

RELAZIONE DI STIMA E VALUTAZIONE DI RAMO D'AZIENDA

INCARICO CONFERITO DA:

--- *Omissis* ---

Consulente:

--- **Omissis** ---



il sottoscritto dott. --- Omissis ---, , dottore commercialista con studio in --- Omissis ---, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Trani al n.199/A, in qualità di operatore esperto incaricato dal dott --- Omissis ---, Liquidatore Giudiziale nell'ambito del Concordato Preventivo --- Omissis --- con sede legale in --- Omissis ---, nel determinare il valore del ramo d'azienda al fine di procedere alla sua cessione tramite il Portale delle vendite pubbliche,

espone

la presente relazione finalizzata alla valutazione di un ramo d'azienda, con riserva di procedere alle opportune integrazioni eventualmente richieste.

1. SCOPI, LIMITI, CONDIZIONI DELLA RELAZIONE DI STIMA

Procedere alla valutazione di un'azienda significa attribuire una grandezza monetaria ad una realtà aziendale che possa esprimere un insieme di caratteristiche ed elementi sia quantitativi (esempio: attività e passività aziendali, ecc..) che qualitativi (esempio localizzazione, esperienza acquisita, capacità del management, ecc..) propri dell'azienda, attraverso l'adozione di opportune metodologie valutative.

Pertanto, il valore dell'azienda, denominato più correttamente valore economico, rappresenta il valore attribuibile al patrimonio aziendale considerando l'azienda in funzionamento e tenendo conto della capacità reddituale prospettica dei mezzi impiegati.

Si evidenzia che il presente elaborato è stato redatto e deve essere preso in considerazione esclusivamente per le finalità illustrate ovvero la stima del ramo di azienda al fine di eventuali offerte di acquisto, con i limiti e con le ipotesi specificati; nessuna responsabilità potrà essere attribuita allo scrivente conseguente all'utilizzo dello stesso per qualsiasi altra finalità difforme rispetto a quelle sottese della stessa.

2. DOCUMENTAZIONE ACQUISITA E INFORMAZIONI UTILIZZATE

Il sottoscritto perito ha organizzato una serie di riunioni di lavoro con il Liquidatore Giudiziale, nel corso delle quali si è provveduto all'organizzazione ed alla pianificazione delle richieste documentali e delle metodologie di controllo ed alla acquisizione di informazioni e documentazione rilevante. E' stata richiesta ed esaminata la documentazione aziendale e sociale ritenuta necessaria ad acquisire le informazioni di base per la redazione della presente perizia. In particolare:

- Contratto di affitto ramo d'azienda del 03/03/2014 redatto dal Notaio --- Omissis ---



- Provvedimento giudiziario di riduzione canone del 08/03/2017;
- Visura catastale immobile sede dell'azienda;
- Visura camerale della società;

Dall'analisi congiunta dei documenti, dei dati e dalle notizie acquisite non sono emersi elementi di criticità tali da compromettere la fondatezza del sistema amministrativo/contabile che ha prodotto gli elaborati forniti al perito, nonché l'affidabilità degli stessi a rappresentare in modo corretto i fatti di gestione.

Sulla scorta degli elementi acquisiti il perito ritiene di poter fare affidamento sui dati contabili e tecnici acquisiti, nei limiti e per le finalità che essi rivestono nell'ambito della presente relazione di stima.

3. NOTIZIE DI CARATTERE GENERALE SULLA SOCIETA'

La società --- Omissis --- ha sede legale --- Omissis --- codice fiscale e partita iva e iscrizione del Registro delle Imprese di Bari n. 01244980726,

R.E.A. n. 195852. Ha forma giuridica di una società a responsabilità limitata ed un capitale sociale pari a € 98.000,00 interamente versato. La società attualmente sottoposta alla procedura concorsuale del Concordato preventivo, è titolare di un'azienda avente ad oggetto il commercio e la rappresentanza di prodotti, attrezzature e macchinari, in genere, per l'edilizia e ferramenta nonché la produzione dei suddetti beni.

La Società in data 3 marzo 2014 concede in affitto un ramo della sua azienda, e nello specifico il settore riguardante il commercio di prodotti, attrezzature e macchinari per l'edilizia e ferramenta, mediante sottoscrizione di un contratto d'affitto di ramo d'azienda stipulato presso il Notaio --- Omissis ---, alla società --- Omissis --- con sede legale in --- Omissis --- alla Via --- Omissis ---, ad un canone mensile di € 2.000,00 e successivamente, con provvedimento dell'8 marzo 2017, ridotto ad € 1.000,00 mensili e tutt'ora in corso.

4. L'AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE

Il ramo di azienda oggetto di valutazione e di proposta di acquisto è composto sostanzialmente dalla rendita rappresentata dal canone di affitto che si percepisce mensilmente e dal complesso delle autorizzazioni amministrative e delle certificazioni necessarie allo svolgimento dell'attività.



5. METODI DI VALUTAZIONE

Il valore del capitale economico di un'azienda è una grandezza che non si fonda su dati totalmente obiettivi ed automaticamente determinabili, poiché la valutazione di un "capitale economico" impone il ricorso a stime, ipotesi e congetture, che possono variare caso per caso. Al fine di minimizzare la discrezionalità intrinseca in ogni processo valutativo, occorre analizzare la metodologia di stima applicabile alla luce di fondati requisiti. Di norma, si conviene che siano almeno tre i requisiti che una metodologia di valutazione del capitale economico d'impresa deve soddisfare per risultare attendibile; essi sono:

- **razionalità**: il metodo deve essere valido concettualmente e dotato di consistenza teorica;
- **obiettività**: la metodologia deve essere concretamente applicabile: deve fondarsi su dati certi o almeno credibili e controllabili;
- **generalità**: il procedimento di stima deve prescindere dalle caratteristiche e dagli interessi delle parti coinvolte nella negoziazione.

I principali metodi di valutazione proposti dalla dottrina aziendalistica si riassumono nei seguenti:

- metodo patrimoniale,
- metodo reddituale,
- metodo finanziario,
- metodo misto patrimoniale – reddituale.

5.1. Il metodo patrimoniale.

Sulla base del criterio in parola, il valore di un'azienda viene stimato in misura pari al valore del suo patrimonio netto contabile, rettificato in funzione delle eventuali differenze riscontrabili tra i valori degli elementi dell'attivo e del passivo, calcolati con criteri pertinenti alle valutazioni economiche del capitale d'azienda, ed i corrispondenti valori determinati per le finalità e con i vincoli propri del bilancio di esercizio.

Il valore del patrimonio netto contabile è definito come la somma algebrica del totale delle attività e delle passività espresse nel bilancio alla data di riferimento della stima.

In applicazione del metodo in esame al patrimonio netto contabile, così definito, vengono sommate algebricamente le rettifiche apportate ai valori contabili degli elementi (che compongono il capitale di funzionamento) che hanno costituito oggetto di specifica valutazione nella logica della espressione del capitale economico o valore effettivo aziendale.

Il metodo in esame è di diffuso utilizzo nei casi in cui il valore dell'impresa possa essere espresso, secondo un modello di tipo additivo, come somma del valore di più parti componenti, spesso dotate di una specifica individualità ed è comunemente utilizzato per



esprimere il valore economico di aziende nelle quali la struttura patrimoniale costituisce la componente di gran lunga prevalente del valore dell'azienda.

5.2. Il metodo reddituale

Il metodo reddituale esprime il valore dell'azienda in funzione della sua capacità reddituale futura. Secondo il metodo reddituale, il valore di un'azienda deriva dall'attualizzazione del reddito medio, normale, prospettico, reale, che, in base alle attese, l'azienda sarà in grado di produrre, prescindendo, in sede di definizione del valore dell'azienda, da valutazioni relative al patrimonio.

In pratica il valore del suo capitale economico dipende solo ed unicamente dalla capacità dell'azienda di produrre reddito.

E' rappresentabile dalle formule che seguono:

Nel caso in cui si ipotizzi la durata indefinita dell'azienda:

$$W = R / i$$

Dove:

R = valore del reddito medio normalizzato;

i = tasso di attualizzazione.

Nel caso in cui la durata della vita residua dell'azienda possa essere esattamente individuata, il valore dell'azienda viene determinato nel seguente modo:

$$W = R \frac{1 - a^{-n}}{i}$$

Dove

$R \frac{1 - a^{-n}}{i}$ = valore attuale del reddito medio normalizzato prospettico per n anni.

5.3. Il metodo finanziario

Tale metodo esprime il valore dell'azienda sulla base dei flussi di cassa attesi. Tali flussi attualizzati per un congruo tasso devono essere sommati al valore residuo aziendale per pervenire al valore del complesso aziendale per il periodo preso in considerazione.

Rispetto al metodo reddituale, si può affermare che, sebbene il criterio basato sui flussi di cassa sia concettualmente più rigoroso da un punto di vista applicativo, esso produce stime più incerte poiché costringe a stimare i risultati per un arco temporale molto più ampio, al fine di considerare l'intervallo nel quale gli investimenti effettuati produrranno effetti.

5.4. Il metodo misto patrimoniale - reddituale

Caratteristica essenziale del metodo misto è la ricerca di un risultato finale che contempererà sia gli aspetti patrimoniali, oggettivi e certi, sia quelli reddituali così da tenere in debito conto le caratteristiche di obiettività e verificabilità proprie del primo metodo, senza



peraltro trascurare le attese reddituali, che costituiscono una componente sicuramente importante del capitale economico.

Il metodo si fonda sulla stima autonoma del goodwill; nell'alternativa della capitalizzazione limitata del profitto medio è rappresentabile dalla formula che segue:

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

Dove:

K = è il patrimonio netto rettificato;

R = è il reddito medio normale atteso;

n = è il numero definito e limitato di anni di durata del sovrareddito (in caso di durata limitata, ovviamente)

i' = è il c.d. tasso d'interesse normale rispetto al tipo di investimento considerato (solitamente da riferirsi alla normalità del settore più che dell'azienda); **K i'** è il reddito normale prodotto da una azienda operante in quel settore, che abbia investito un capitale pari a K;

i = è il tasso di attualizzazione del sovrareddito.

Il metodo in oggetto è solitamente utilizzato nella valutazione delle imprese industriali e trova appropriata applicazione allorché sussista un'equilibrata coesistenza del capitale investito e della redditività aziendale, condizioni nelle quali generalmente si ottengono risultati apprezzabili per stimare "valori generali" di imprese industriali.

5.5. La finalità dell'operazione

Momento rilevante nelle operazioni peritali consiste nella scelta del criterio unico o dei criteri di valutazione che l'esperto è tenuto ad applicare ai fini della stima dell'azienda.

La prassi operativa non impone l'utilizzo di un singolo criterio di valutazione, e neppure l'obbligo di utilizzare tutti i criteri possibili e fare una media dei valori. Non esiste cioè una metodologia da ritenere aprioristicamente superiore dal punto di vista teorico ma, al contrario, la determinazione del criterio (o dei criteri) da applicare nel caso concreto compete esclusivamente all'esperto incaricato sulla base della propria esperienza professionale e discrezionalità tecnica.

La dottrina aziendalistica ha in alcuni casi tentato di trovare una possibile correlazione tra tipologia di operazione e metodologia valutativa da adottare, basandosi, per un lato, sull'esperienza maturata (relazioni di stima materialmente redatte) e dall'altro sui convincimenti teorici dei diversi autori. In tutti i casi, la conclusione è stata però, la necessità di riconoscere l'impossibilità di una classificazione esaustiva ed universalmente valida ed il conseguente riconoscimento che l'esperto incaricato deve valutare, di volta in volta, le peculiarità del caso concreto, operando la scelta che la propria esperienza professionale e



discrezionalità tecnica ritiene più idonea nella particolare circostanza avente ad oggetto la stima del valore dell'azienda ai fini della sua cessione.

5.6. I criteri di scelta del metodo di valutazione e scelta del metodo

Avendo definito le finalità dell'operazione è ora possibile illustrare i criteri di scelta della metodologia di valutazione adottati.

Il metodo analitico patrimoniale è molto significativo nell'ipotesi di aziende con una alta incidenza della componente patrimoniale, e non è il nostro caso in quanto la componente patrimoniale è inesistente.

Al contrario il metodo reddituale, tiene essenzialmente conto solo della capacità dell'azienda di remunerare il capitale proprio (valore dell'azienda quale attualizzazione dei flussi di reddito attesi). La componente patrimoniale è comunque indirettamente considerata, andando ad influire sul valore degli ammortamenti economico-tecnici da considerare nel reddito atteso.

Il metodo misto patrimoniale – reddituale, contempera 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. In tali metodi, l'incidenza di quest'ultima componente (patrimoniale), è particolarmente accentuata, soprattutto in aziende che richiedono un rilevante livello di investimenti. Lo status dell'azienda che ci si trova a valutare è quello di un'azienda in funzionamento per la quale viene ceduto un suo ramo ad altra impresa, per cui sussiste il presupposto della continuità aziendale e risulta pertanto possibile valutare l'azienda in senso proprio, e cioè non come semplice sommatoria di beni, bensì come sistema unitario e coordinato di elementi organizzati, in vista del raggiungimento di un obiettivo.

Nella presente valutazione, ai fini della determinazione del valore dell'azienda, è stato assunto il metodo reddituale per le seguenti ragioni:

- è un metodo fondato sui flussi che, come è noto, sono i soli criteri razionali ed universali;
- si è in presenza di un'azienda in cui ha significato rilevante la componente reddituale e dotata di una componente patrimoniale inesistente. Sulla base del metodo prescelto il valore economico di un'azienda è funzione delle prospettive reddituali a questa riferibili. L'adozione di tale approccio consente, pertanto, di pervenire ad un risultato coerente con la dimensione fondamentale dell'azienda oggetto di stima, ovvero basato sul criterio più appropriato in grado di riflettere il valore aziendale.

Quest'ultimo aspetto riconduce al fondamentale principio secondo il quale, per ottenere un attendibile risultato da un processo valutativo, è necessario adottare un approccio contingente di valutazione che, tenuto conto della finalità della stima e della base



informativa disponibile (il solo canone di affitto), sia in grado di riflettere le caratteristiche essenziali dell'azienda.

5.7. La differenza tra prezzo e "valore economico"

Ai fini peritali è importante sottolineare la differenza tra prezzo e valore economico. Il prezzo scaturisce concettualmente dall'interazione di diversi fattori e forze operanti sia nel mercato (domanda, offerta, eventi futuri scontati nel presente ecc.) che più in generale nell'ambiente in cui opera la società, tenendo presente anche le tendenze in atto a livello di settore peculiare al quale appartiene un'azienda.

La risultante di tutte queste interazioni porta alla definizione di una grandezza oggettiva che risulta espressa dal mercato.

Ben diverso è il concetto di valore economico d'azienda.

Lo stesso risulta tipicamente da una stima fatta a mezzo di previsioni di flussi di reddito, di apprezzamento di rischi e talora di quantità legate fra loro a mezzo di formule.

La stima scaturisce da un complesso ragionamento che si sviluppa e si articola a vari livelli di ponderazione: da quello economico-finanziario a quello tecnico-giuridico nonché di tendenza in atto e futura degli scenari dell'ambiente in cui opera l'impresa.

Come tale, il valore economico di un'impresa assume più valenza di "giudizio professionale" che dato oggettivo avente riscontro sicuro.

In base a quanto precede risulta evidente come la grandezza "prezzo" può non coincidere affatto con la grandezza "valore economico" dell'azienda. Al contrario, fra le due grandezze possono sussistere delle biforcazioni anche rilevanti, legate queste, da un lato, al fatto che nella realtà economica esistono diverse configurazioni del "prezzo" (ad esempio prezzi per il controllo di una società, prezzi per piccole quote influenti sul controllo ecc.) e dall'altro, al fatto che esistono altrettante numerose configurazioni di "valore economico" (valore ai fini di una fusione, valore ai fini di un conferimento aziendale, valore ai fini di una trasformazione dell'assetto giuridico societario, valore di cessione di partecipazioni ecc.). Ancor più la valutazione di un'azienda troverà necessario fondamento su formule empiriche, nelle quali hanno ingresso fattori quali i termini di pagamento, le eventuali sinergie per l'acquirente, ecc.

In fase peritale l'esperto viene chiamato ad esprimere un "valore" fortemente condizionato dal tipo di operazione particolare in seno alla quale il "valore" trova espressione.



6. VALUTAZIONE DELL'AZIENDA

6.1. Il metodo reddituale: caratteristiche generali

Fra i vari metodi di valutazione di azienda sicuramente un ruolo di rilievo, sia per diffusione che per supporto teorico, è rivestito dal metodo reddituale.

Tale metodo rientra nei cd. “metodi dei flussi”, che consistono, per l'appunto, nell'attualizzazione di flussi che possono essere finanziari o reddituali. La filosofia di tale metodologia è sintetizzata dalla seguente formula di carattere generale:

$$W = \sum_i F_i \cdot v_i$$

dove:

W = è il valore dell'azienda che si vuole valutare

F_i = è il flusso, finanziario o reddituale

v_i = è il fattore di attualizzazione di ciascun flusso

Pertanto, in tale approccio, il valore del capitale economico dell'azienda appare misurato come somma di tutti i flussi futuri, attualizzati al momento della valutazione. Nel seguito si discuterà l'opportunità di utilizzare i flussi reddituali piuttosto che quelli finanziari.

Le ragioni che portano alla scelta di utilizzare flussi di reddito per valutare il capitale economico sono numerose e già diffuse nella teoria aziendale da tempo. Essendo il capitale un valore unico, risultante dalla capitalizzazione di redditi futuri è quindi evidente che, il capitale varia al variare dei redditi futuri e del tasso di interesse scelto per l'attualizzazione degli stessi. Come dire che il reddito è il “valore originario” e il capitale quello “derivato”.

Premesse le ragioni che portano all'utilizzo del metodo reddituale, è necessario passare dalla formula generale del metodo dei flussi alla formula particolare dei flussi economici (appunto il metodo reddituale):

$$W = R \cdot a_{n|i}$$

dove:

W = Valore dell'azienda che si vuole valutare

R = Reddito medio prospettico, ovvero il reddito che si presume razionalmente di conseguire nei prossimi esercizi

n = Orizzonte temporale, ovvero il numero di anni futuri che si vuole considerare per valutare l'azienda

i = Tasso di attualizzazione

Qualora si volesse considerare un orizzonte temporale illimitato, la formula verrebbe riscritta nel seguente modo:

$$W = R / i$$



Il capitale economico coincide quindi con il valore attuale di una rendita perpetua, la cui rata è rappresentata dal reddito medio prospettico.

Per la corretta applicazione del metodo reddituale si rende necessario:

- Quantificare il reddito medio prospettico, considerando i canoni di affitto.
- Individuare un orizzonte temporale congruo.
- Scegliere un tasso di attualizzazione che rispecchi sia la congiuntura economica sia i rischi affrontati dall'azienda.

6.2. Il reddito medio prospettico

Il reddito da considerare deve essere quello "normale" e "medio", che l'azienda è stabilmente in grado di produrre, pertanto non riferito ad un solo o a più periodi nei quali comunque si siano realizzate condizioni di operatività eccezionali, tanto in senso positivo che negativo.

Nel nostro caso il reddito medio prospettico è rappresentato dal canone di affitto di ramo d'azienda che negli ultimi tre anni è stato pari ad **€ 12.000** annui. Non si è, inoltre, tenuto conto degli effetti dell'inflazione, vista l'irrisorietà del tasso di inflazione degli ultimi tre anni.

6.3. L'orizzonte temporale

Se non vi sono dubbi nella scelta di un orizzonte temporale limitato, è necessario tuttavia definirne l'estensione in relazione alla possibile durata dei redditi differenziali rispetto al rendimento normale atteso del capitale proprio. Pur non potendo fissare, per evidenti ragioni, una misura valida in assoluto di n , che prescindendo dalla considerazione delle condizioni operative della specifica impresa, si può stabilire un "range" di valori valido per la maggior parte dei casi. L'approccio cautelativo della prassi professionale nei confronti dei flussi reddituali ha portato alla definizione di un orizzonte temporale limitato ad un intervallo di 5 - 10 anni.

Il contenimento del numero di esercizi considerati si fonda sull'ipotesi che le condizioni operative in grado di determinare una posizione di vantaggio competitivo, e quindi un avviamento positivo, non possono mantenersi che per un periodo piuttosto ristretto.

Si è pertanto ritenuto ragionevole effettuare la valutazione su un arco temporale di **5 anni** in base alla prassi normalmente seguita nelle valutazioni.

6.4. Il tasso di attualizzazione

Il tasso (i) di attualizzazione è da intendersi come puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo; viene infatti utilizzato per trasferire qualsiasi valore futuro al valore attuale, ma nel rispetto del principio di prudenza non è indipendente da problemi di rischio specifico dell'impresa. Generalmente, si deve osservare che il profitto o sovrareddito può



essere destinato a cessare in un tempo anche abbastanza breve per l'accentuarsi della concorrenza o di altri fattori, quindi, tenendo conto di questo cosiddetto rischio supplementare, il tasso (i) di attualizzazione del sovrareddito si colloca tipicamente ad un livello superiore rispetto al tasso (i'), che è il tasso di interesse normale rispetto al tipo di investimento considerato.

In merito al problema inerente la definizione del tasso di attualizzazione, va osservato che la prassi ha individuato "tassi normali di settore", peraltro variabili da Paese a Paese e anche in funzione di situazioni storiche particolari. I tassi in parola, quindi, vanno opportunamente vagliati e, se del caso, rettificati in rapporto ai fattori specifici di rischio facenti capo alle situazioni aziendali sotto esame.

Il tasso di attualizzazione è pertanto composto da due elementi:

- tasso di rendimento di un investimento privo di rischio prontamente liquidabile al netto della tassazione (tasso dei titoli di Stato: BTP, BOT);
- premio per il rischio relativo alla specifica attività imprenditoriale.

Il tasso di attualizzazione è stato definito pari **6,24%** nella considerazione del rendimento attuale dei titoli di Stato (depurato della componente inflazionistica e delle imposte) e della specifica rischiosità dell'investimento dell'azienda pari al **6%** quale premio di rischio del mercato sulla base delle statistiche dei rendimenti azionari della Borsa italiana. I calcoli descritti sono riportati nella tabella che segue.

| TASSO DI ATTUALIZZAZIONE | |
|---|--------------|
| Tasso di rendimento BTP emissione IT0005437147 scad. 01/04/2026 | 0,26% |
| - Ritenuta fiscale (12,50%) | -0,02% |
| - Tasso d'inflazione programmato 2021 (0,50%) | -0,00% |
| Tasso d'interesse reale atteso al netto di ritenuta | 0,24% |
| + maggiorazione percentuale rischio d'impresa | +6,00% |
| TASSO DI ATTUALIZZAZIONE | 6,24% |

6.5. Applicazione del metodo e determinazione del valore dell'azienda

A questo punto si possiedono tutte le variabili necessarie alla stima del capitale economico dell'azienda e si è proceduto al calcolo del valore dell'azienda con la seguente formula:

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

dove:

$$R = € 12.000$$

$$n = 5 \text{ anni}$$

$$i = 0,0624$$



Il valore dell'azienda (W) risulta, quindi, pari a $(12.000 \times 4,18) = € 50.160,00$ arrotondato ad € 50.000,00.

CONCLUSIONI

Il sottoscritto, nella certezza di aver fornito una esaustiva risposta ai quesiti posti, rassegna la presente relazione che si compone di n. 12 pagine e, ringraziando per la fiducia accordata, rimane a disposizione per ogni ulteriore chiarimento in merito.

Terlizzi, lì 12 maggio 2021

Il Consulente

(dott. --- Omissis ---)

