dell'azienda.

Alla luce di quanto sopra e considerato che le grandezze flusso contemperano i necessari requisiti di “razionalità”, “generalità”, “obiettività” e “stabilità” della stima, il metodo più appropriato nella fattispecie risulta essere, a parere di chi scrive, quello della stima del canone di affitto basato sull'individuazione del canone minimo di “break even” .

Come già si è avuto modo di accennare nel paragrafo 3.4, il valore economico del canone congruo d'affitto può essere, in base a tale approccio, fondato sulla base dell'applicazione della seguente equazione:

$$VA_{GD(A)} = \sum Ft_{GD(A)} / (1 + K_{E(L)})^t$$

dove

$VA_{GD(A)}$  = valore attuale dei flussi di cassa netti ottenibili dalla gestione diretta del locatore.

$Ft_{GD(A)}$  = flussi netti di cassa annui prudenzialmente stimabili per tutto l'arco di validità del fitto d'azienda.

$K_{E(L)}$  = tasso di attualizzazione dei flussi di cassa attesi dalla gestione diretta. La determinazione di tale tasso viene determinata utilizzando la tecnica del Capital asset Pricing Model (CAPM). Quest'ultimo esprime il rendimento giudicato soddisfacente dell'investimento in considerazione del grado di rischio fronteggiato dall'azienda. In base al cosiddetto “*build up approach*”, tale tasso di remunerazione può essere determinato come:

$$i = i_1 + i_2$$

dove

“ $i_1$ ” è il *risk free rate* o tasso di rendimento di investimenti sostanzialmente privi di rischio. Tale saggio, di norma, viene assimilato al rendimento medio (storico o prospettico) dei titoli di Stato a medio/lungo termine, in quanto si ritiene che tali titoli costituiscano un attendibile *proxy* del rendimento di un asset privo di rischio, peraltro inesistente;

“ $i_2$ ” è il costo del capitale determinato moltiplicando il beta-factor  $\beta$ , che rappresenta la misura del rischio operativo e finanziario dell'azienda, per il premio medio di



mercato, dato dalla differenza tra il rendimento medio atteso del mercato azionario  $R_m$  e il rendimento degli investimenti privi di rischio  $i_1$ :

$$i_2 = \beta (R_m - i_1).$$

In altri termini  $\beta$  rappresenta la quantità di rischio che l'investitore sopporta investendo nella singola azienda anziché nel mercato azionario nel suo complesso ed è stimato tramite il rapporto tra:

- la covarianza tra il tasso di rendimento del titolo considerato ed il tasso di rendimento di mercato e
- la varianza del tasso di rendimento di mercato.

Il valore di  $\beta$  risulta inevitabilmente influenzato dalla volatilità dei flussi operativi e dal grado di *leverage* aziendale. Nel caso di aziende quotate su mercati regolamentati, la stima di tale valore è fondata sull'osservazione diretta dei dati relativi al rendimento del titolo oggetto di valutazione nel tempo, oltre che dei dati relativi al rendimento del mercato (considerato nel suo complesso); nel caso, invece, di aziende non quotate, sarà necessario ricorrere a stime di “*beta medio*” relative ad aziende appartenenti al medesimo settore.

In tale ultima ipotesi si può utilizzare il cd. *beta unlevered* di settore (detto anche *Business Risk Index*), ossia l'indicatore della sola rischiosità operativa del settore.

### **3.7. La riclassificazione del conto economico della Srl delle annualità 2014- 2018 con il metodo del c.d. “valore aggiunto”**

Ai fini della stima dei flussi economici futuri il sottoscritto ha dapprima proceduto alla rielaborazione dei conti economici delle annualità dal 2014 al 2018 secondo lo schema cosiddetto del “valore aggiunto”. Tale metodologia consente di riclassificare le componenti positive e negative di reddito in relazione all'area gestionale di appartenenza: operativa, accessoria, finanziaria e straordinaria. Il valore aggiunto è la differenza tra ricavi operativi e costi operativi sostenuti per l'acquisto di risorse esterne ed esprime la capacità dell'azienda di creare ricchezza per remunerare i fattori produttivi e i diversi portatori di interesse. Sottraendo dal valore aggiunto il costo per il personale, si ottiene il margine operativo lordo (detto anche EBITDA) ovvero quella grandezza maggiormente rappresentativa della ricchezza reddituale producibile dal complesso aziendale.

Di seguito si riportano i conti economici del quinquennio antecedente la cessione in fitto del complesso aziendale:



CONTO ECONOMICO	2014	2015	2016	2017	2018
<b>VALORE DELLA PRODUZIONE:</b>					
Ricavi delle vendite	1.845.030	808.780	2.621.755	432.829	2.398.841
Var. dei lavori in corso su ordinazione	-287.781	803.365	-679.063	888.744	-1.500.865
Contributi in conto esercizio			0	0	0
Altri ricavi e proventi	452	22.262	7.671	11.820	11.255
<b>TOTALE DEL VALORE DELLA PRODUZIONE</b>	<b style="text-align: right;">1.557.701</b>	<b style="text-align: right;">1.634.407</b>	<b style="text-align: right;">1.950.363</b>	<b style="text-align: right;">1.333.393</b>	<b style="text-align: right;">909.231</b>
<b>COSTI DELLA PRODUZIONE:</b>					
Acquisti per materie prime, suss., di consumo e di merci	785.634	790.216	1.031.935	611.631	584.544
Var. delle rimanenze di materie prime, suss. di consumo e merci	-43.246	-55.750	15.607	-97.986	346.549
<b>CONSUMO DI MATERIE PRIME DI CONS. SUSS. E MERCI</b>	<b style="text-align: right;">742.388</b>	<b style="text-align: right;">734.466</b>	<b style="text-align: right;">1.047.542</b>	<b style="text-align: right;">513.645</b>	<b style="text-align: right;">931.093</b>
servizi	284.142	399.574	318.046	247.568	269.183
godimento beni di terzi	37.229	32.816	31.783	32.519	28.832
altri oneri di gestione	4.308	4.639	5.477	111.033	272.980
<b>TOTALE COSTI PER SERVIZI, GOD. BENI DI TERZI ED ALTRI ONERI</b>	<b style="text-align: right;">325.679</b>	<b style="text-align: right;">437.029</b>	<b style="text-align: right;">355.306</b>	<b style="text-align: right;">391.120</b>	<b style="text-align: right;">570.995</b>
<b>VALORE AGGIUNTO</b>	<b style="text-align: right;">489.634</b>	<b style="text-align: right;">462.912</b>	<b style="text-align: right;">547.515</b>	<b style="text-align: right;">428.628</b>	<b style="text-align: right;">-592.857</b>
per il personale	322.591	357.890	432.702	432.901	414.025
<b>EBITDA</b>	<b style="text-align: right;">167.043</b>	<b style="text-align: right;">105.022</b>	<b style="text-align: right;">114.813</b>	<b style="text-align: right;">-4.273</b>	<b style="text-align: right;">-1.006.882</b>
ammortamenti e svalutazioni	34.012	35.009	31.558	22.877	17.616
<b>EBIT</b>	<b style="text-align: right;">133.031</b>	<b style="text-align: right;">70.013</b>	<b style="text-align: right;">83.255</b>	<b style="text-align: right;">-27.150</b>	<b style="text-align: right;">-1.024.498</b>
<b>PROVENTI ED ONERI FINANZIARI</b>					
Proventi finanziari	1	1	4	159	4
Oneri finanziari	47.902	51.354	53.312	76.379	62.387
<b>TOTALE PROVENTI ED ONERI FINANZIARI</b>	<b style="text-align: right;">-47.901</b>	<b style="text-align: right;">-51.353</b>	<b style="text-align: right;">-53.308</b>	<b style="text-align: right;">-76.220</b>	<b style="text-align: right;">-62.383</b>
<b>INTERESSI ED ALTRI ONERI FINANZIARI</b>					
Proventi straordinari	1				
Oneri straordinari	80.000				
<b>TOTALE PROVENTI ED ONERI STRAORDINARI</b>	<b style="text-align: right;">-79.999</b>	<b style="text-align: center;">0</b>	<b style="text-align: center;">0</b>	<b style="text-align: center;">0</b>	<b style="text-align: center;">0</b>
<b>RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE</b>	<b style="text-align: right;">5.131</b>	<b style="text-align: right;">18.660</b>	<b style="text-align: right;">29.947</b>	<b style="text-align: right;">-103.370</b>	<b style="text-align: right;">-1.086.881</b>
Imposte correnti	18.172	20.044	21.466	10.511	
Imposte differite e anticipate	-5.900	-2.568	4.633		9.631
<b>RISULTATO DELL'ESERCIZIO</b>	<b style="text-align: right;">-7.141</b>	<b style="text-align: right;">1.184</b>	<b style="text-align: right;">3.848</b>	<b style="text-align: right;">-113.881</b>	<b style="text-align: right;">-1.096.512</b>

Dalla lettura dei dati risulta evidente la forte contrazione del valore della produzione verificatasi nel biennio 2017-2018. D'altra parte, appare chiaro come i risultati realizzati nel 2018 siano appesantiti da talune voci di costo (quali i consumi di materie prime, di cons., suss. e merci, oneri diversi di gestione) i cui importi assumono volumi eccezionali rispetto alla normale incidenza dalle stesse assunta nei precedenti



esercizi.

Tra i costi per servizi pesano inoltre i compensi ed i rimborsi spese riconosciuti agli amministratori. In particolare, nel quinquennio oggetto di analisi, venivano contabilizzati le seguenti spese:

	2014	2015	2016	2017	2018
Comp. Amm. Co.co.co	10.864	57.026	36.723	44.004	38.199
Comp. Amm. Co.co.co non pagati	3.774	21.441	9.465	5.318	11.296
Contr. INPS amm. Co.co.co	1.594	12.302	7.389	7.891	7.823
Rimb. a piè di lista	1.250	1.551	489	706	1.659
<b>Totale</b>	<b>17.482</b>	<b>92.320</b>	<b>54.065</b>	<b>57.919</b>	<b>58.977</b>

I costi di godimento di beni di terzi fanno riferimento principalmente ai canoni di locazione corrisposti per l'immobile in cui l'attività d'impresa viene svolta (pari a € 27.000,00); tali costi includono, inoltre, spese condominiali, costi di noleggio e canoni di leasing.

Particolare rilievo assume il costo del personale nell'ultimo biennio antecedente alla cessione in fitto dell'azienda. Nel 2017, ad esempio, a fronte di un valore aggiunto realizzato pari a 429.000,00 euro, il costo del personale "pesa" per oltre 432.000,00 euro. All'uopo, ed ai fini dell'espletamento dell'incarico va tuttavia ricordato come alla data di stipula del contratto di affitto tutti i contratti di lavoro erano stati cessati e l'affittuaria ha potuto procedere, successivamente, alla riassunzione delle sole unità lavorative ritenute effettivamente necessarie.

Tra gli oneri diversi si segnala, infine, che nel 2017 la società rilevava perdite su crediti per € 105.067,00 ed ancora nel 2018 per € 264.783,00.

### **3.8. Stima del congruo canone di remunerazione**

La valutazione della congruità del canone di fitto pattuito tra la \_\_\_\_\_ in Liquidazione e \_\_\_\_\_, con atto del 26 febbraio 2019, ha richiesto che il sottoscritto simulasse, idealmente, il momento in cui tale scelta fu adottata onde ricostruirne le aspettative reddituali che allora la *governance* poteva ragionevolmente attendersi dalla società.

Sulla base di tale approccio metodologico lo scrivente ha proceduto pertanto a stimare il risultato operativo medio che a tale data la società, in condizioni di normale operatività, poteva realizzare onde giungere, attraverso quello, alla determinazione di un canone di affitto minimo definibile "congruo" dalla società affittante.



### 3.8.1. Determinazione del risultato operativo medio atteso

La stima del risultato operativo atteso ha preso le mosse dai dati realizzati dalla  
nel quinquennio precedente alla stipula del contratto di affitto.

A tal fine i valori economici degli esercizi 2014 e 2018 sono stati depurati dagli  
effetti dell'inflazione armonizzandoli al 2018:

CONTO ECONOMICO	2014	2014 depurato da effetti infl.	2015	2015 depurato da effetti infl.	2016	2016 depurato da effetti infl.	2017	2017 depurato da effetti infl.	2018
<b>VALORE DELLA PRODUZIONE:</b>									
Ricavi delle vendite	1.845.030	1.881.931	808.780	825.764	2.621.755	2.679.434	432.829	437.590	2.398.841
Var. dei lavori in corso su ordinazione	-287.781	-293.537	803.365	820.236	-679.063	-694.002	888.744	898.520	-1.500.865
Contributi in conto esercizio	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Altri ricavi e proventi	452	461	22.262	22.730	7.671	7.840	11.820	11.950	11.255
<b>TOTALE DEL VALORE DELLA PRODUZIONE</b>	<b>1.557.701</b>	<b>1.588.855</b>	<b>1.634.407</b>	<b>1.668.730</b>	<b>1.950.363</b>	<b>1.993.271</b>	<b>1.333.393</b>	<b>1.348.060</b>	<b>909.231</b>
<b>COSTI DELLA PRODUZIONE:</b>									
Acquisti per mat. prime, suss., di cons. e di merci	785.634	801.347	790.216	806.811	1.031.935	1.054.638	611.631	618.359	584.544
Var. delle rimanenze di mat. prime, suss. di cons. e merci	-43.246	-44.111	-55.750	-56.921	15.607	15.950	-97.986	-99.064	346.549
Consumo di mat. prime, di cons., suss. e di merci	742.388	757.236	734.466	749.890	1.047.542	1.070.588	513.645	519.295	931.093
servizi	284.142	289.825	399.574	407.965	318.046	325.043	247.568	250.291	269.183
godimento beni di terzi	37.229	37.974	32.816	33.505	31.783	32.482	32.519	32.877	28.832
altri oneri di gestione	4.308	4.394	4.639	4.736	5.477	5.597	111.033	112.254	272.980
<b>TOTALE COSTI PER SERVIZI, GOD. BENI DI TERZI ED ALTRI ONERI</b>	<b>325.679</b>	<b>332.193</b>	<b>437.029</b>	<b>446.207</b>	<b>355.306</b>	<b>363.123</b>	<b>391.120</b>	<b>395.422</b>	<b>570.995</b>
<b>VALORE AGGIUNTO</b>	<b>489.634</b>	<b>499.427</b>	<b>462.912</b>	<b>472.633</b>	<b>547.515</b>	<b>559.560</b>	<b>428.628</b>	<b>433.343</b>	<b>-592.857</b>
per il personale	322.591	329.043	357.890	365.406	432.702	442.221	432.901	437.663	414.025
<b>EBITDA</b>	<b>167.043</b>	<b>170.384</b>	<b>105.022</b>	<b>107.227</b>	<b>114.813</b>	<b>117.339</b>	<b>-4.273</b>	<b>-4.320</b>	<b>-1.006.882</b>
ammortamenti di beni materiali e svalutazioni	34.012	34.692	35.009	35.744	31.558	32.252	22.877	22.854	17.616
<b>EBIT</b>	<b>133.031</b>	<b>135.692</b>	<b>70.013</b>	<b>71.483</b>	<b>83.255</b>	<b>85.087</b>	<b>-27.150</b>	<b>-27.174</b>	<b>-1.024.498</b>

Successivamente si è operata una proiezione dei dati "normalizzando" i flussi economici storici onde depurarne i risultati dall'impatto di eventi contingenti di natura straordinaria o comunque extra-caratteristica.



La determinazione dei ricavi annuali ragionevolmente ipotizzabili nel periodo di vigenza del contratto di affitto è stata operata prudenzialmente tenendo conto del ridimensionamento dei volumi riscontrato nel biennio 2017-2018.

A fronte di un andamento del volume di produzione quale quello realizzato nell'ultimo quinquennio e rappresentato sinteticamente (già depurato degli effetti dell'inflazione) nella tabella che segue:

<b>VALORE DELLA PRODUZIONE:</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>MEDIA</b>
Ricavi delle vendite	1.881.931	825.764	2.679.434	437.590	2.398.841	1.644.712
Var. dei lavori in corso su ordinazione	-293.537	820.236	-694.002	898.520	1.500.865	-153.930
<b>TOTALE VAL. DELLA PRODUZIONE</b>	<b>1.588.394</b>	<b>1.646.000</b>	<b>1.985.431</b>	<b>1.336.110</b>	<b>897.976</b>	<b>1.406.506</b>
% crescita/diminuzione del valore della prod. rispetto l'es. precedente	----	3,63%	20,62%	<b>-32,70%</b>	<b>-32,79%</b>	

il sottoscritto ha ritenuto ragionevole e prudentiale fondare le proprie valutazioni sulla base di un volume della produzione annuale atteso pari ad € 1.000.000,00.

La stima del costo dei principali fattori produttivi e, in particolare, dell'utilizzo delle materie prime, sussidiarie e di consumo, del costo dei servizi e del costo del personale è stata eseguita avendo riguardo all'incidenza storica dei predetti costi sul valore della produzione opportunamente normalizzati.

L'incidenza dei consumi di materie prime, sussidiarie di consumo e merci, nonché del costo del personale, è stata determinata avendo a riguardo agli esercizi 2014-2017, giacché nell'esercizio 2018 entrambe tali voci di costi risultavano del tutto sproporzionate rispetto ai volumi realizzati.

I costi per servizi sono stati "depurati" dei compensi e rimborsi spese effettivamente riconosciuti agli amministratori, in luogo di un compenso figurativo ritenuto congruo (attesa la dimensione aziendale da gestire) e quantificato in € 24.000,00 annui.

Di seguito vengono espone in dettaglio le incidenze effettive dei costi oggetto di analisi e quelle considerate ai fini della stima del reddito operativo atteso:

<b>COSTI DELLA PRODUZIONE:</b>	<b>2014 % incidenza sui ricavi</b>	<b>2015 % incidenza sui ricavi</b>	<b>2016 % incidenza sui ricavi</b>	<b>2017 % incidenza sui ricavi</b>	<b>2018 % incidenza sui ricavi</b>	<b>Incidenza media</b>	<b>Incidenza "normaliz- zata"</b>
Consumo di materie prime, suss. di cons. e	47,67%	45,56%	53,92%	38,87%	103,69%	57,94%	46,50%



**Paolo Carlà**  
Dottori Commercialista – Revisore Contabile

di merci							
servizi al netto dei compensi amministratori	17,15%	19,18%	13,65%	14,40%	23,41%	17,56%	17,56%
Costo del personale	20,72%	22,20%	22,27%	32,76%	46,11%	28,81%	24,49%

Quanto ai costi di godimento di beni di terzi ed agli oneri diversi di gestione (assunti al netto delle perdite su crediti) si è fatto riferimento al costo medio sostenuto nel quinquennio 2014-2018:

	2014	2015	2016	2017	2018	Media	Valore normalizzato
godimento beni di terzi	37.974	33.505	32.482	32.519	28.832	33.062	33.062
altri oneri di gestione	4.394	4.736	5.597	5.966	8.197	5.778	5.778

Gli ammortamenti sono stati forfettariamente quantificati ipotizzando l'effettuazione di taluni seppur limitati investimenti in beni strumentali nell'arco di vigenza del contratto di affitto d'azienda:

	2014	2015	2016	2017	2018	Valore normalizzato
ammortamenti di beni materiali e svalutazioni	34.692	35.744	32.252	22.854	17.616	15.000

\* \* \*

Il procedimento di stima appena descritto ha consentito di determinare un *reddito operativo atteso*, alla data di redazione del contratto di affitto d'azienda, pari ad € **37.471,00** come da prospetto che segue:

<b>CONTO ECONOMICO NORMALIZZATO</b>		
	<b>% incidenze adottate</b>	<b>Importo</b>
<b>VALORE DELLA PRODUZIONE:</b>		<b>1.000.000</b>
<b>Consumo di materie prime, suss. di cons. e di merci</b>	46,50%	465.049
servizi	17,56%	175.555
compenso figurativo amm.re		24.000
godimento beni di terzi		33.062
altri oneri di gestione		5.000
<b>TOTALE COSTI PER SERVIZI, GOD. BENI DI TERZI ED ALTRI ONERI</b>		<b>702.667</b>
<b>VALORE AGGIUNTO</b>		<b>297.333</b>



per il personale	24,49%	244.862
<b>EBITDA</b>		<b>52.471</b>
ammortamenti di beni materiali		15.000
<b>EBIT</b>		<b>37.471</b>

Si fa presente che, data la finalità della stima, non si è tenuto conto dell'incidenza fiscale (ires ed irap) sul reddito operativo giacchè, sia nell'ipotesi di gestione diretta che di gestione indiretta, entrambi i redditi conseguiti verrebbero assoggettati alla medesima imposizione.

### 3.8.2. Stima del tasso di attualizzazione

La stima del tasso di attualizzazione è stata operata individuando un tasso di interesse rappresentativo del rischio d'impresa cui l'attività svolta dalla è naturalmente soggetta.

Si è già riferito come, per concorde dottrina, tale tasso è suddivisibile in due componenti: la prima espressiva del ritorno di un investimento privo rischio ( $i_1$ ), la seconda rappresentativa invece del rischio economico d'impresa ( $i_2$ ).

Nella determinazione di  $i_1$  è stato preso a riferimento il rendimento medio dei titoli di Stato italiani. In termini più specifici,  $i_1$  viene assunto come pari alla media aritmetica dei rendimenti reali netti dei titoli BTP con scadenza 5 anni emessi nel primo trimestre 2019:

Mese emissione	Rendimento medio lordo	Inflazione italia (dati %)	Componente fiscale	rendimento medio netto
<u>Gennaio 2019</u>	1,900%	0,700%	12,50%	0,96%
<u>febbraio 2019</u>	1,995%	0,800%	12,50%	0,95%
<u>Marzo 2019</u>	1,739%	0,800%	12,50%	0,72%
<b>Rendimento medio</b>				<b>0,88%</b>

Il premio per il rischio  $i_2$ , invece, viene calcolato sulla base del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), così come descritto alla pag. 17 della presente perizia:

$$i_2 = \beta (R_m - i_1)$$

In particolare, facendo riferimento alla prassi professionale più accreditata (fonte: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>) ed al mercato borsistico italiano, è possibile fissare il dato differenziale  $R_m - i_1$  nella misura dell' **8,14%**. Quanto, invece, al coefficiente  $\beta$ , non è possibile ricorrere ad una sua rilevazione diretta, mancando una quotazione della società in mercati borsistici; si opta, pertanto, per una sua





determinazione indiretta o mediata.

In altre parole si fa riferimento al valore del *beta unlevered* (ovvero ai *beta* che riflettono il solo rischio operativo dell'azienda e non anche quello finanziario, dal momento che l'azienda da cedere in fitto non comprende alcun debito) relativo alle aziende europee per settori di attività comparabili al ramo aziendale della società. Nella fattispecie lo si è individuato quale media semplice dei seguenti settori:

<i>Industry Name</i>	<i>Number of firms</i>	<i>Average levered Beta</i>
Building Materials	83	0,84
Construction Supplies	102	0,79
Engineering/Construction	147	0,78
Steel	52	1,03
<b>Beta medio</b>		<b>0,86</b>

Sulla scorta delle considerazioni fin qui effettuate, il premio per il rischio di mercato per la società oggetto di valutazione risulta pari a:

$$i_2 = \beta \cdot (R_m - i_f) = 0,86 \cdot 8,14\% = 7,00\%$$

Di conseguenza il costo del capitale proprio è pari a:

$$i = i_1 + i_2 = 0,88\% + 7,00\% = 7,88\%$$

### 3.8.3. *Determinazione del canone d'affitto di azienda "congruo"*

L'applicazione del criterio del "break even point" (punto di pareggio), ovvero del corrispettivo "minimo" per cui la parte locatrice sarebbe disposta a rinunciare alla gestione diretta, avendo a riguardo ad un fitto d'azienda della durata di 48 mesi, ha condotto alla seguente quantificazione del valore del canone di affitto ritenuto "congruo":

Reddito operativo annuo previsto	37.471
Durata contratto di fitto d'azienda	5
Coefficiente di attualizzazione	8,70%
Valore attuale cumulato	124.453
Ammontare del canone annuale	<b>31.113</b>
Ammontare del canone mensile	<b>2.593</b>

Dallo sviluppo dei conteggi deriva che il canone di fitto d'azienda ritenuto congruo ammonta ad € 31.113,00 arrotondabili ad € 31.000,00 (trentunomilaezerocentesimi).

### 3.9. *Conclusioni sulla determinazione del canone di fitto affitto "congruo"*



Sulla scorta delle elaborazioni effettuate, si ritiene pertanto di quantificare in € **31.000,00** il valore del canone d'affitto d'azienda ritenuto congruo contro i € 27.000,00 pattuiti con contratto di affitto d'azienda del 26 febbraio 2019 stipulato tra la  
in Liquidazione e la società

#### ***4. Individuazione del complesso aziendale oggetto di stima e cenni sulla retrocessione del complesso aziendale oggetto di affitto d'azienda***

La stima di un complesso aziendale presuppone l'esatta individuazione delle sue componenti. Nel caso di specie il complesso aziendale da valutare riguarda quello oggetto di futura retrocessione da parte dell'affittuaria in favore della concedente ragion per cui risultano imprescindibili le pattuizioni contenute nel contratto di affitto stipulato il 26 febbraio 2019.

Sul punto, il contratto di affitto stabiliva che *“a costituire l'azienda concessa in affitto, si intendono compresi tutti gli elementi che ne formano il patrimonio aziendale, ad esclusione dei debiti e crediti. In particolare, si intendono compresi nel patrimonio aziendale affittato le macchine operatrici, l'arredamento, gli autoveicoli/autocarri, le macchine elettroniche d'ufficio e le attrezzature riportate nell'elenco che si allega al presente atto sotto la lettera A..... Sono altresì compresi gli attestati “RAPPORTI DI PROVA” numeri 324464, 324465, 324466 e 324467 rilasciati dall'Istituto Giordano per la resistenza al carico statico orizzontale”*.

Oggetto della cessione in affitto risultavano, pertanto, sostanzialmente gli impianti e le attrezzature necessarie allo svolgimento dell'attività.

Il contratto prevedeva, inoltre, il subentro nei contratti di somministrazione di tutte le utenze ed, infine, il godimento dell'immobile ove l'attività veniva svolta e detenuto dalla concedente in virtù di un contratto di locazione. Circa tale ultima pattuizione, le parti si accordavano affinché procedesse direttamente al pagamento dei canoni in favore dei relativi proprietari.

Il contratto di affitto non prevedeva la cessione dei contratti di lavoro dipendente, tutti risolti prima della stipula dello stesso. Non si rinviene, inoltre, alcun riferimento al subentro dell'affittuaria in eventuali contratti attivi relativi a commesse da eseguirsi o in corso. Sul punto deve evidenziarsi che, dall'analisi delle scritture contabili relative all'esercizio 2019 emerge come tutte le commesse in corso al 31.12.2018 risultino completate dalla



Il contratto di affitto escludeva poi esplicitamente la cessione dei crediti e dei debiti inerenti al complesso aziendale che rimanevano così in capo alla società affittante.

Parimenti risultavano esclusi dalla cessione il magazzino ricambi.

E' evidente come il complesso trasferito risulti estremamente scarno e ciò ancor di più se si considera che i beni strumentali trasferiti risultavano già quasi completamente ammortizzati, indice questo di un non indifferente "invecchiamento" degli stessi.

Come in precedenza segnalato tuttavia deve tenersi conto del fatto che, sino alla messa in liquidazione della società avvenuta il 28.01.2019, la stessa occupava 9 dipendenti, 7 dei quali a detta dello stesso ex Liquidatore , venivano poi immediatamente riassunti dall'affittuaria. Deve anche evidenziarsi che, nell'esercizio del 2018 conclusosi solo pochi mesi prima della stipula del contratto, la aveva realizzato un valore della produzione pari ad oltre 900.000,00 euro.

Alla luce di tutto quanto sinora esposto, ai fini dell'espletamento dell'incarico conferito, il sottoscritto ritiene doveroso evidenziare quanto segue.

Attenendosi strettamente alle previsioni contrattuali, l'insieme dei fattori produttivi oggetto di affitto d'azienda non sono tali da costituire di per sé un complesso aziendale come tale essere da valutare organicamente. L'esiguità o meglio l'incompletezza dei fattori produttivi trasferiti - costituiti per lo più dai soli arredi, macchinari, attrezzature, automezzi - si presta, pertanto, ad una valutazione atomistica dei singoli beni in relazione al valore di mercato di ciascuno di essi, stima che esula rispetto all'incarico conferito allo scrivente.

Qualora si volessero tuttavia includere, tra i fattori produttivi trasferiti e soggetti a futura retrocessione, anche i rapporti di lavoro subordinato cessati dall'affittante ed immediatamente poi riassunti dall'affittuaria, si configurerebbe, a parere del sottoscritto, un complesso organico di beni atto all'esercizio dell'attività di lavorazione e fabbricazione di strutture metalliche costituente l'oggetto sociale della  
in Liquidazione.

Ai fini dell'espletamento del presente incarico, lo scrivente opererà una valutazione del ramo d'azienda composto in base a tale seconda ipotesi peraltro suffragata dai seguenti ulteriori elementi:

1. la è stata costituita in data 24.01.2019 ossia pochi giorni prima della cessione, in suo favore, del ramo d'azienda avvenuta il successivo 26.02.2019. Nessuna attività d'impresa veniva, pertanto, svolta dall'affittuaria antecedentemente



alla concessione in fitto da parte della del suo complesso aziendale;

2. l'oggetto sociale svolto dall'affittuaria risulta pressoché sovrapponibile a quello M.D.F. (*“Lavorazione, costruzione, montaggio, fornitura, posa in opera di componenti destinati all’edilizia, all’industria ed al territorio con l’impegno di metalli, materie plastiche, vetro, legno, risorse naturali e non, comprese le opere di manutenzione e riparazione.”*;.....) ed il codice attività “ATECO 25.11 - Fabbricazione di strutture metalliche e parti assemblate di strutture” alla stessa attribuito risulta il medesimo di quello di

Per tutto quanto sopra premesso e considerato, ai fini dell’espletamento dell’incarico conferito, il sottoscritto procederà alla stima del complesso aziendale condotto dall'affittuaria ipotizzando che tale sia il complesso aziendale da retrocedere al Fallimento con l’esclusione degli elementi patrimoniali quali crediti e debiti espressamente estromessi nel contratto di affitto d’azienda.

#### ***4.1 Elementi di criticità nella valutazione del complesso aziendale oggetto di futura retrocessione***

Il sottoscritto valutatore è chiamato ad esprimersi sulla stima di un complesso aziendale non nella disponibilità della società proprietaria in quanto allo stato oggetto di affitto.

Giova rilevare, pertanto, come la valutazione effettuata non possa che risentire della scarsità di informazioni a disposizione in merito alla stessa composizione attuale del complesso aziendale da valutare, oltre che della mancanza di tutta la documentazione contabile ed amministrativa che si renderebbe necessaria per una completa valutazione dello stato attuale dell’azienda.

Si tenga presente che la stima sarà operata sulla scorta del solo bilancio d’esercizio 2019 estratto dal Registro Imprese di Bari che costituisce l’unico elemento informativo a disposizione del sottoscritto (peraltro il primo bilancio dell’affittuaria ha una durata inferiore all’anno solare).

#### ***4.2 Cenni sui metodi di valutazione comunemente adottati***

La stima del capitale economico di un’azienda, in quanto basata essenzialmente su previsioni, è strutturalmente connotata da incertezza e soggettività.



La dottrina e la prassi hanno prodotto, negli anni, una serie di soluzioni per applicazioni teoricamente solide e operativamente realizzabili in tal senso: applicazioni che esprimono, per quanto possibile, “razionalità”, “obiettività”, “generalità” e “stabilità” e sono da ricondurre a due fondamentali macro-categorie, metodi *diretti* e metodi *indiretti*.

I metodi c.d. *diretti* o *empirici* si basano sull'individuazione del valore dell'azienda sulla scorta dei prezzi espressi dal mercato per quote del suo capitale. Qualora poi l'azienda non abbia titoli quotati sul mercato, l'unica forma di stima diretta consiste nell'individuazione di prezzi effettivamente pagati per aziende simili ovvero per essa stessa, ma in periodi precedenti.

Nella stima delle realtà di piccole dimensioni è frequente il ricorso a moltiplicatori desunti dalla prassi specifica del settore e che, applicati ad una grandezza rappresentativa del capitale economico dell'azienda (EBITDA, EBIT, fatturato, ecc.), restituiscono il presunto valore dell'impresa oggetto di stima. Il metodo dei *multipli di mercato o di borsa* presuppone, ad esempio, che all'azienda oggetto di valutazione venga riconosciuto un valore sulla base di parametri riscontrati sul mercato borsistico per società assimilabili.

I limiti applicativi di tali metodi risiedono nell'oggettiva difficoltà di disporre, nella generalità dei casi, dei dati necessari per procedere.

Proprio questo è il motivo per il quale, nel tempo, ha trovato diffusione il ricorso a metodi cosiddetti *indiretti* che fondano la stima del capitale economico dell'impresa su elementi differenti (quali il reddito medio prospettico, la consistenza del patrimonio ovvero i flussi finanziari).

Nell'ambito di tali metodi, i più diffusi nella prassi sono - per l'appunto - il reddituale, il finanziario, il patrimoniale, il misto patrimoniale-reddituale.

Secondo il metodo reddituale, il valore del capitale economico discende direttamente ed esclusivamente dalla capacità reddituale prospettica che l'azienda presenta in un determinato momento. Detto altrimenti, il suddetto valore è funzione diretta del reddito che si prevede possa essere prodotto in un arco temporale futuro.

Risulta evidente che la dotazione patrimoniale dell'azienda non influisce sulla stima se non in relazione ai soli elementi reddituali che discendono direttamente da voci dello stato patrimoniale (immobilizzazioni/ ammortamenti, debiti/ interessi passivi, ecc).

Il metodo finanziario prende in considerazione il valore attuale dei flussi di cassa che si stima possa essere prodotto in un arco temporale futuro. A differenza del



metodo reddituale, i flussi qui considerati rappresentano flussi monetari disponibili in ciascuno dei periodi presi in considerazione.

Radicalmente differente dai precedenti si presenta invece l'approccio del metodo patrimoniale il cui presupposto è che il valore aziendale sia funzione della composizione e dell'entità dell'attivo e del passivo patrimoniale. In questo ambito è possibile distinguere metodi *patrimoniali semplici*, i quali non prendono in considerazione le attività immateriali, e metodi *patrimoniali complessi*, i quali invece le prendono in considerazione (in maniera differente a seconda che siano metodi patrimoniali complessi analitici o empirici).

Il metodo misto patrimoniale reddituale infine trova il suo fondamento nell'apprezzamento bilanciato di elementi reddituali e patrimoniali. In particolare, nella sua formulazione di base, tale metodo pone in evidenza l'elemento reddituale attraverso il *goodwill* definito quale *surplus* di reddito che l'azienda è in grado di produrre rispetto all'ordinario (ciò che al contrario si definisce *badwill*).

### **4.3 Scelta del criterio di valutazione**

Si è già detto come, ai fini dell'espletamento dell'incarico conferito, il sottoscritto considererà l'intero complesso aziendale ad oggi condotto dall'affittuaria e composto, in particolare, da arredi, macchinari, attrezzature, automezzi, contratti di appalto in corso di esecuzione, contratti di somministrazione di energia elettrica, acqua, gas, di telefonia, licenze, certificazioni, rapporti di lavoro subordinato in essere, con la esclusione dei crediti e debiti (per esplicita esclusione fatta dal contratto di affitto).

Si è anche detto come, se già il valore dei beni strumentali a suo tempo concessi in fitto risultava residuale, ed in virtù della deroga operata dalle parti all'art. 2561 c.c., l'ulteriore deprezzamento verificatosi non possa neppure essere oggetto di conguaglio in favore dell'affittante. Emerge, pertanto, come la dotazione patrimoniale dell'azienda da retrocedere risulti marginale rispetto alla sua capacità reddituale prospettica.

Da tali preliminari considerazioni deriva che, a parere di chi scrive, il criterio di valutazione da adottarsi non possa che essere quello reddituale.

In effetti, nel caso di specie, il valore economico dell'azienda - che non ha mai cessato la propria operatività - discende dalla sua capacità di generare, nel tempo, adeguati flussi reddituali soprattutto in virtù del patrimonio umano, organizzativo, di



conoscenze tecniche, relazioni commerciali, in breve del “Know-how” acquisito dal personale che consente all’azienda di continuare ad operare sul mercato.

In ottemperanza all’oggetto di perizia, il sottoscritto ha optato, pertanto, per la determinazione del valore dei redditi derivanti dei beni, ovvero il metodo reddituale mediante la funzione dal valore attuale delle rendita annua posticipata di durata pari ad  $n$  anni e come di seguito indicato in formula:

$$W = R * \frac{(1+i)^n - 1}{(1+i)^{n+1}}$$

in cui  $i$  è il tasso di attualizzazione o più brevemente

$$W = R * a_{n \overline{i}}$$

dove:

$W$  = valore economico dell’azienda;

$R$  = reddito medio normale atteso;

$i$  = tasso di attualizzazione.

$a_{n \overline{i}}$  = rendita unitaria posticipata per  $n$  periodi

Ai fini della corretta applicazione del metodo reddituale, inoltre, si rende necessario quantificare il reddito normale prospettico, individuare un orizzonte temporale congruo e scegliere un tasso di attualizzazione che rispecchi sia la congruità economica, sia i rischi affrontati dall’azienda.

Il riferimento ad un “ $n$ ” ossia ad un “orizzonte temporale limitato” attribuisce carattere prudenziale alla valutazione adottata limitando così errori derivanti da assunzioni temporali eccessivamente dilatate e quindi, per loro stessa natura, aleatorie.

Quanto al tasso di attualizzazione, anche in questo caso la sua determinazione si affida alla tecnica del Capital Asset Pricing Model (CAPM) la cui descrizione, innanzi riportata, viene integrata come di seguito. In breve, il tasso di attualizzazione ( $i$ ) deriva dalla sommatoria di un tasso *free risk* ( $i_1$ ) ed il costo del capitale ( $i_2$ ) determinato moltiplicando il beta-factor  $\beta$  - che rappresenta la misura del rischio operativo e finanziario dell’azienda - per il premio medio di mercato, dato dalla differenza tra il rendimento medio atteso del mercato azionario  $R_m$  e il rendimento degli investimenti privi di rischio  $i_1$ .

Orbene, la formula adottata per la determinazione del tasso di attualizzazione sarà



quindi la seguente:

$$i = i_1 + i_2$$

dove

$$i_2 = \beta (R_m - i_1).$$

#### **4.4 La riclassificazione del conto economico 2019 di con il metodo del c.d. “valore aggiunto”**

Ai fini della stima, il sottoscritto ha proceduto alla riclassifica del conto economico dell'annualità 2019 secondo lo schema del metodo del cosiddetto “valore aggiunto”. Tale metodica consente di riclassificare le componenti positive e negative di reddito in relazione all'area gestionale di appartenenza: operativa, accessoria, finanziaria e straordinaria. All'uopo si evidenzia che l'esercizio 2019, essendo il primo di operatività di , ha un periodo inferiore all'anno solare e pertanto sarà oggetto di successiva normalizzazione.

Il valore aggiunto è la differenza tra i ricavi operati ed i relativi costi sostenuti per l'acquisizione delle risorse e manifesta la capacità dell'azienda di creare ricchezza per la remunerazione dei fattori produttivi ed i diversi portatori di interesse.

Sottraendo dal valore aggiunto il costo del personale si ottiene il margine operativo lordo (denominato anche EBITDA), ovvero quella grandezza rappresentativa della ricchezza reddituale con cui opera l'azienda al lordo del costo degli investimenti operati.

Di seguito si riporta il conto economico 2019 riclassificato:

<b>CONTO ECONOMICO</b>	<b>2019</b>
<b>VALORE DELLA PRODUZIONE:</b>	
Ricavi delle vendite	297.195
Var. dei lavori in corso su ordinazione	541.147
Contributi in conto esercizio	
Altri ricavi e proventi	16
<b>TOTALE DEL VALORE DELLA PRODUZIONE</b>	<b>838.358</b>
<b>COSTI DELLA PRODUZIONE:</b>	
Acquisti per materie prime, suss., di consumo e di merci	469.884
Var. delle rimanenze di materie prime, suss. di consumo e merci	
<b>CONSUMO DI MATERIE PRIME DI CONS. SUSS. E MERCI</b>	<b>469.884</b>
servizi	79.422
godimento beni di terzi	45.645





altri oneri di gestione	962
<b>TOTALE COSTI PER SERVIZI, GOD. BENI DI TERZI ED ALTRI ONERI</b>	<b>126.029</b>
<b>VALORE AGGIUNTO</b>	<b>242.445</b>
per il personale	209.707
<b>EBITDA</b>	<b>32.738</b>
ammortamenti e svalutazioni	2.233
accantonamento per rischi	0
<b>EBIT</b>	<b>30.505</b>
<b>PROVENTI ED ONERI FINANZIARI</b>	
Proventi finanziari	0
Oneri finanziari	0
<b>TOTALE PROVENTI ED ONERI FINANZIARI</b>	<b>0</b>
<b>PROVENTI ED ONERI STRAORDINARI</b>	
Proventi straordinari	3
Oneri straordinari	35
<b>TOTALE PROVENTI ED ONERI STRAORDINARI</b>	<b>-32</b>
<b>RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE</b>	<b>30.473</b>
Imposte correnti	7.694
<b>RISULTATO DELL'ESERCIZIO</b>	<b>22.779</b>

#### 4.5 *Determinazione del risultato operativo medio normale atteso*

I metodi più diffusi nella prassi, oltre che in dottrina, per stimare i flussi reddituali attesi sono sostanzialmente riconducibili alle seguenti due categorie:

- quella fondata sui flussi storici;
- quella fondata sui flussi previsionali.

La prima categoria si caratterizza per il fatto che i flussi attesi vengono stimati sulla base dei risultati storici, opportunamente “normalizzati” (ovvero depurati delle componenti straordinarie o extra caratteristiche ed espressi nella moneta corrente dell’anno di riferimento della stima). L’applicazione di tali metodi appare opportuna ove si ritenga che, durante l’orizzonte temporale futuro preso in considerazione dallo stimatore, l’azienda possa produrre flussi reddituali in linea con quelli conseguiti nel passato.

La seconda categoria fonda la previsione dei flussi attesi sul contenuto dei piani strategici e dei budget forniti dal management aziendale o, comunque, su ipotesi ragionevolmente fondate in merito alla possibile evoluzione delle variabili aziendali capaci di incidere sulla futura redditività dell’impresa, trascurando quindi i trend storici che potrebbero essere non indicativi delle possibili evoluzioni aziendali.



Quanto al caso di specie, come si è già avuto modo di rilevare in precedenza, il sottoscritto ha potuto fare riferimento unicamente ai dati storici rilevabili dal bilancio nell'esercizio 2019.

Ed ancora, si fa presente che i costi di godimento beni di terzi sono stati depurati del canone di fitto d'azienda dovuto alla concedente , così come non si è tenuto conto degli ammortamenti immateriali relativi ai costi di costituzione della società. Si è considerato invece il valore residuo degli ammortamenti in beni materiali supponendo che tale valore rappresenti il costo medio annuale di sostituzione/aggiornamento della dotazione di beni strumentali.

Successivamente i valori economici 2019 sono stati ragguagliati all'anno solare:

CONTO ECONOMICO	2019	Conto economico normalizzato
<b>VALORE DELLA PRODUZIONE:</b>		
Ricavi delle vendite	297.195	356.634
Var. dei lavori in corso su ordinazione	541.147	649.376
Contributi in conto esercizio	0	0
Altri ricavi e proventi	16	0
<b>TOTALE DEL VALORE DELLA PRODUZIONE</b>	<b>838.358</b>	<b>1.006.010</b>
<b>COSTI DELLA PRODUZIONE:</b>		
Acquisti per mat. prime, suss., di cons. e di merci	469.884	563.861
Var. delle rimanenze di mat. prime, suss. di cons. e merci	0	0
<b>CONSUMO DI MATERIE PRIME DI CONS. SUSS. E MERCI</b>	<b>469.884</b>	<b>563.861</b>
servizi	79.422	95.306
godimento beni di terzi	0	0
altri oneri di gestione	962	1.154
<b>TOTALE COSTI PER SERVIZI, GOD. BENI DI TERZI ED ALTRI ONERI</b>	<b>80.384</b>	<b>96.461</b>
<b>VALORE AGGIUNTO</b>	<b>288.090</b>	<b>345.689</b>
per il personale	209.707	251.648
<b>EBITDA</b>	<b>78.383</b>	<b>94.040</b>
ammortamenti di beni materiali e svalutazioni	2.233	8.876
<b>EBIT</b>	<b>76.150</b>	<b>85.164</b>

L'importo del *reddito operativo normale atteso*, così come sopra rideterminato, ammonta ad € 85.164,00. Una volta calcolato tale valore esso viene depurato anche dell'incidenza fiscale (Irap e Ires).

Il procedimento appena descritto consente pertanto di stimare un reddito



operativo atteso depurato dell'incidenza fiscale pari ad € **60.620,00**, come si evince dal seguente prospetto:

Descrizione	Valore ponderato
Reddito operativo storico normalizzato al 31.12.2019	85.164
<b>Incidenza fiscale</b>	
IRES	24,0% 20.439
IRAP	4,82% 4.105
<b>Redd. (perd.) op. al netto dell'incidenza fiscale</b>	<b>60.620</b>

#### 4.6 Stima del tasso di attualizzazione

La stima del tasso di attualizzazione esprime il rapporto tra il reddito ed il capitale reputato conveniente per l'investimento nell'impresa. La scelta del tasso è un elemento soggettivo di valutazione che può creare effetti discorsivi notevoli sul risultato della valutazione stessa.

In aggiunta al rendimento delle attività prive di rischio, il tasso di attualizzazione deve considerare anche un premio per l'investimento in attività che rifletta un rischio generale di mercato ed un rischio di settore / impresa.

La dottrina aziendale ha individuato due criteri per la determinazione del tasso di attualizzazione: la prima espressiva del ritorno di un investimento privo di rischio ( $i_1$ ), la seconda rappresentativa, invece, del rischio economico d'impresa ( $i_2$ ).

Nella determinazione di  $i_1$  è stato preso in riferimento il rendimento medio dei Titoli di Stato italiani. In termini più specifici il viene assunto come pari alla media aritmetica dei rendimenti reali netti dei titoli BTP con scadenza a 5 anni emessi nei mesi di ottobre, novembre e dicembre 2019.

Mese emissione	Rendimento medio lordo	Inflazione italia (dati %)	Componente fiscale	rendimento medio netto
<u>Ottobre 2019</u>	0,388%	0,000%	12,50%	0,34%
<u>Novembre 2019</u>	0,628%	0,100%	12,50%	0,45%
<u>Dicembre 2019</u>	0,715%	0,400%	12,50%	0,23%
				<b>0,34%</b>

Si evidenzia che il riferimento ai rendimenti dei titoli di Stato del IV° trimestre 2019 viene effettuato per omogeneità ai dati reddituali a disposizione del sottoscritto



aggiornati alla data del 31.12.2019.

Il premio per il rischio  $i_2$ , invece, viene calcolato sulla base del *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*:

$$i_2 = \beta (R_m - i_1)$$

Nello specifico, tenendo in considerazione la prassi professionale più attendibile (fonte: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>) ed il mercato borsistico italiano, è possibile fissare il dato differenziale  $R_m - i_1$  nella misura dell' **8,68%**. Quanto, invece, al coefficiente  $\beta$ , non è possibile ricorrere ad una sua rilevazione diretta, mancando una quotazione della società in mercati borsistici; si opta, pertanto, per una sua determinazione indiretta o mediata.

In altre parole si fa riferimento al valore del *beta unlevered* (ovvero ai *beta* che riflettono il solo rischio operativo dell'azienda e non anche quello finanziario, dal momento che l'azienda da cedere in fitto non comprende alcun debito) relativo alle aziende dell'Europa occidentale per settori di attività comparabili al ramo aziendale della società. Nella fattispecie si è individuato il settore *Construction Supplies* il cui *beta unlevered* risulta pari allo 0,87 (fonte: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>).

In conclusione, il premio per il tasso di attualizzazione adottato per la società oggetto di valutazione in base ai conteggi effettuati e di seguito esposti, risulta pari a 7,89%:

$$i_2 = \beta * (R_m - i_1) = 0,87 * 8,68\% = \mathbf{7,55\%}$$

*e pertanto*

$$i = i_1 + i_2 = 0,34\% + 8,77\% = \mathbf{7,89\%}$$

#### 4.7 *Arco temporale di riferimento*

L'estensione temporale delle proiezioni reddituali viene convenzionalmente limitata dalla dottrina aziendalistica più accreditata e dalla comune prassi professionale in un periodo compreso tra i 5 ed i 10 anni. Un orizzonte temporale ampio risulta, tuttavia, applicabile a quelle realtà aziendali che, in rapporto al loro patrimonio, offrono livelli di reddito particolarmente elevati e stabili, dovuti a vantaggi competitivi.

Nel caso di specie, dati i limiti informativi su cui la proiezione reddituale è stata



basata, il sottoscritto ha ritenuto opportuno stabilire un arco temporale di attualizzazione di cinque anni.

#### **4.8 Determinazione del valore economico del ramo d'azienda**

Il valore aggiornato del capitale economico dell'azienda concessa in affitto dalla \_\_\_\_\_ in Liquidazione alla \_\_\_\_\_ calcolato, alla data del 31.12.2019, con il metodo di valutazione reddituale a vita limitata risulta, tiene conto delle assunzioni in precedenza evidenziate - tra le quali l'inclusione nel complesso aziendale oggetto di valutazione dei rapporti di lavoro subordinato esclusi dal contratto di fitto d'azienda in quanto cessati dall'affittante poco prima della stipula del contratto di fitto ed immediatamente riassunti dall'affittante - e delle informazioni a disposizione dello scrivente, pari ad Euro 242.731,00.

Tale importo risulta, in particolare, dall'attualizzazione del reddito operativo medio atteso in un arco temporale di riferimento di cinque esercizi:

Reddito operativo annuo previsto	60.620
Arco temporale di attualizzazione	5
Coefficiente di attualizzazione	7,89%
Valore attuale cumulato	<b>242.731</b>

#### **4.9 Conclusioni sulla determinazione del valore economico del ramo d'azienda**

Sulla scorta delle elaborazioni effettuate, si ritiene, pertanto, di quantificare in € **243.000,00 (duecentoquarantatremilaeuro/00)** il valore economico dell'azienda concessa in affitto d'azienda dalla \_\_\_\_\_ in Liquidazione alla \_\_\_\_\_ calcolato alla data del 31.12.2019.

In fede.

Bari, 28 giugno 2021

\_\_\_\_\_  
Dott. Paolo Carlà



## Allegati

1. Visura storica della società
2. Visura storica della società
3. Bilancio . chiuso al 31.12.2014;
4. Bilancio chiuso al 31.12.2015;
5. Bilancio chiuso al 31.12.2016;
6. Bilancio chiuso al 31.12.2017;
7. Bilancio chiuso al 31.12.2018;
8. Bilancio chiuso al 31.12.2019;
9. Contratto di affitto di ramo d'azienda del 26 Febbraio 2019 registrato presso l'Agenzia delle Entrate Uff. Territoriale di Bari al num 6606/17 il 06/03/2019;
10. Libro inventari anno 2018;
11. Libro cespiti anni 2016-2018;
12. Verbale di interrogatorio del Legale rappresentante della del 18.12.2020.

Dott. Paolo Carlà

---

