

**TRIBUNALE ORDINARIO DI BRESCIA
SEZIONE FALLIMENTARE**

Concordato Preventivo [REDACTED] n. 16/2020

Commissario Giudiziale: **DOTT. VINCENZO MONTE**
Giudice Delegato: **DOTT. ANDREA GIOVANNI MELANI**

RELAZIONE DEL PERITO

Ramo d'azienda [REDACTED]

Il sottoscritto dott. Mauro Bonera, nominato perito nel Concordato in epigrafe,

PREMESSO CHE

- la società “[REDACTED]” (d’ora in avanti anche la “Società”) è stata ammessa alla procedura di Concordato Preventivo con decreto del Tribunale di Brescia depositato in data 22.04.2021;
- il piano concordatario prevede la liquidazione dell’intero attivo ricompreso nel patrimonio della Società, ivi inclusa la vendita del ramo di azienda della Società, comprensiva di beni materiali ed immateriali, concesso in affitto alla società [REDACTED]
- in data 18 maggio 2021 veniva conferito al sottoscritto l’incarico di valutare e verificare la congruità del valore attribuito al ramo di azienda da parte del dott. Sergio Comincioli, il quale ha redatto la relazione di stima allegata al piano concordatario, nonché di verificare la congruità del canone di affitto.

Tutto ciò premesso, lo scrivente presenta la propria relazione in merito alla valutazione del ramo di azienda della “[REDACTED]”.

SOMMARIO

1. SVOLGIMENTO DEI LAVORI PERITALI.....	3
2. DOCUMENTAZIONE ESAMINATA ED ALLEGATI	4
3. NOTIZIE RIGUARDANTI L'AZIENDA	5
4. VALUTAZIONE	5
4.1 Del metodo di valutazione	5
4.2 Del patrimonio netto rettificato	7
4.3 Determinazione dell'avviamento.....	8
4.4 Determinazione del valore del capitale economico.....	12
5. DEL CANONE DI AFFITO DEL RAMO DI AZIENDA	14
6. CONCLUSIONI	16

1. SVOLGIMENTO DEI LAVORI PERITALI

Il sottoscritto, nell'espletamento del proprio incarico, si è avvalso della collaborazione del perito, nominato nel concordato, Ing. Stefano Bertoglio, relativamente alla stima dei beni mobili ed immobili (diritto di superficie) facenti parte del ramo di azienda. La relativa perizia è parte integrante del presente lavoro e ad esso allegata.

In adempimento dell'incarico ricevuto il sottoscritto ha esperito le necessarie verifiche ed ha assunto le opportune informazioni, effettuando ove possibile gli appropriati riscontri contabili ed amministrativi.

In generale il sottoscritto ha basato le valutazioni riportate nella presente relazione sulla documentazione sociale e contabile reperita, integrandola con le informazioni fornite dalla Signora ██████████, già amministratore unico della Società.

Si precisa che non è stato possibile procedere ad una completa revisione delle voci del bilancio e non sono state effettuate ulteriori verifiche o accertamenti circa, ad esempio, l'eventuale sussistenza di passività di natura fiscale, contrattuale o previdenziale, non riportate nella documentazione fornita, assumendo per vere e complete le informazioni ricevute e i dati dei bilanci, soggetti ai controlli e alle verifiche del Sindaco Unico e del Revisore Legale.

Nello svolgimento del lavoro il sottoscritto ha proceduto all'analisi della perizia del ██████████ ██████████, che riporta la stima del ramo di azienda oggetto dell'offerta di acquisto nel Concordato¹ e, dopo averne condiviso il metodo di valutazione (metodo misto patrimoniale reddituale) proposto, ha proceduto ad effettuare la valutazione oggetto del presente elaborato.

In particolare lo scrivente ha ritenuto opportuno effettuare la valutazione in oggetto prendendo come riferimento i dati e risultati desunti dalle situazioni economiche della Società per gli anni del periodo 2015 - 2019.

La Società è stata posta in liquidazione in data 21.07.2020 ed ha stipulato un contratto di affitto di ramo d'azienda con l'affittuaria ██████████ in data 31.07.2020, di talché l'esercizio 2020 non può ritenersi rappresentativo ai fini della valutazione contenuta nel presente elaborato. Il sottoscritto ha reperito anche il bilancio chiuso al 31.12.2020 dell'affittuaria dal quale, tuttavia, non è stato possibile estrapolare i soli dati riferibili al ramo di azienda affittato.

¹ Il valore attribuito in perizia dal dott. Comincioli ammonta ad euro 435.000.

2. DOCUMENTAZIONE ESAMINATA ED ALLEGATI

Atti e documenti esaminati:

- *La Perizia di stima dei beni mobili ed immobili redatta dall'Ing. Stefano Bertoglio (all. 1);*
- *la Perizia redatta [REDACTED], allegata al Piano di Concordato;*
- *i bilanci dal 31/12/2015 ed al 31/12/2019 (all. 2);*
- *la situazione patrimoniale ed economica di derivazione contabile per i periodi chiusi dal 31/12/2015 al 31/12/2020 (all. 3);*
- *i partitari contabili per i periodi dal 31/12/2015 e 31/12/2020;*
- *i libri sociali;*
- *i modelli delle dichiarazioni fiscali;*
- *il contratto di affitto di ramo di azienda del 31.07.2020 (all. 4).*

3. NOTIZIE RIGUARDANTI L'AZIENDA

è stata costituita in data 28.03.1985 sotto forma di ditta individuale, poi trasformata nel 1992 in società a responsabilità limitata. La società è stata posta in liquidazione in data 21.07.2020 (con nomina a liquidatore del [REDACTED]). In data 05.08.2020 la Società ha depositato ricorso ex art 161, sesto comma, L.F. per l'ammissione alla procedura di Concordato Preventivo, dichiarata aperta con decreto del Tribunale di Brescia del 22.04.2021.

La Società esercitava l'attività di lavorazione e commercio all'ingrosso di rottami metallici ferrosi e non ferrosi, svolta nello stabilimento di [REDACTED].

In data 31.07.2020 la Società ha stipulato un contratto di affitto di ramo di azienda con "[REDACTED] [REDACTED]" (C.F. e iscrizione al Registro Imprese di Brescia [REDACTED]), con sede in [REDACTED] [REDACTED].

I dati principali del contratto sono i seguenti:

- Durata: sino al 28.02.2028;
- Canone annuo: euro 48.000,00 oltre IVA;
- Oggetto: ramo di azienda composto da: beni strumentali, diritto di superficie su immobili ove viene svolta l'attività e autorizzazioni varie.

4. VALUTAZIONE

4.1 Del metodo di valutazione

Come noto la dottrina economico – aziendale ha, nel corso del tempo, sviluppato diversi metodi di valutazione che possono essere sinteticamente così riassunti:

- Metodi patrimoniali (basati su grandezze "stock") che esprimono il valore di un'azienda in funzione della riespressione a valori correnti dei singoli componenti attivi e passivi che formano il patrimonio aziendale;
- Metodi reddituali (basati su grandezze "flussi di reddito") che esprimono il valore di un'azienda in funzione della sua capacità di produrre un reddito atteso.
- Metodi misti patrimoniali – reddituali (basati sia su grandezze "stock" che su "flussi di reddito") che esprimono il valore dell'azienda quale somma della consistenza patrimoniale, riportata a valore corrente, e della capacità reddituale propria del complesso aziendale.
- Metodi finanziari (basati su grandezze "flussi di cassa") che esprimono il valore dell'azienda in funzione dei flussi di cassa attesi a seguito dell'investimento effettuato.

- Metodi empirici (basati su multipli applicati a determinate grandezze aziendali) che esprimono il valore dell'azienda direttamente da osservazioni ad esempio di mercato, basate su prezzi ricavati nelle negoziazioni borsistiche e di quote di controllo (o comunque di rilievo) dei capitali d'impresa, con tecniche più o meno elaborate.

Nel caso in esame, che inerisce la valutazione del ramo di azienda di proprietà della ██████████ ██████████, concesso in affitto alla ██████████ ██████████, il sottoscritto ha ritenuto opportuno applicare, come già effettuato nella perizia di stima redatta dal dott. ██████████ ██████████ (allegata al concordato preventivo della Società), il metodo misto patrimoniale – reddituale con stima autonoma del sovra reddito (“*goodwill*”).

Tale metodo, con le limitazioni e considerazioni del caso che saranno poco oltre evidenziate, coniuga in modo equilibrato una valutazione patrimoniale con una valutazione di tipo reddituale, contemperando la necessità dell'azienda di generare un flusso di reddito adeguato alla remunerazione del capitale con la considerazione del valore funzionale del complesso organizzato di beni che costituisce l'azienda stessa.

La stima sarà idonea, pertanto, a riflettere gli elementi di obiettività e verificabilità propri dell'analisi patrimoniale (valutazione dell'attivo, ivi compresi i beni ed i diritti, al netto dei capitali dei terzi investiti in azienda), senza tuttavia trascurare le attese reddituali, concettualmente più rappresentative del valore economico dell'azienda. Il metodo prevede, in concreto, la determinazione del valore del patrimonio netto della società, mediante la verifica della consistenza delle attività investite in azienda, al netto delle corrispondenti passività, a cui si aggiunge l'avviamento, che rettificcherà in aumento (*goodwill*) o in diminuzione (*badwill*), il predetto valore patrimoniale.

L'avviamento rappresenta, in sostanza, la capacità che viene riconosciuta all'azienda di generare redditi futuri in grado di remunerare il capitale investito in misura maggiore (o minore) rispetto al rendimento offerto da investimenti alternativi.

La formula utilizzata per la valutazione è la seguente:

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

W = valore del capitale economico dell'azienda;

K = valore patrimoniale (patrimonio netto rettificato);

i = tasso di remunerazione normale del capitale;

R = reddito medio normalizzato prospettico (determinato come indicato al punto precedente);

$a n^{-i'}$ = fattore di attualizzazione per il calcolo di una rendita della durata di n anni al tasso i';

n = numero di anni per i quali è stimato il sovra-reddito;

i' = tasso di attualizzazione.

4.2 Del patrimonio netto rettificato

Il ramo di azienda oggetto di valutazione, condotto in affitto dalla [REDACTED] a seguito del contratto stipulato in data 31.07.2020, è costituito dai seguenti beni², come meglio precisati ed indicati nel contratto di affitto di azienda (allegato 4) e nei relativi allegati sotto la lettera A), B) e C):

Beni immobili

- beni ricompresi nella categoria “fabbricati destinati all’industria”: trattasi del diritto di superficie o proprietà superficaria relativo ai seguenti immobili ubicati nel Comune di [REDACTED] fabbricato identificato al foglio 8 mappale 487 sub 3 cat A/10 cl. 2 vani 3,5, mq 112 RC € 524,20 e al foglio 8 mappale 487 sub 4 cat D/7 RC € 15.841,20 (ad eccezione della proprietà della quota di 93,57/1000 del mappale 487 sub. 4, oggetto di sequestro preventivo) – quota di 163/1000 degli immobili identificati al foglio 8 mappale 41 sub 501 cat D/1 RC € 108,46, al foglio 8 mappale 41 sub 502 cat D/1 RC € 77,47 ed al foglio 8 mappale 41 sub 503 cat D/1 RC € 139,44;

Beni mobili³

- beni ricompresi nella categoria “mobili e macchine ordinarie di ufficio”: trattasi di arredamento vario d’ufficio;
- beni ricompresi nella categoria “macchine ufficio elettroniche”: trattasi di PC, server, telefax, stampante, scanner;
- beni ricompresi nella categoria “autoveicoli da trasporto”: trattasi di due camion (da rottamare), un semirimorchio ed un automezzo IVECO;
- beni ricompresi nella categoria “autoveicoli motoveicoli e simili”: trattasi di una autovettura FIAT STILO (da rottamare);
- beni ricompresi nella categoria “impianti e mezzi di sollevamento”: trattasi di un sollevatore elettrico, un sollevatore Minelli ed un sollevatore RAGNO (da rottamare);
- beni ricompresi nella categoria “macchinari apparecchiature e attrezzature”: trattasi di attrezzature varie (rilevatore, quantometro, analizzatore, idropulitrice, motoscopa, ecc...), un elettromagnete, pese, contenitori, vasche e container vari;

Autorizzazioni

² Il ramo di azienda prevede il passaggio anche di due dipendenti. Non risultano ricomprese nel ramo di azienda altre poste patrimoniali attive (es. crediti) o passive (es. debiti o TFR) riferibili alla Società.

³ L’elenco analitico dei beni mobili preso a riferimento è allegato alla perizia dell’ing. Bertoglio che ricomprende alcuni beni non elencati nel contratto di affitto di modico o irrilevante valore.

- le autorizzazioni, le licenze ed i permessi necessari allo svolgimento dell'attività, identificate all'allegato sotto la lettera A) del contratto di affitto di ramo di azienda (tra cui le autorizzazioni per la gestione di rifiuti – Atto Dirigenziale ██████████ rilasciato dalla Provincia di Brescia - e per la raccolta e trasporto di rifiuti – iscrizione ██████████ Albo Nazionale Gestori Ambientali).

Il sottoscritto per la valutazione delle suddette poste patrimoniali (beni mobili ed immobili) si è avvalso della perizia redatta dall'Ing. Stefano Bertoglio (allegato 1), parte integrante del presente elaborato, a cui si rimanda per ogni dettaglio, condividendone la metodologia ed i valori.

In particolare il perito ha attribuito alle due categorie in parola i valori secondo i seguenti criteri di stima:

- valore in uso: i beni sono stati considerati singolarmente stimandone il valore nel caso di continuità dell'attività come “complesso di beni organizzati per l'esercizio dell'impresa”.
- valore in caso di vendita forzata: i beni sono stati considerati singolarmente stimandone il valore nel caso di vendita nell'ambito di una procedura liquidatoria applicando quindi i criteri solitamente adottati nel caso di vendita a commercianti – grossisti.

Con riferimento ai beni immobili e quindi al diritto di Superficie, la cui scadenza è fissata al 27.04.2047, il perito Ing. Bertoglio ha attribuito **un valore di stima in uso pari ad euro 425.000,00 ed in caso di vendita forzata pari ad euro 320.000,00.**

Con riferimento ai beni mobili il perito Ing. Bertoglio ha attribuito **un valore di stima in uso pari ad euro 160.000,00 ed in caso di vendita forzata pari ad euro 75.000,00.**

Per quanto riguarda le autorizzazioni, non oggetto di stima da parte dell'Ing. Bertoglio, il sottoscritto ha ritenuto che il valore delle stesse, necessarie per lo svolgimento dell'attività del ramo di azienda in oggetto, possa essere ricompreso in parte con il valore attribuito ai beni sopra indicati (come si desume dalla perizia dell'Ing. Bertoglio) ed in parte nel valore attribuito all'avviamento di cui si dirà poco oltre.

In sintesi **il valore del patrimonio netto rettificato (K)**, inteso come sommatoria della valutazioni riguardanti i beni della Società, risulta come di seguito esposto:

(valori espressi in euro)

DESCRIZIONE	Stima in uso	Stima in caso di vendita forzata
Diritto di superficie	425.000	320.000
Beni mobili	160.000	75.000
Totale PATRIMONIO	585.000	395.000

4.3 Determinazione dell'avviamento

La valutazione del capitale economico con il metodo misto patrimoniale - reddituale, richiede la definizione degli ulteriori parametri di stima attraverso i quali giungere al “*Goodwill*” o “*Badwill*” attribuibile all’azienda medesima.

Il reddito netto medio - normale atteso

Al fine di poter applicare il metodo di valutazione risulta preliminarmente necessario valutare i redditi che prevedibilmente l’azienda sarà in grado di produrre in futuro, attraverso il processo di normalizzazione del reddito, ossia determinando un reddito medio - normale atteso (R) depurato delle componenti straordinarie non ripetibili e comunque estranee alla gestione, e, in ogni caso, determinato sulla base di soluzioni razionali e nell’ottica di continuità aziendale.

Il sottoscritto nella determinazione del reddito medio – normale atteso ha utilizzato il metodo della proiezione dei risultati storici, secondo il quale il punto di riferimento per la redditività attesa sono i risultati storici “normalizzati”, realizzati nel recente passato, da proiettarsi su un orizzonte temporale futuro. Il processo di “normalizzazione” dei risultati “storici” è finalizzato ad individuare la reale e stabile capacità reddituale dell’azienda. Lo scopo del procedimento è quindi quello di “rettificare” i componenti economici del risultato della gestione al fine di isolare il cosiddetto “reddito normale”, ossia quel risultato economico che l’azienda riesce a esprimere stabilmente nel tempo, con un orizzonte temporale ragionevole, per il tipo di azienda e per il settore di appartenenza.

Lo scrivente ha pertanto analizzato la serie di risultati storici dei bilanci della Società⁴ ricompresi nel periodo 2015-2019⁵, “normalizzando” il risultato di esercizio prima delle imposte, rettificando alcune voci di costo e ricavo considerate straordinarie (le voci del conto economico rettificate ineriscono ai costi “straordinari” per consulenze professionali sostenuti per i contenziosi tributari, alle perdite su crediti, alle sanzioni derivanti dai contenziosi tributari ed alle sopravvenienze attive e passive⁶) e rideterminando la fiscalità sui nuovi risultati⁷, come esposto nella sottostante tabella:

⁴ desunti dai bilanci contabili a disposizione, che rispecchiano i risultati attribuibili al ramo di azienda oggetto di valutazione

⁵ Come già precisato l’esercizio 2020 della Società non può considerarsi di normale operatività. Inoltre i dati del 2020 forniti dall’affittuaria ██████████ non permettono di estrapolare il risultato di esercizio relativo alla gestione del solo ramo di azienda in affitto.

⁶ In assenza di precise informazioni sulle politiche di bilancio e fiscali applicate, il sottoscritto non ha ritenuto opportuno apportare rettifiche agli (ingenti) importi dei compensi corrisposti nel 2015 e 2016 agli amministratori (ed in allora soci).

⁷ Nella determinazione delle imposte IRES ed IRAP, per semplicità, sono state considerate le riprese fiscali come esposte nelle dichiarazioni dei redditi presentate dalla Società, fatta eccezione per parte delle riprese (pari ad euro 2.523.543), considerate straordinarie, esposte a seguito della rettifica ed invio dei modelli relativo all’anno 2018.

(importi espressi in euro)

	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019
Ricavi					
Ricavi delle vendite	17.755.586	18.689.173	27.948.567	27.951.477	20.381.229
Altri ricavi		1.285	57.335	11.763	54.477
Costi della produzione					
Per materie prime, sussidiarie	15.110.059	17.138.688	25.070.770	25.170.179	16.705.176
Per servizi	1.354.140	1.231.537	1.204.612	2.067.543	816.564
Godimento beni di terzi	168.131	150.728	206.164	269.770	294.609
Per il personale	279.085	262.730	386.042	332.236	261.115
Ammortamenti e svalutazioni	42.727	49.289	66.407	78.255	82.906
Variazione delle rimanenze	377.116	- 540.573	485.301	- 386.114	- 60.295
Oneri diversi di gestione	78.470	82.735	267.639	37.657	74.977
A-B	345.858	315.324	318.967	393.714	2.260.654
Proventi e oneri finanziari					
Proventi	57.512	2		47	7
Oneri	118.157	105.995	64.832	34.493	27.893
Utile/(Perdita) ante imposte	285.213	209.331	254.135	359.268	2.232.768
Imposte correnti	82.336	79.250	78.300	92.206	609.816
Imposte anni precedenti				159.744	160.113
Utile/(Perdita) d'esercizio	202.877	130.081	175.835	107.318	1.462.839
Rettifiche					
(+) consulenze contabili fiscali	273.968	42.979	116.844	239.200	40.058
(+) perdite su crediti			200.000		
(+) altre spese doc. (sanzioni contenzioso)				678.921	
(+) sopravvenienze passive	1.479	36	303	6.534	2.233
(-) sopravvenienze attive	57.512	1.285	32.335	11.763	4.266
Utile normalizzato ante imposte	503.148	251.061	538.947	1.272.160	2.270.793
Imposte rideterminate					
IRES	106.726	55.079	132.477	289.635	525.512
IRAP	42.337	35.651	32.858	55.448	92.920
Utile normalizzato	354.085	160.331	373.612	927.077	1.652.361

Il reddito medio - normale atteso (R) risulta pertanto essere pari ad euro 693.493,00.

Il tasso di rendimento del capitale investito: i

Il tasso di interesse “i”, applicato al patrimonio netto rettificato (R - iK) ha la funzione di contribuire alla determinazione del sovra reddito generato dalla gestione aziendale.

A tal fine il reddito medio generato dal complesso aziendale deve essere confrontato con una misura di rendimento del capitale investito ritenuta soddisfacente tenuto conto del grado di rischio dell’azienda.

Nella prassi e nella dottrina valutativa si adottano configurazioni di “i”, tra loro notevolmente differenti. Nella presente valutazione viene utilizzato il modello CAPM che consente di determinare un tasso equivalente al potenziale rendimento offerto da investimenti alternativi, a parità di rischio, sintetizzato nella seguente formula:

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

dove:

- il tasso *risk free* (R_f), ossia il tasso di rendimento privo di rischio, viene considerato pari al tasso medio ponderato di interesse dei titoli di Stato calcolato sulla base dei redditi lordi all’emissione dei titoli emessi nel singolo anno. Detto tasso è rilevato dagli analisti ed è disponibile presso sito internet del Ministero dell’Economia e delle Finanze, Dipartimento del Tesoro. Valore medio nel 2020 pari allo 0,59%⁸;
- β rappresenta il rischio specifico del settore o coefficiente di volatilità del rendimento specifico del settore. Il coefficiente è individuato in rapporto alla media delle aziende operanti in Europanel settore di riferimento che nel caso in esame viene assunto per un valore pari a 1,01⁹;
- ($R_m - R_f$) rappresenta il maggior rischio del mercato azionario (italiano) rispetto ad investimenti privi di rischio, che risulta pari a 6,23 punti percentuali¹⁰;

Il tasso determinato secondo il modello del CAPM è pertanto pari a:

$$i = R_f + \beta \times (R_m - R_f) = 0,59\% + 1,01 \times 6,23\% = \mathbf{6,88\%}$$

Il tasso di attualizzazione: i'

Il tasso di attualizzazione adottato nel caso in esame, la cui funzione è quella di semplice omogeneizzazione finanziaria dei flussi economici (sovraredditi) distribuiti nell’arco di una pluralità di esercizi, è stato identificato nel tasso *risk free* (tasso medio ponderato di interesse dei

⁸ http://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/dati_statistici/principali_tassi_di_interesse/ del 19.07.2021.

⁹ Sul sito del prof. Aswath Damodaran, (professore di Finanza presso la Stern School of Business della New York University ed autore di numerose pubblicazioni in tema di valutazione aziendale) il più recente Beta (average unlevered Beta 2017 - 2021 Europe) del settore “Steel” è pari a 1,01 (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>).

¹⁰ Dato reperito sul sito del prof. Aswath Damodaran – vedi nota 7 – Risk Premiums for others Markets (Italy) – mid-year Update (July 2021)

titoli di Stato calcolato sulla base dei reddimenti lordi all'emissione dei titoli emessi nel singolo anno) **pari a 0,59%**.

Il periodo di riferimento: n

Ai fini della presente valutazione l'attualizzazione dei redditi futuri è effettuata per un periodo limitato di anni, in ragione della fisiologica indeterminatezza della redditività aziendale, se valutata lungo un periodo di tempo illimitato. Ciò conduce ad adottare un atteggiamento prudenziale nella stima dell'avviamento che, nel caso in esame, anche a causa degli effetti della pandemia Covid 19, si è ritenuto opportuno definire il periodo di riferimento nella misura di **tre anni**.

4.4 Determinazione del valore del capitale economico

Una volta valutate e stimate le singole componenti del processo di quantificazione del capitale economico si è in grado di determinare il suo valore (W), utilizzando la formula sopra richiamata:

$$W = K + (R - i * K) * a_n i'$$

dove:

K = patrimonio netto rettificato;

R = reddito medio-normale atteso;

i = tasso di rendimento del capitale investito;

(R - i * K) = sovra reddito (*goodwill*) / sotto reddito (*badwill*)

$a_n i'$ = valore attuale della rendita unitaria annuale posticipata per "n" anni al tasso "i":

i' (tasso di attualizzazione del sovra / sott reddito) - n (durata dell'orizzonte temporale).

Tuttavia, prima di procedere al calcolo matematico per la determinazione del valore del capitale economico del ramo di azienda, il sottoscritto ritiene opportuno esprimere alcune considerazioni sul caso di specie e nel caso di una valutazione di (ramo) azienda all'interno di una procedura concorsuale.

Infatti il processo di determinazione del valore dell'azienda, non può prescindere da alcune variabili fondamentali, quali, ad esempio, la dimensione della criticità o della crisi e il suo stato di diffusione sull'assetto strategico, gestionale, strutturale dell'impresa e di singole parti aziendali; il tempo intercorso tra lo stato di crisi dell'impresa rispetto alla sua continuazione; gli eventuali interventi correttivi posti in essere dal management; la percezione dello stato di crisi e dello stato attuale dell'azienda da parte degli eventuali investitori.

Nel caso in esame, come noto, la Società è stata posta in liquidazione il 27.07.2020, il ramo di azienda è stato affittato in data 31.07.2020 ed in data 05.08.2020 è stata depositata la domanda di

concordato. In precedenza la Società, per come risulta dalle informazioni raccolte, è stata gestita dagli ex soci ed amministratori che ne curavano direttamente e personalmente i rapporti con clienti e fornitori.

Di talché appare inverosimile, pur in presenza di un affitto di ramo di azienda a cui possono essere attribuire (anche) finalità conservative del patrimonio produttivo, poter ricondurre il valore dell'azienda – che opera in un contesto particolare e settoriale, quale quello della lavorazione e commercializzazione di rottami ferrosi e non ferrosi - in una (pura) ottica di valori di mercato in “continuità” aziendale, secondo i valori patrimoniali “in uso” ed i valori economici prospettici ottenuti nel passato¹¹ e ciò anche in considerazione delle ulteriori vicissitudini che hanno colpito la Società e gli ex soci ed amministratori.

Più realistico è ritenere applicabile una valutazione effettuata, per quanto possibile, a “valori di mercato in caso di liquidazione”, laddove di fatto la Società, a seguito anche della liquidazione e concordato, difficilmente può trasferire i rapporti fiduciari con clienti e fornitori e quindi trasferire i flussi di reddito attesi (ed in precedenza generati).

Alla luce delle sopra esposte considerazioni il sottoscritto ritiene congruo ed opportuno utilizzare, al fine delle definizione della stima dell'azienda, i valori individuati dall'ing. Bertoglio in caso di “vendita forzata” (per la determinazione del patrimonio netto rettificato) ed applicare una percentuale (stimata nella misura del 10%) sul reddito medio normale atteso come sopra determinato, corrispondente ad un minimo valore economico (per la determinazione dell'avviamento), riferibile anche al complesso degli altri beni organizzati in essere (autorizzazioni, licenze e struttura operativa).

Così facendo applicando i valori così determinati si ottiene che:

K = patrimonio netto rettificato - pari ad euro 395.000,00;

R = reddito medio-normale atteso – pari ad euro 70.000,00¹²;

i = tasso di normale di rendimento del capitale pari a 6,88%;

a_n^i = valore attuale della rendita unitaria annuale posticipata per “n” anni al tasso “i” pari a 2,9649

con i' (tasso di attualizzazione del sovra reddito) pari a 0,59%;

n (durata dell'orizzonte temporale): 3 anni.

Da cui deriva $W = K + A = 395.000 + 127.000$ (valore arrotondato) = 522.000 euro

¹¹ La teorica valutazione dell'azienda effettuata con i valori patrimoniali “in uso” ed i valori economici come sopra indicati ammonterebbe a circa 2.500.000,00 euro (di cui 585.000 per il patrimonio e 1.915.000 per l'avviamento).

¹² Pari, come detto, al 10% del reddito medio normale atteso sopra determinato ed arrotondato

5. DEL CANONE DI AFFITTO DEL RAMO DI AZIENDA

Per canone (equo) di affitto, o valore di mercato del canone di affitto, si intende quel valore generale del canone di locazione che può essere negoziato tra un locatore ed un locatario in assoluta libertà di agire ed in possesso di un ragionevole grado di conoscenza delle condizioni di mercato e dei fatti rilevanti connessi all'oggetto della negoziazione.

In termini generali, il canone d'affitto di un asset è quel canone che remunera in misura soddisfacente la proprietà dell'investimento effettuato nell'asset stesso, tenendo conto delle caratteristiche dei beni e delle specifiche condizioni di mercato esistenti al momento della stima.

Nel caso dell'affitto d'azienda, risulta rilevante il valore economico dell'azienda locata, in quanto, in alternativa all'affitto, la stessa può essere "utilizzata" direttamente nelle sue potenzialità di sistema idoneo a creare valore, estraendone i risultati economici futuri che è in grado di generare.

Ne consegue quindi che l'ammontare del canone deve essere determinato con il prodotto tra il valore economico dell'azienda e un tasso di remunerazione che compensi il locatore per lo spossamento dell'azienda e dei suoi frutti, nonché dei rischi sopportati.

In altri termini il canone di affitto deve comprendere una contropartita che il concedente riceve a fronte del trasferimento a terzi della gestione aziendale e del godimento dei frutti che ne derivano. Il canone viene quindi a compensare la perdita di redditività in capo al proprietario dell'azienda e può essere letto come un costo-opportunità commisurato alla redditività in condizioni normali di mercato dell'azienda affittata.

Oltre a ciò il canone dovrà tenere conto del rischio di insolvenza dell'affittuario e della relativa probabilità che il concedente non percepisca effettivamente alcuna remunerazione nell'ipotesi di default della sua controparte contrattuale.

Nel caso in esame tuttavia l'affittuaria, proprietaria del ramo di azienda, si trova in una situazione di crisi (Concordato preventivo) che compromette la libertà di scelta di affittare l'azienda, trattandosi di una necessità per conservare i valori aziendali (e, se possibile, anche per preservare i livelli occupazionali).

Cosicché, volendo valutare la congruità di un congruo canone di affitto in tale ottica, il sottoscritto ritiene che il valore economico dell'azienda da prendere a riferimento sia quello stimato in precedenza (e quindi liquidatorio) pari ad euro 522.000.

Su tale valore si dovrà applicare, come detto:

- un tasso di rendimento (i), che nel caso in esame è determinato con il c.d. Capital Asset Pricing Model (CAPM), che stima il tasso atteso di rendimento sulla base del tasso corrente

privo di rischio e di un premio al rischio misurato sulla base di parametri di mercato¹³, pari a 6,88%;

- un premio di rischio (s) di insolvenza dell'affittuario che dipende dalle solvibilità dello stesso: nel caso di una procedura concorsuale solitamente tale rischio tende ad essere sensibilmente ridotto per una serie di motivazioni (condizioni e risoluzioni contrattuali, richiesta di garanzie, durata ridotta in ottica di cessione dell'azienda), cosicché si ritiene di attribuire un valore pari al 1%;
- un premio di rischio (s) per deprezzamento dell'azienda: anche in questo caso tale rischio tende ad essere sensibilmente ridotto per una serie di motivazioni (condizioni e risoluzioni contrattuali, richiesta di manutenzioni, durata ridotta in ottica di cessione dell'azienda), cosicché si ritiene di attribuire un valore pari al 1%.

Così facendo, e con le difficoltà del caso nell'esprimere un valore di stima in una procedura concorsuale, si ritiene che un congruo canone di affitto annuo possa essere determinato nel seguente valore:

$$W * (i + s) = 522.000 * (6,88\% + 1\% + 1\%) = 522.000 * 8,88\% = \mathbf{46.360,00}$$

Si ritiene pertanto che, in astratto, l'attuale canone di affitto possa considerarsi congruo.

Volendo infine applicare la valutazione del canone al concreto caso in esame (e cioè all'affitto del ramo di azienda alla [REDACTED]), si ritiene di dover effettuare ulteriori considerazioni.

Infatti se dall'analisi del contratto di affitto in essere (si vedano i paragrafi del contratto relativi al recesso – alle manutenzioni degli immobili e delle attrezzature – alla clausola risolutiva espressa) e del bilancio al 31.12.20 dell'affittuaria [REDACTED], ne deriva un (giustificato) azzeramento del rischio di insolvenza e di deprezzamento dell'azienda, d'altra parte il valore economico di partenza dell'azienda dovrebbe considerare, diversamente da quanto applicato nel corso della perizia, le correlazioni tra l'attuale affittuaria [REDACTED], detenuta ed amministrata dal Sig. [REDACTED] (in precedenza dalla Signora [REDACTED]), e la locatrice [REDACTED].

Tali considerazioni inducono ad ipotizzare una (possibile) continuità (anche nei rapporti con almeno una parte dei clienti e fornitori) del ramo di azienda e pertanto ad una diversa (maggiore) stima del valore economico dell'azienda, che determinerebbe, di conseguenza, una maggiore stima del canone di locazione¹⁴.

¹³ Per la determinazione si rimanda a quanto esposto a pag. 11 con riferimento al "tasso di rendimento del capitale investito: i"

¹⁴ Ipotizzando un valore economico in continuità dell'azienda pari alla metà di quello ipotetico di 2.500.000, si ricaverebbe un canone di affitto pari a circa 86.000,00 annui (canone = $W * i$, $1.250.000 * 6,88\%$).

6. CONCLUSIONI

Nell'ipotesi in oggetto, ad a seguito delle considerazioni sopra riportate, il valore economico dell'azienda ammonta ad euro 522.000,00 e la stima del congruo canone di affitto del ramo di azienda ammonta ad euro 46.360,00.

Brescia, 20 luglio 2021

Il Perito

Dott. Mauro Bonera

