

Fallimento della società "...

omissis ---"

con sede in via Bore Tesino n. 16 a Grottammare (AP)

Giudice Delegato Dott.ssa Sara Marzialetti

Curatore Dott. Germano Nicolini

Procedura n. 2/2023

RELAZIONE DI CONSULENZA TECNICA

SULLA CONGRUITÀ DEL CANONE DI AFFITTO E SUL VALORE AZIENDALE

DOTT. ANDREA DI CESARE

Il sottoscritto dott. Andrea Di Cesare, nato a San Benedetto del Tronto (AP) il 23.12.1974, codice fiscale: DCSNDR74T23H769X, con studio in Grottammare (AP), via P. Mascagni n. 7, iscritto nell'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Fermo al n. 292 (Sezione A) e nel Registro dei Revisori Legali al n. 136260, espone quanto in appresso.

1. DESCRIZIONE DELL'INCARICO NELL'AMBITO DELLA PROCEDURAFALLIMENTARE

il sottoscritto, dott. Andrea Di Cesare, è stato incaricato dal curatore fallimentare, dott. Germano Nicolini, per l'aggiornamento dell'elaborato peritale predisposto nell'ambito del concordato preventivo (il cui perimetro è descritto nel successivo capitolo 2).

Il sottoscritto rileva che il presente aggiornamento peritale, al pari della precedente perizia datata 5.4.2023, al fine della determinazione dei valori di stima prende a riferimento la data del 31/12/2022.

Il sottoscritto, nel presente aggiornamento, ha tenuto conto della prosecuzione del contratto di affitto d'azienda alle medesime condizioni presenti alla data del precedente elaborato peritale. Nel caso una delle parti decida, ex art. 79 l.fall., di sciogliersi da tale contratto di affitto d'azienda, il presente elaborato peritale dovrà essere oggetto di revisione.

Pertanto, sia per la verifica della congruità del canone di affitto che per la valutazione del complesso aziendale si è tenuto conto dell'ipotesi di continuità indiretta (*going concern*) alle condizioni presenti nel contratto di affitto al momento in vigore.

Si evidenzia che non sono stati portati all'attenzione del sottoscritto nuovi eventi (ad eccezione della sentenza dichiarativa di fallimento) che non siano già inclusi nelle informazioni utilizzate nel precedente elaborato peritale o ulteriori elementi di rilievo intervenuti tra la data di riferimento e la data di aggiornamento della presente relazione di stima che potrebbero avere un impatto rilevante sulle conclusioni raggiunte, che pertanto sono integralmente confermate.

2. DESCRIZIONE DELL'INCARICO NELL'AMBITO DEL CONCORDATO PREVENTIVO E SCOPO DELLA VALUTAZIONE

In data 29.12.2022 il sottoscritto, dott. Andrea Di Cesare, è stato nominato dal Giudice Delegato del Tribunale di Fermo, dott.ssa Sara Marzialetti, ed ha prestato giuramento di rito in data 10.01.2023, quale perito per la verifica della congruità del canone di affitto in essere nonché della valutazione del complesso aziendale previsto in vendita dal piano concordatario, privo della componente immobiliare, demandando in ogni caso al Commissario Giudiziale di specificare e di richiedere agli stimatori particolari ed ulteriori profili di stima che dovessero risultare funzionali alla redazione della relazione ex art. 172 L. F. Sulla base di tale autorizzazione, il sottoscritto ha ricevuto indicazioni dal Commissario Giudiziale di:

- a) formulare un giudizio di congruità dell'attuale canone di affitto di azienda applicando il criterio della continuità e considerando incluso nel canone anche il valore della porzione degli immobili rientranti nel perimetro aziendale;**
- b) stimare il valore dell'azienda prevista in vendita secondo due ipotesi:**
 - una prima, considerando l'azienda in esercizio con la continuità presso l'attuale sede aziendale;**
 - una seconda, considerando l'azienda in esercizio con la continuità presso altro luogo, tenendo quindi conto di costi di spostamento dall'attuale sede aziendale.**

L'inizio delle operazioni peritali, che vedono il coinvolgimento anche di altri stimatori per la valutazione dei beni mobili e immobili propedeutica alle stime del sottoscritto, è stato fissato per il giorno 13.01.2023 e prevede la consegna della presente relazione entro il 05.04.2023.

Lo scopo della presente valutazione è offrire un'informazione professionale e indipendente al Commissario Giudiziale e agli organi della procedura sull'importo astrattamente ricavabile attraverso l'affitto e/o la cessione del compendio patrimoniale di proprietà della società --- omissis --- e di seguito meglio descritto alla data di riferimento della valutazione.

In questa ottica, giova ricordare quanto previsto dalle "Linee guida per la valutazione delle aziende in crisi" emanate dal CNDCEC e SIDREA che, tra l'altro, prevedono che:

- "[i]l professionista deve tenere conto della reale situazione in cui versa l'azienda o il ramo di azienda che si intende cedere o affittare o conferire. In particolare, deve preliminarmente individuare con esattezza il perimetro dei beni che entreranno a fare parte del complesso aziendale e quindi della valutazione";

- la valutazione deve tener conto del fatto che la cessione o affitto d’azienda deve sottostare a procedure “rigide che spesso riducono la platea dei soggetti disposti ad offrire e rendere le garanzie richieste dagli organi delle procedure concorsuali (in particolare il Tribunale)”;
- “il professionista deve eseguire le opportune stime tenendo presente i differenti contesti, scenari e opzioni esercitate dagli stessi organi concorsuali per la gestione e liquidazione dei singoli beni e dei singoli comparti aziendali, chiedendo agli organi che li incaricano di ricevere informazioni e specifiche dichiarazioni in merito ai vincoli e limiti esistenti sui beni oggetto del perimetro aziendale da stimare”;
- “[n]el caso di affitto d’azienda il professionista deve considerare l’effettiva capacità di creazione dei flussi finanziari attesi nell’orizzonte interessato, senza considerare i benefici apportati dalla possibile gestione del terzo cessionario o affittuario. L’affitto di azienda deve essere valutato considerando le finalità conservative e di mantenimento dell’efficienza dei complessi aziendali, nonché dei costi di manutenzione ordinari e straordinari che il terzo potrebbe essere tenuto a sopportare o assumere a proprio carico”.

Di tali elementi verrà data considerazione nell’ambito del processo di stima.

La formulazione del giudizio di congruità in merito al contratto di affitto d’azienda (c.d. *fairness opinion*) e la valutazione del complesso aziendale (c.d. *valuation engagement*) possono essere inquadrare nell’ambito delle c.d. “valutazioni legali”, in quanto l’incarico presenta una funzione pubblica, data dalla tutela degli interessi dei terzi e delle parti coinvolte nell’operazione di concordato preventivo proposta. La presente relazione è quindi finalizzata ad esprimere un giudizio indipendente di natura tecnico-valutativa sui corrispettivi negoziati per l’affitto dell’azienda e sul valore di mercato della stessa, nell’ottica della salvaguardia degli interessi dei creditori della società --- omissis --- che potrebbero venire penalizzati da operazioni di affitto o cessione a prezzi inferiori a quelli di mercato.

Stanti le finalità della presente relazione, la stessa è destinata unicamente ai soggetti direttamente coinvolti nella procedura di concordato preventivo della società Itaclab s.r.l. La presente relazione non potrà essere pertanto legittimamente utilizzata per nessun altro fine né da alcun soggetto diverso da quelli poc’anzi citati. Pertanto, la circolazione e l’utilizzo della presente relazione e dei dati in essa contenuti può avvenire soltanto per lo scopo previsto dall’incarico, ben considerando il carattere strettamente confidenziale della stessa e che non è possibile utilizzare disgiuntamente parti della presente relazione rispetto al documento nella sua interezza. Il sottoscritto declina ogni responsabilità per qualsiasi eventuale uso diverso o/e improprio della presente relazione da parte dei com-

mittenti e/o di terzi. Inoltre, ogni scelta e decisione in merito alle operazioni tra parti correlate oggetto di analisi e, più in generale, alle motivazioni, implicazioni strategiche, commerciali, contabili, fiscali, legali e regolamentari delle citate operazioni restano di esclusiva competenza e responsabilità delle direzioni delle società coinvolte.

Il presente giudizio di valore deve essere inteso come "valutazione libera", ossia produttiva di effetti solo in seguito a una libera accettazione dei soggetti destinatari dello stesso. L'utilizzo del presente parere valutativo da parte dei destinatari implica, da parte degli stessi, la dichiarazione implicita che non esistono altri eventi, circostanze e documenti rilevanti ai fini della valutazione che non abbiano trovato rappresentazione nella presente relazione e la conferma di tutte le ipotesi estimative adottate, nonché del processo valutativo condotto.

3. ETICA, INDIPENDENZA, NEUTRALITA' E PROFESSIONALITA' DELL'ESPERTO

Ai fini dello svolgimento dell'incarico conferitogli, il sottoscritto dichiara:

- il rispetto dell'etica professionale;
- l'indipendenza richiesta dal tipo di mandato ricevuto;
- la neutralità nella ricerca e nell'acquisizione degli elementi informativi, nelle successive elaborazioni e nella trasmissione dei risultati, distinguendo i dati di fatto dalle interpretazioni e dai giudizi personali;
- il possesso delle doti di professionalità e di competenza tecnica richieste dall'incarico, come pure il livello delle conoscenze necessarie allo svolgimento del proprio lavoro;
- la diligenza nello svolgimento delle diverse fasi del processo valutativo, come pure nella verifica della sussistenza delle condizioni per svolgere correttamente il proprio mandato;
- di aver sviluppato la presente valutazione in conformità ai principi e ai criteri generalmente riconosciuti per la valutazione di quanto oggetto dell'incarico conferito.

4. CONFIGURAZIONE DI VALORE E PROSPETTIVA DI STIMA

In base all'incarico conferito e a quanto previsto dai Principi Italiani di Valutazione (PIV), la presente stima viene formulata adottando le seguenti configurazioni di valore.

Relativamente al giudizio di congruità in merito al canone di affitto, la configurazione di valore adottata è il "valore negoziale equitativo".

Il valore negoziale equitativo di un'attività esprime il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata alla data di riferimento fra due o più soggetti identificati, correttamente informati e concretamente interessati, bilanciando in modo equo i rispettivi interessi. Tale concetto coincide con il *fair value* degli *International Valuation*

Standards. Il valore negoziale equitativo è quindi un *fair price* fra due o più soggetti specificamente identificati.

I principi di valutazione internazionali chiariscono come tale configurazione di valore sia diversa dal valore di mercato (*market value*). Il valore negoziale equitativo richiede la stima di un prezzo equo per due parti identificate, per le quali occorre considerare i rispettivi vantaggi e svantaggi specifici rivenienti dall'operazione. Il valore di mercato, invece, esclude qualsiasi vantaggio che non sia accessibile a tutti gli operatori attivi.

Il valore negoziale equitativo qui considerato avrà gli attributi di valore "in atto" e "soggettivo" (o "specifico").

Trattasi di valore "in atto" in quanto, prudenzialmente e in linea con le finalità di garanzia, si tiene conto dei benefici economici delle attività oggetto di analisi che già si stanno manifestando, o che potranno manifestarsi per effetto di azioni già intraprese, nonché del valore delle risorse oggetto di stima nella loro condizione corrente, senza riflettere possibili benefici potenziali attesi legati ad una diversa modalità di gestione delle stesse. Il valore, inoltre, sarà da considerare come "soggettivo" in quanto astrattamente riconoscibile solo da un particolare detentore dell'oggetto di stima. Nella formulazione del parere di stima, come richiesto dalla configurazione in esame, si adotterà quindi la prospettiva di uno specifico soggetto. Devono essere quindi considerati tutti quei fattori che accrescono o riducono il valore e che non sono estendibili alla generalità dei partecipanti al mercato. Trattasi quindi di un "valore speciale" e, in quanto tale, dovrebbe considerare, oltre alle c.d. "sinergie universali", conseguibili dalla generalità dei partecipanti al mercato, anche le c.d. "sinergie speciali", di cui solo un dato soggetto può beneficiare. Nella formulazione del parere dovranno essere considerati altresì i benefici diretti in capo alla specifica attività e i benefici indiretti in capo ad altre attività detenute dallo specifico soggetto che controlla l'attività oggetto di stima.

Relativamente alla stima del valore dell'azienda in ipotesi di vendita, la presente valutazione viene formulata adottando il "valore di mercato" come configurazione di valore. Nel caso in esame, in linea con le "Linee guida per la valutazione di aziende in crisi" emanate dal CNDCEC e da SIDREA, trattasi di valutazione finalizzata a rileggere il valore aziendale in presenza di assetti strategico, gestionale e strutturale soggetti a uno o più interventi correttivi (*as it may be*).

Il valore di mercato rappresenta il prezzo più probabile al quale un'attività potrebbe essere negoziata alla data di riferimento, in un mercato ordinato e trasparente, fra soggetti che operano in modo razionale, senza essere esposti a particolari pressioni. Il valore di mercato esprime quindi il miglior prezzo ragionevolmente realizzabile dal venditore e il prezzo più vantaggioso ragionevolmente realizzabile per l'acquirente. Il valore di mercato esclude qualunque circostanza speciale o qualsiasi elemento di valore speciale.

Tale configurazione riflette il migliore uso possibile dell'attività (*highest and best use*), corrente o alternativo, considerando anche gli eventuali costi di conversione d'uso dell'attività. Il valore di mercato richiede la considerazione di un adeguato intervallo temporale utile a portare all'attenzione di un sufficiente numero di partecipanti al mercato la vendita dell'oggetto di stima e consentire così una formazione di un prezzo che esprima l'interesse del maggior numero di partecipanti al mercato. Si evidenzia, infine, che il valore di mercato non postula la razionalità dei prezzi fatti: il valore di mercato è una stima "time-specific", ancorata alle specifiche condizioni di mercato alla data della valutazione.

Il valore di mercato avrà i seguenti attributi.

Si tratterà di valore "potenziale controllabile" in quanto terrà conto non solo dei benefici economici attuali dell'attività reale o finanziaria ma anche di quelli che potranno manifestarsi per effetto di condizioni strategiche, organizzative, gestionali e strutturali da porre in essere e frutto di azioni ancora da intraprendere ma già individuate. Essendo un valore "to be", si dovranno considerare le potenzialità latenti o dormienti ritraibili attraverso la modifica degli assetti strategici, gestionali e strutturali, assumendo che questi permettano la continuità aziendale e che quelli rappresentati nel piano economico siano quelli maggiormente razionali e condivisibili dal mercato. Nel caso in esame, si ritiene che gli elementi caratterizzanti il valore potenziale controllabile siano rappresentati nel piano aziendale prodotto dalla società affittuaria dell'azienda le cui performance si ipotizza riflettano l'*highest and best use* dell'azienda oggetto di stima.

Il valore sarà "stand alone" in quanto prescindere da sinergie e opportunità incrementali di cui uno specifico soggetto terzo potrebbe beneficiare anche per effetto di diversa modalità di gestione dell'oggetto di stima.

Il valore sarà inoltre da considerare come "oggettivo" (o "generale") in quanto astrattamente riconoscibile da qualunque operatore attivo sul mercato.

Nella formulazione del giudizio di valore si adotterà la prospettiva degli operatori partecipanti al mercato, ossia dei potenziali acquirenti/venditori di un'attività in grado di garantirne il miglior uso possibile. Quando si adotta la loro prospettiva di valutazione, occorre escludere dalla stima quell'insieme di elementi che sono specifici del soggetto che detiene l'attività da valutare.

Con specifico riferimento al caso in esame, si precisa che il prezzo effettivamente ottenuto potrà risultare maggiore o inferiore del valore qui stimato in virtù non solo delle dinamiche negoziali ma anche dalle implicazioni della specifica procedura di risanamento in cui la società oggetto di stima è coinvolta, nonché dalle modalità di offerta e negoziazione che verranno adottate (es. negoziazione *one-to-one*, asta pubblica, ecc.).

Si ricorda che, laddove non sia rispettata la conclusione naturale degli investimenti effettuati o da effettuare relativi all'oggetto di stima, si accelerino i tempi di vendita, risentendo quindi delle condizioni di liquidità del mercato, oppure si modifichi la fisionomia dell'oggetto della valutazione per favorirne il trasferimento, si renderebbe necessaria l'adozione di un altro standard di valore, ossia il "valore di smobilizzo". Tale valore tende ad essere inferiore rispetto al valore di mercato. Nel caso in esame, come da specifica indicazione del soggetto conferente l'incarico, non si ritengono ricorrenti tali condizioni. Si evidenzia, in conclusione, che trattandosi comunque di una stima, i valori che verranno indicati non devono essere interpretati come prezzi. Ciò in quanto la stima verrà fatta a prescindere dalla natura, dalla forza contrattuale e dagli specifici interessi perseguiti dalle specifiche parti coinvolte nell'operazione.

5. DATA DI RIFERIMENTO DELLA VALUTAZIONE

Al fine della determinazione dei valori di stima, il sottoscritto si è riferito alla data del 31/12/2022.

Si evidenzia che non sono stati portati all'attenzione del sottoscritto eventi non inclusi nelle informazioni utilizzate o ulteriori elementi di rilievo intervenuti tra la data di riferimento e la data di predisposizione della presente relazione di stima che potrebbero avere un impatto rilevante sulle conclusioni raggiunte.

6. LA VALUTA FUNZIONALE

La presente stima, e quindi sia i dati utilizzati sia i risultati raggiunti, sono espressi in euro. Si evidenzia che, per semplicità, alcuni importi indicati sono stati oggetto di arrotondamento. Conseguentemente, eventuali incongruenze o difformità tra i dati riportati e tra questi e quelli riportati in altri documenti sono conseguenze di tali arrotondamenti.

7. DOCUMENTI, DATI E FONTI UTILIZZATI

Ai fini della presente perizia, è stata utilizzata la documentazione agli atti della procedura e consegnata al sottoscritto. In particolare, rileva la seguente documentazione:

- visura camerale datata 13.02.2020;
- piano e proposta di concordato completa di allegati e attestazioni, come presentati dalla società --- omissis --- e successivamente integrati;
- contratto di affitto di azienda tra la società --- omissis --- e la società --- omissis --- s.r.l.;
- dati consuntivi 2022 e aggiornamento piano industriale 2023-2024 della società --- omissis --- s.r.l. datato marzo 2023;
- relazione peritale sulla stima dei beni immobili redatta dal Consulente Tecnico ing. Michele Tarulli in data 30.03.2023;

- relazione peritale sulla stima dei beni mobili redatta dal Consulente Tecnico ing. Alessandro Mazzoni in data 04.04.2023.

Si precisa che tutta la documentazione sopra citata è conservata presso lo studio del sottoscritto in formato digitale, in copia.

Per lo svolgimento dell'incarico, il sottoscritto si è avvalso anche di dati e informazioni estratti da banche dati e da siti specializzati.

Con riferimento alla citata base informativa, si evidenzia che tutte le informazioni raccolte e utilizzate per l'applicazione delle metodologie di valutazione prescelte sono state analizzate unicamente in termini di affidabilità, ragionevolezza e coerenza complessiva, compatibilmente con le tempistiche previste dall'incarico. Le principali attività di verifica condotte hanno comportato analisi critiche dei dati, documenti e informazioni. In virtù di quanto sopra e in linea con l'incarico conferito, non si è proceduto a svolgere procedure autonome e complete di revisione legale, né verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività potenziali di natura fiscale, contrattuale e previdenziale, o legate a rischi di qualsiasi tipologia non evidenziati dal soggetto conferente l'incarico. Di conseguenza, il sottoscritto non esprime alcuna forma di *assurance* su qualsiasi informazione indicata nella presente relazione.

Si sottolinea altresì che dati, documenti e informazioni che costituiscono la base informativa, e quindi il supporto quantitativo e qualitativo della relazione, sono stati forniti dal Commissario Giudiziale, dott. Andrea Mattiozzi. Tenuto conto di quanto indicato, resta ferma la responsabilità esclusiva del soggetto conferente l'incarico per qualsiasi errore od omissione concernenti tali documenti, dati e informazioni e per qualsiasi errore od omissione che dovessero emergere.

In base all'incarico conferito, si ritiene la suddetta base informativa sufficiente per l'espressione del giudizio di congruità e per la formulazione del giudizio di valore richiesti.

8. CONDIZIONI ADOTTATE E LIMITAZIONI ALLO SVOLGIMENTO DELLA VALUTAZIONE

Al fine di interpretare correttamente le informazioni di seguito indicate, si ritiene opportuno evidenziare i presupposti a cui la stima soggiace:

- l'analisi è stata sviluppata adottando come unità di stima l'azienda di proprietà della società --- omissis --- e oggetto di contratto di affitto, come di seguito meglio descritta e specificata nell'incarico conferito, tenendo conto delle sue attuali condizioni giuridiche ed economiche;
- la stima è stata sviluppata adottando l'ipotesi di continuità indiretta (*going concern*);
- la stima è stata effettuata avendo riguardo agli scenari economici, sociali, normativi, regolamentari e competitivi esistenti alla data di riferimento della valutazione, nonché alle informazioni economiche, finanziarie e patrimoniali disponibili e valutabili

alla data odierna e tenendo conto degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili. A questo proposito non può essere sottaciuta la difficoltà di svolgere previsioni nell'attuale contesto economico e finanziario. La stima non tiene pertanto conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e imprevedibile (ad es. nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale ad oggi ignote e degli scenari politici e sociali anche internazionali). È quindi inteso che eventuali sviluppi successivi potrebbero influire sulle conclusioni riportate nella presente relazione;

- con riferimento alla base informativa, si evidenzia che tutte le informazioni raccolte sono state utilizzate per l'applicazione delle metodologie di valutazione prescelte e sono state oggetto di analisi o verifica nei seguenti termini.

I dati estratti da banche dati pubbliche sono stati assunti come affidabili.

I dati prodotti dal Commissario Giudiziale sono stati oggetto di analisi in termini di affidabilità e coerenza complessiva, compatibilmente con le tempistiche previste dall'incarico.

I dati relativi ai beni immobili e mobili di cui alle perizie redatte dai Consulenti Tecnici nominati nell'ambito della procedura sono stati recepiti senza alcuna attività di verifica, come da incarico ricevuto.

Il sottoscritto non esprime alcuna forma di *assurance* in merito a chiarezza, correttezza, veridicità e attendibilità dei dati e delle informazioni forniti e indicati nella presente relazione. Resta quindi ferma la responsabilità piena e incondizionata del soggetto conferente l'incarico per qualsiasi errore od omissione concernenti documenti, dati e informazioni aziendali che lo stesso ha prodotto o avrebbe dovuto produrre;

- con riferimento alla base informativa, la valutazione effettuata si basa su stime e congetture in parte rappresentate nei bilanci di esercizio analizzati e in parte nel piano industriale esaminato. Tali stime e congetture sono, per loro natura, incerte. Pertanto, pur assumendo che i dati stimati e congetturati in parola si basino sulle migliori informazioni tempo per tempo disponibili, non si può in alcun modo escludere la possibilità che si manifestino significativi scostamenti tra i valori a consuntivo e quelli previsionali. Questo a causa dell'aleatorietà che condiziona l'effettivo realizzarsi di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il verificarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione. Parimenti, si fa presente che anche i parametri impiegati nella valutazione e desunti dal mercato risentono di inevitabili fattori di incertezza legati ad aspettative, comportamenti irrazionali, ampiezza dei campioni utilizzati, contesto di riferimento, ecc. Conseguentemente, la presente stima sconta necessariamente gradi di aleatorietà e incertezza tipici di ogni procedimento valutativo;

- la valutazione si basa su alcune *hypothetical assumptions*, ossia ipotesi che riguardano la manifestazione (o meno) di eventi futuri incerti oppure di eventi particolari. In dettaglio, si è assunto che esista un soggetto terzo interessato all'acquisto dell'azienda qui analizzata (l'attuale affittuario o un altro operatore del settore). Si è inoltre assunto che l'attuale affittuario o il terzo acquirente ipotetico, attraverso l'utilizzo dell'azienda qui analizzata, riesca a conseguire gli obiettivi formalizzati nel piano industriale e che questi coincidano con quelli che un normale operatore del settore formulerebbe in situazioni similari. Si assume quindi che la società --- omissis --- s.r.l. rappresenti l'operatore "tipo" del mercato interessato all'affitto e all'acquisto dell'azienda oggetto di stima. Il mancato rispetto di dette ipotesi avrebbe ragionevolmente un significativo impatto sulla continuità aziendale, sulla possibilità di conseguire i risultati prospettici di cui al piano industriale e utilizzati nell'ambito del processo di stima e, quindi, sui valori stimati;
- la valutazione si basa anche su delle *special assumptions*, cioè ipotesi che un normale operatore partecipante al mercato non formulerebbe alla data di valutazione in merito al contesto di riferimento e/o all'oggetto della stima, ritenendo quelle sopra indicate qualificabili come *hypothetical assumptions*. In dettaglio, come da incarico conferito, si procederà alla stima del valore in ipotesi che l'attività venga svolta in immobili diversi da quelli attualmente utilizzati, adattati alla specifica attività di impresa e che, nonostante il trasferimento, l'azienda riesca comunque a conseguire le performance rappresentate nel piano.

Tenuto conto di quanto sopra rappresentato, si sottolinea che la valutazione effettuata sconta inevitabilmente gradi di aleatorietà e incertezza tipici di ogni procedimento valutativo. Si precisa che, sebbene la valutazione sia da considerarsi accurata e completa da un punto di vista tecnico-valutativo, considerando la base dati disponibile, nulla di quanto contenuto in questa relazione può essere interpretato come una garanzia o un'opinione circa la performance prospettica dell'oggetto di stima ovvero ritenuto una promessa o rappresentazione dell'effettivo corrispettivo di cessione o concessione in uso dell'oggetto di stima.

In chiusura, il sottoscritto precisa che la valutazione, le conclusioni e le considerazioni sviluppate ai fini della presente relazione non possono essere isolate dal contesto e dall'ambito nel quale sono state determinate.

9. PRINCIPALI DIFFICOLTÀ INCONTRATE NELLA VALUTAZIONE

Il sottoscritto fa presente che nello svolgimento dell'incarico si sono riscontrate le seguenti principali difficoltà:

- il mercato in cui opera la società presenta un limitato numero di operatori di piccole dimensioni, è molto specifico e particolarmente dinamico, per cui risulta difficile la formulazione di previsioni e l'espressione di un giudizio sulla loro affidabilità;
- i metodi di valutazione adottati hanno richiesto l'applicazione di un processo valutativo articolato e complesso che ha comportato, tra l'altro, la scelta di una pluralità di parametri finanziari di mercato che, per loro natura, sono soggetti a fluttuazioni anche significative in relazione all'attuale situazione congiunturale;
- la pandemia da Covid-19 ha impattato pesantemente in termini negativi su larga parte degli operatori di settore e quindi sono emerse difficoltà nell'analisi delle serie storiche e dei parametri di settore utili a giudicare il piano industriale e le performance aziendali "normali";
- la società non presenta *comparable* diretti quotati e, di conseguenza, la stima dei parametri di mercato è risultata particolarmente difficile e permeata di soggettività;
- la società --- omissis --- s.r.l. (attuale affittuario dell'azienda) ha predisposto, in collaborazione con i propri consulenti, un piano industriale che riflette al meglio le convinzioni e le previsioni della direzione aziendale. Si evidenzia che detto piano industriale pre-suppone l'operatività aziendale ed una crescita delle performance. Non risulta possibile, se non in modo limitato e cauto, avvalersi di proiezioni basate sui dati storici;
- il piano industriale e i vari altri elementi indicati riflettono le convinzioni specifiche dell'attuale affittuario dell'azienda e non è possibile accertare che queste convergano con quelle di un normale operatore del mercato: nella stima quindi si dovranno formulare assunzioni al riguardo onde epurare i dati di eventuali elementi di specificità, non astrattamente generalizzabili;
- non è stato possibile individuare analiticamente i costi di *turnaround* e *restart-up* del complesso aziendale. Onde evitare pure congetture, si è deciso di considerare la performance registrata dall'attuale affittuario come già inclusiva dei maggiori costi/minori ricavi connessi alla riattivazione del complesso aziendale.

10. L'UNITÀ DI VALUTAZIONE

L'unità di valutazione di riferimento è rappresentata dall'azienda formata da beni immobili e beni mobili (tra cui, rimanenze), il tutto come di seguito meglio descritto.

11. DESCRIZIONE DELL'OGGETTO DI STIMA

L'oggetto di stima è rappresentato dall'azienda di proprietà della società --- omissis --- che svolge l'attività di trattamento e finissaggio di capi di abbigliamento e prodotti tessili

in genere ed esercita l'attività d'impresa nell'immobile di sua proprietà, sito in Grottamare (AP), via Bore Tesino n. 16. Come meglio specificato nel prosieguo, il perimetro aziendale varierà in base al quesito in esame.

La società --- omissis --- è stata costituita in data 26.11.2008, ad iniziativa dei signori --- omissis ----- omissis ---e --- omissis --- --- omissis ---, con la ragione sociale di “--- omissis ---”.

La società ha avviato e sviluppato la propria attività industriale nel corso di una prima fase durata dal 2009 al 2016, specializzandosi nelle lavorazioni di trattamento e finissaggio su prototipi e campionari di proprietà di aziende clienti - italiane ed estere - produttrici di capi di abbigliamento. In dettaglio, i principali trattamenti realizzati dall'azienda sono:

- lavaggi: normale, *stone washed*, *bleached*, *enzyme washing*, ecc.;
- tinture: dirette, reattive, a pigmenti, sovra-tinture, ecc.;
- tinture speciali: allo zolfo, acide, *old dye*, *surface dye*, *indigo dye*, ecc.;
- sabbiature e spazzolature: naturali, *full used*, baffi, chimiche, ecc.;
- graffiature: manuali, meccaniche, ecc.;
- effetti *laser*: baffi, immagini, scritte, rotture, ecc.;
- rotture e rammendi: singoli, parziali, multipli, ecc.;
- stiro e *crinkle*: *permanent press*, etc.;
- trattamenti superficiali: *spray*, *rubber*, resine, etc.;
- lavaggi speciali: *ice dye*, *moon wash*, etc.;
- lavaggi ecologici ed ecocompatibili: protocollo *Detox* di *Greenpeace*.

Come risultante dagli atti, la società risultava leader nel settore delle lavanderie e tintorie industriali, potendo contare su numerosi clienti acquisiti negli anni e rappresentanti i più prestigiosi *brand* del mercato, quali a titolo esemplificativo: *Dior*, *Ugo Boss*, *LiuJo*, *Jecker-son*, ecc., sia nel mercato nazionale sia in quello internazionale. Punti di forza della società venivano individuati nell'elevato *know-how* nel settore dei trattamenti e finissaggi su abbigliamento *denim* e *casual*.

Le lavorazioni svolte erano effettuate per conto di terzi, su capi di proprietà di questi ultimi, attuando processi industriali innovativi propri o seguendo le indicazioni fornite dai clienti stessi. Le lavorazioni hanno ad oggetto capi di abbigliamento già confezionati, realizzati sia con tessuti *denim (jeans)*, sia con altri tessuti, sui quali vengono effettuati molteplici trattamenti: dai lavaggi, alle tinture, alle graffiature, ai *laser*, a resinature, a trattamenti con ozono o schiume, etc. In buona sostanza, una serie di svariate combinazioni di lavorazioni, finalizzate ad ottenere capi con immagini, colorazioni e sensazioni tattili diverse, tali da differenziare ciascun prodotto e renderlo maggiormente accattivante per il consumatore.

Negli anni più recenti, la società dichiara di aver incontrato progressive difficoltà nel mantenere l'equilibrio economico, soprattutto a causa dell'alto costo del lavoro necessario per produrre gli elevati standard qualitativi e di servizio richiesti dal mercato e dell'impossibilità di ribaltare tali costi sui prezzi di vendita. Nel corso dell'anno 2019, infatti, la società evidenzia che ha sofferto la sostanziale stagnazione dell'economia italiana al pari dell'intera industria italiana dell'abbigliamento, registrando ordinativi dall'Italia sostanzialmente fermi ed un *export* in brusca frenata a causa dei rischi di una guerra commerciale sui dazi tra USA e Cina che ha paralizzato l'intera economia mondiale. Ecco, quindi, la crisi sia del mercato interno sia dell'*export*.

Le performance economico-finanziarie della società --- omissis --- risultanti dai bilanci sono le seguenti:

	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR
	12 mesi	12 mesi	12 mesi	12 mesi	12 mesi
	Dettagliato	Dettagliato	Dettagliato	Abbreviato (D)	Abbreviato (D)
	ICS	ICS	ICS	ICS	ICS
Ricavi delle vendite	156.637	1.067.525	5.694.270	8.789.181	2.598.519
EBITDA	366.444	-319.651	-2.809.914	447.468	91.179
Utile Netto	273.748	-452.419	-5.179.262	45.182	54.789
Totale Attività	8.574.252	8.443.418	10.890.695	17.193.432	15.831.998
Patrimonio Netto	-2.268.565	-2.188.316	-804.633	4.374.628	4.329.448
Posizione finanziaria netta	1.142.108,00	1.104.680,00	2.025.006,00	3.479.207,00	3.239.400,00

Fonte: Aida BvD - dati in €

Dai dati economici emerge una progressiva flessione del fatturato e un peggioramento della posizione finanziaria netta.

In data 07.02.2020, la società --- omissis ---, stante la crisi in essere e onde garantire il mantenimento del valore del compendio patrimoniale aziendale, ha stipulato un contratto di affitto di azienda con la società attuale conduttrice --- omissis --- s.r.l. L'azienda affittata comprende beni mobili e beni immobili, il tutto come meglio descritto negli allegati al contratto di affitto. Ad eccezione di quanto stabilito nel contratto, vige il principio generale secondo il quale l'affittuaria, per espresso accordo fra le parti, non subentra in alcun contratto in itinere ed in essere con qualsivoglia fornitore. Il contratto ha durata di tre anni a decorrere dal 07.02.2020 e prevede un canone annuo di €/k 156, oltre ad IVA a norma di legge. Il contratto inoltre prevede la regolazione delle differenze inventariali in base ai valori contabili e che gli ammortamenti saranno dedotti dalla società concedente.

La società --- omissis --- s.r.l. ha predisposto un piano industriale 2022-2024 i cui aspetti utili alla stima vengono di seguito riportati.

	Consuntivo 2022		Nuovo Piano 2023		Nuovo Piano 2024	
RICAVI NETTI DI VENDITA	4.605.132	100%	4.930.000	100%	5.500.000	100%
Consumi	404.357	9%	401.795	8%	450.000	8%
Lavorazioni esterne	548.906	12%	591.600	12,0%	659.724	12,0%
Manodopera diretta	1.111.694	24%	1.007.352	20,4%	1.027.499	18,7%
Energia	722.831	15,7%	916.980	18,6%	950.000	17,3%
MARGINE DI PRODOTTO	1.817.343	39%	2.012.273	40,8%	2.412.777	43,9%
Costi variabili commerciali (trasporti)	123.621	3%	147.900	3,0%	150.000	2,7%
MARGINE DI CONTRIBUZIONE	1.693.721	36,8%	1.864.373	37,8%	2.262.777	41,1%
Personale indiretto	250.511	5%	367.200	7,4%	374.544	6,8%
RISULTATO OPERATIVO PER CANALE	1.443.210	31%	1.497.173	30,4%	1.888.233	34,3%
Personale comune	603.219	13%	608.658	12%	620.832	11%
Spese viaggio dipendenti	5.634	0%	6.000	0%	6.000	0%
Locazioni industriali	26.939	1%	26.939	1%	26.939	0%
Manutenzioni	15.966	0%	30.000	1%	33.000	1%
Assicurazioni e altri costi fissi industriali	96.138	2%	100.000	2%	110.000	2%
Consulenze tecniche	12.286	0%	14.000	0%	15.500	0%
Spese di gestione autovetture	42.147	1%	44.000	1%	44.000	1%
Consulenze amministrative e legali	26.104	1%	26.000	1%	27.000	0%
Costi amministrativi e generali	57.734	1%	58.000	1%	58.000	1%
Costi commerciali	4.032	0%	4.000	0%	4.000	0%
Oneri diversi di gestione	24.470	1%	25.000	1%	25.000	0%
Affitto d'azienda	164.828	4%	180.736	4%	198.810	4%
TOTALE COSTI DI STRUTTURA	1.079.496	23%	1.123.333	23%	1.169.080	21%
EBITDA	363.714	8%	373.840	8%	719.153	13%
AMMORTAMENTI E SVAL.NI	-	0%	130.687	3%	167.687	3%
EBIT	363.714	8%	243.152	5%	551.466	10%
Saldo gestione finanziaria	19.387	0%	15.000	0%	15.000	0%
Saldo gestione straordinaria	- 61.954	-1%	- 35.000	-1%	- 35.000	-1%
RISULTATO ANTE IMPOSTE	406.281	9%	263.152	5%	571.466	10%
Imposte sul reddito	36.124	1%	53.778	1%	182.343	3%
RISULTATO NETTO	370.157	8%	209.375	4%	389.123	7%

Fonte: dati prodotti dalla direzione aziendale della società --- omissis --- s.r.l. - dati in €

	Consuntivo 2022		Nuovo Piano 2023		Nuovo Piano 2024	
Crediti v/clienti	1.222.320	123%	1.291.811	124%	1.176.483	79%
Rimanenze	281.498	28%	302.676	29%	337.672	23%
Debiti v/fornitori	(475.126)	-48%	(530.664)	-51%	(568.824)	-38%
Crediti tributari	104.445	11%	97.808	9%	69.475	5%
Debiti tributari	(103.588)	-10%	(121.242)	-12%	(249.807)	-17%
Debiti v/personale	(339.971)	-34%	(343.048)	-33%	(349.909)	-23%
Debiti v/Istituti Previdenziali	(157.862)	-16%	(159.290)	-15%	(162.476)	-11%
Altri crediti	99.949	10%	85.809	8%	105.669	7%
Altri debiti	(972)	0%	(972)	0%	(972)	0%
Ratei e risconti attivi	12.108	1%	12.108	1%	12.108	1%
Ratei e risconti passivi	(24.240)	-2%	(24.240)	-2%	(24.240)	-2%
CCN	618.561	62%	610.757	59%	345.179	23%
Imm.ni immateriali	119.280	12%	72.151	7%	5.022	0%
Imm.ni materiali	252.163	25%	358.605	34%	1.148.047	77%
Imm. finanziarie	5	0%	5	0%	5	0%
IMM.NI NETTE	371.449	38%	430.761	41%	1.153.074	77%
ATTIVO DI FUNZIONAMENTO	990.010	100%	1.041.518	100%	1.498.252	100%
Fondo TFR	272.850	28%	382.482	37%	1.100.694	73%
ALTRE PASSIVITA' M/L	272.850	28%	382.482	37%	1.100.694	73%
PFN m/t	142.047		245.201	24%	177.963	12%
PFN a breve	490.079	50%	119.427	11%	(463.935)	-31%
PFN	632.127	64%	364.629	35%	(285.972)	-19%
Capitale sociale	100.000	10%	100.000	10%	100.000	7%
Riserve	(385.124)	-39%	(14.967)	-1%	194.407	13%
Risultato d'Esercizio	370.157	37%	209.375	20%	389.123	26%
PATRIMONIO NETTO	85.033	9%	294.407	28%	683.530	46%
PASSIVO + P.N.	990.010	100%	1.041.518	100%	1.498.252	100%

Fonte: dati prodotti dalla direzione aziendale della società --- omissis --- s.r.l. - dati in €

RENDICONTO FINANZIARIO	2023	2024
Reddito operativo	243.152	551.466
Ammortamenti	130.687	167.687
Var. fondo Tfr	109.632	111.825
Saldo gestione fiscale	(53.778)	(182.343)
AUTOFINANZIAMENTO OPERATIVO	429.694	648.635
Variazione crediti vs clienti	(69.491)	115.328
Variazione rimanenze	(21.178)	(34.995)
Variazione (Crediti)/Debiti tributari	24.290	156.899
Variazione fornitori	55.538	38.160
Variazione debiti v/Personale	3.077	6.861
Variazione Altri debiti	1.429	3.186
Variazione Altri crediti	14.140	(19.860)
Variazione ratei e risconti attivi	-	-
Variazione ratei e risconti passivi	-	-
(-) Incremento CCN	7.804	265.578
FLUSSO DI CASSA OPERATIVO	437.498	914.214
Investimenti imm.ni immateriali	(20.000)	(20.000)
Investimenti imm.ni materiali	(170.000)	(870.000)
Investimenti imm.ni finanziarie	-	-
Entrata Finanziamenti	170.000	-
Rimborso Finanziamenti	(66.846)	(67.238)
Var. fondo Tfr	-	606.387
Var. patrimonio netto	-	-
Saldo gestione straordinaria	35.000	35.000
Saldo gestione finanziaria	(15.000)	(15.000)
FLUSSO MONETARIO NETTO (C+D)	370.652	583.363
Saldo banche iniziale	(490.079)	(119.427)
SALDO BANCHE A BREVE FINALE	(119.427)	463.935

Fonte: dati prodotti dalla direzione aziendale della società --- omissis --- s.r.l. - dati in €

Si evidenzia che da un esame di tali dati, è emerso che gli schemi di conto economico come sopra prodotti, presentano errori materiali di somma, nella parte sottostante all'EBIT. Questa, infatti, risulta essere come riportato nella tabella che segue:

	2022	2023	2024
EBIT	363.714	243.153	551.466
saldo gestione finanziaria	-19.387	-15.000	-15.000
saldo gestione straordinaria	-61.954	-35.000	-35.000
RISULTATO ANTE IMPOSTE	282.373	193.153	501.466
Imposte sul reddito	-36.124	-53.778	-182.343
RISULTATO NETTO	246.249	139.375	319.123

Fonte: elaborazione propria - dati in €

In conseguenza di detti errori materiali di somma presentati dagli schemi di conto economico, anche gli schemi di stato patrimoniale presentano errori nella sezione del patrimonio netto. Di seguito si riporta la rappresentazione del patrimonio netto epurata degli errori in parola:

	2022	2023	2024
Capitale sociale	100.000	100.000	100.000
Riserve	-385.124	-138.875	500
Risultato d'esercizio	246.249	139.375	319.123
PATRIMONIO NETTO	-38.875	100.500	419.623

Fonte: elaborazione propria - dati in €

Si ribadisce che il piano industriale è stato elaborato dalla direzione aziendale di --- omissis --- s.r.l. tenendo conto delle strategie dalla stessa deliberate.

Ai fini della presente stima, l'azienda oggetto di stima avrà un perimetro diverso a seconda del quesito di riferimento:

- ai fini dell'analisi di congruità del canone di affitto, il perimetro aziendale è formato dai beni mobili, mobili registrati e immobili, il tutto come meglio descritto nel contratto di affitto del 07.02.2020 e nelle relazioni di stima dei beni immobili e mobili sopra indicate;
- ai fini della stima del valore dell'azienda, il perimetro aziendale è formato esclusivamente dai beni mobili e mobili registrati indicati nel contratto di affitto del 07.02.2020 e nella relazione di stima dei beni mobili sopra indicata. Sono espressamente esclusi, come da quesito, i beni immobili aziendali.

12. SVOLGIMENTO DELLA VALUTAZIONE

A livello operativo, il sottoscritto ha iniziato l'attività peritale immediatamente dopo avere ricevuto l'incarico e, con decorrenza da tale data, ha acquisito, anche per il tramite dei propri collaboratori, le prime informazioni necessarie attraverso l'esame della documentazione agli atti, nonché attraverso alcuni incontri con il commissario giudiziale. Acquisita tutta la documentazione e gli elaborati contabili occorrenti, il sottoscritto ha eseguito, anche tramite i propri collaboratori, le necessarie analisi nei limiti di quanto occorrente ai fini della presente relazione di stima.

Successivamente, ha provveduto alla scelta del metodo di valutazione e alla sua applicazione.

Dopodiché il sottoscritto ha provveduto alla redazione della presente relazione.

13. CONSIDERAZIONI GENERALI SUI METODI DI VALUTAZIONE APPLICABILI

12.1 Sulla congruità del canone di affitto

Nell'ambito della gestione d'impresa, l'affitto di azienda costituisce un'operazione di natura straordinaria tramite la quale un imprenditore individuale o una società attribuisce, dietro pagamento di un canone, a un altro soggetto affittuario, il diritto alla gestione di un'azienda. L'affitto può essere strutturato come operazione autonoma oppure finalizzata al compimento di successive operazioni quali ad esempio la cessione. Sotto il profilo normativo l'affitto di azienda risulta disciplinato dall'art. 2562 del codice civile, il quale esplicitamente rinvia all'art. 2561 del codice civile riguardante l'usufrutto dell'azienda. Per quanto riguarda gli aspetti non specificamente trattati dall'art. 2561 del codice civile, è necessario fare riferimento alla disciplina generale in tema di locazione, contenuta negli artt. 1615-1654 del codice civile, e, a condizione che non vi sia contrasto con le norme in precedenza citate, agli artt. 978-1020 del codice civile concernenti l'usufrutto. A livello economico-aziendale, un aspetto di particolare rilevanza è la stima del canone di affitto. Il canone-valore è di norma espresso in percentuale sul valore dell'azienda affittata. Come il canone-valore, anche il canone-prezzo è influenzato dalle condizioni concrete di mercato, ma non solo: esso, infatti, risente della forza contrattuale delle parti coinvolte nell'operazione e delle specifiche clausole contrattuali pattuite (si pensi alla durata, ai patti relativi alle manutenzioni, agli ammortamenti, ecc.).

Per la stima del canone-valore (di seguito indicato semplicemente come "canone"), dottrina e prassi professionale hanno proposto vari approcci metodologici (Lacchini-Trequattrini, 1998; Danovi, 2000; Mechelli, 2007; Rutigliano-Faccincani, 2011; Giuliani-Guidi, 2020).

Un primo approccio sostiene che un canone di affitto deve risultare pari al prodotto tra il valore del capitale economico dell'azienda data in affitto e un tasso di remunerazione operativa, ossia considerando il rischio specifico d'impresa. Un altro approccio prevede che il canone sia pari al prodotto tra il valore dell'azienda affittata determinato con metodo patrimoniale e una percentuale "a" inversamente proporzionale alla deperibilità delle componenti immateriali di azienda e determinata considerando, quale limite superiore, il concetto di redditività normale del settore. Un terzo metodo di stima considera il canone minimo di *break even*, ossia il canone che rappresenta per il locatore la soglia al di sotto della quale l'affitto rappresenta una decisione economicamente non conveniente. Il canone di *break even* può essere stimato individuando la struttura dei flussi di canoni netti d'imposta il cui valore attuale sia uguale al *net present value* dei flussi netti attesi che deriverebbero dalla gestione diretta del locatore, utilizzando per i canoni di affitto un tasso di attualizzazione che incorpori un premio al rischio in grado di riflettere le specificità contrattuali e il complesso di rischi che gravano sul locatore. L'ultimo metodo

qui citato è quello che assume il canone pari almeno al rendimento finanziario del capitale investito nell'azienda affittata maggiorato del rischio derivante dal fatto che la gestione è affidata ad un terzo (danneggiamenti/riduzione di avviamento, ecc.). In questo caso, il rendimento del capitale investito nell'azienda affittata viene assimilato al rendimento medio di un investimento finanziario alternativo, mentre la perdita di valore viene stimata considerando gli ammortamenti economici e le svalutazioni di *intangibile* e dell'avviamento.

Si evidenzia che i metodi sopra indicati hanno l'obiettivo di stimare o un canone minimo o un canone puntuale. Il canone "congruo" dipende da specifiche situazioni soggettive: idealmente, il canone può anche essere di importo simbolico o addirittura nullo se è preminente l'interesse alla continuazione dell'attività al fine di mantenere in vita l'azienda al fine di un suo successivo rilancio in gestione diretta o della sua cessione a terzi.

12.2 Sulla stima del valore di mercato

Presupposto fondamentale di ogni valutazione è la scelta preliminare della soluzione metodologica più appropriata in funzione dello scopo della valutazione e della realtà specifica del bene che ne è oggetto.

Onde far meglio comprendere le scelte metodologiche effettuate, di seguito si esaminano succintamente i principali metodi di valutazione del capitale economico aziendale al fine di individuarne la compatibilità con il caso di specie.

Secondo gli approcci patrimoniali, il valore è il risultato di una stima analitica, in ipotesi di continuità della gestione, di tutte le attività e le passività costituenti il patrimonio netto aziendale. Questi metodi possono fornire un'indicazione della solidità patrimoniale di un'azienda, ma trascurano l'aspetto reddituale della stessa. Nell'ambito degli approcci patrimoniali rientrano il metodo patrimoniale semplice e il metodo patrimoniale complesso.

Gli approcci c.d. misti aggiungono ad una componente di valore di natura patrimoniale un'altra componente immateriale qualificata come "avviamento", positivo o negativo, espressiva della creazione o della distruzione di valore osservata. Rientrano in questo ambito il metodo patrimoniale-reddituale (UEC), il metodo *discounted abnormal earnings* (detto anche *Residual Income Method*) e il metodo *discounted economic profit* (conosciuto anche come EVA™).

Gli approcci basati sui flussi di risultato attesi si basano sull'assunto che il valore di un'azienda dipenda dai flussi di risultato (reddituale o di cassa) che questa è in grado di generare in futuro. Questi approcci danno quindi forte risalto alle prospettive e alle potenzialità aziendali di medio-lungo periodo. Nell'ambito degli approcci basati sui flussi di

risultato attesi rientrano i metodi reddituali e i metodi finanziari.

Gli approcci di mercato stimano il valore dell'azienda sulla base del confronto tra l'oggetto di stima e oggetti simili per i quali siano già avvenute transazioni comparabili. Nell'ambito degli approcci di mercato rientrano i metodi basati sui multipli di mercato e i metodi empirici.

I PIV evidenziano che, ai fini qui rilevanti, il valore di mercato può essere stimato con tutte le metodiche sopra indicate.

14. SCELTE METODOLOGICHE

La scelta del metodo di valutazione tra quelli sopra analizzati è stata effettuata con riferimento alle caratteristiche e alle peculiarità intrinseche dell'oggetto di valutazione, nonché tenendo in considerazione le finalità della presente valutazione sopra richiamate che si intendono assolte ogniqualvolta si ravvisi l'adozione di criteri volti ad addivenire a una valutazione quanto più possibile:

- generale e astratta, nel senso che prescinda da interessi particolari;
- razionale, nel senso che essa poggi su uno schema logico, chiaro e divisibile;
- obiettiva, nel senso che sia dimostrabile;
- stabile, nel senso che non dipenda da elementi rapidamente mutevoli;
- prudente, nel senso che eviti sopravvalutazioni che non sarebbero utili ai fini delle decisioni strategiche alla cui formazione la presente stima contribuisce.

In pratica, il perito, nella scelta metodologica:

- deve privilegiare i criteri che conducono a risultati quanto più possibile stabili e divisibili, ben considerando le finalità della valutazione, nonché la configurazione di valore di riferimento e gli attributi della stessa;
- deve, in ogni caso, privilegiare nella scelta del metodo, nella definizione dei processi di calcolo e nell'assunzione delle singole grandezze (dati, tassi, fattori di rischio e quant'altro), approcci volti a perseguire razionalità e professionalità del giudizio;
- non deve fondarsi su criteri che determinino il valore dell'oggetto di stima meramente in funzione di scelte soggettive del perito, del soggetto conferente l'incarico o di terzi eventualmente coinvolti;
- dovrebbe confrontare le risultanze dell'adozione del metodo prescelto (principale), con quelle derivanti dall'impiego di altri metodi (accessori o di confronto).

Tenuto conto della finalità della stima, delle specificità dell'oggetto di stima e dei dati disponibili, l'esperto ha ritenuto opportuno procedere come segue.

Giudizio di congruità del canone di affitto

Va premesso che le *fairness opinion* (o i "pareri di congruità" nel senso sopra precisato), aventi per oggetto un corrispettivo negoziale, possono essere alternativamente formulate, secondo la prassi professionale:

- sia elaborando un calcolo *ex novo*, anche mediante il ricorso a metodologie diverse da quelle utilizzate per determinare il corrispettivo sul quale esprimersi;
- sia esaminando criticamente il percorso metodologico seguito per la determinazione del corrispettivo sul quale esprimersi, caratterizzato dalla scelta di specifici criteri valutativi e dalle relative ipotesi di base e dai relativi parametri applicativi.

Nella presente fattispecie il sottoscritto ha seguito la prima alternativa.

Nel caso in esame e come suggerito dalla dottrina e dalla prassi, il giudizio è sviluppato considerando il valore dell'azienda *as is* moltiplicato per un tasso di rendimento. Si ricorda infatti che "[I]e considerazioni formulate in ordine alla determinazione del canone di affitto d'azienda evidenziano impostazioni leggermente diverse, ma accomunate dal fatto che il corrispettivo da erogare al proprietario per l'utilizzazione del complesso dei beni necessari per l'esercizio dell'impresa deve essere quantificato come prodotto tra il valore dell'azienda e un appropriato tasso di rendimento" (CNDCEC, 2016).

Il valore dell'azienda affittata, per questa finalità, sarà stimato adottando un metodo rientrante nel c.d. approccio misto. Tale approccio permette di tener conto esplicitamente della consistenza patrimoniale dell'azienda affittata e delle sue potenzialità in termini di creazione di valore. La stima darà quindi evidenza del valore delle attività e delle passività, eventualmente rettificata per considerare i plus/minusvalori latenti, nonché delle prospettive reddituali sintetizzate all'interno di un valore qualificabile come "avviamento", positivo o negativo, stimato in via autonoma o quale differenziale tra valore dei flussi di risultato attualizzati e valore del patrimonio netto rettificato. Tale approccio rientra nella categoria dei criteri economico-analitici o assoluti e rappresenta un modo per combinare approcci *asset-based* e approcci *income-based*.

Nell'ambito degli approcci misti, si è scelto di utilizzare il metodo misto patrimoniale-redдитuale con stima autonoma dell'avviamento (metodo UEC). Tale metodo è quello maggiormente raccomandato nell'ambito degli approcci misti (Guatri-Bini, 2009) in quanto consente di dare evidenza dei sovra-redditi attesi, garantisce analiticità, perché effettuata distintamente per ciascun elemento del patrimonio, nonché consente di combinare una visione statica, tipica degli approcci patrimoniali, con una visione dinamica-prospettica, tipica dei metodi reddituali. Nel caso in esame, si è sviluppato il metodo misto secondo la logica *equity side* (patrimonio netto) onde enfatizzare la prospettiva del proprietario aziendale e in considerazione del fatto che l'azienda affittata è priva di debiti.

Muovendo da tale valore, si procederà poi a stimare il canone di affitto applicando a detto valore aziendale un moltiplicatore di rendimento atteso stimato considerando la redditività attesa del capitale investito netto e la remunerazione dei rischi dell'operazione.

Stima del valore di vendita

Per rispondere al secondo quesito attinente alla stima del valore di cessione del complesso aziendale presso l'attuale sede o presso altra sede, si è deciso di adottare un approccio basato sui flussi dei risultati attesi e precisamente un metodo reddituale applicato secondo logica *equity side*. Tale approccio è stato scelto in considerazione dei dati storici e prospettici disponibili, della focalizzazione sulla redditività dell'attuale proprietario, nonché del fatto che i due scenari richiesti (sede attuale o altra sede) hanno prevalentemente influenza sul reddito.

In linea con quanto suggerito dai PIV e con la migliore prassi, verrà anche considerato un ulteriore metodo di stima da affiancare a tale metodo. In particolare, coerentemente con quanto fatto per rispondere al primo quesito, il valore dell'azienda sarà stimato adottando il metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento (metodo UEC) rientrante nel c.d. "approccio misto" sopra meglio illustrato e per le motivazioni anzidette.

15. SULLA CONGRUITÀ DEL CANONE DI AFFITTO

Come sopra evidenziato, oggetto della presente analisi è l'azienda come rappresentata nel contratto di affitto del 07.02.2020 e nelle perizie di stima dei beni immobili e mobili sopra meglio identificate.

Il canone di affitto congruo viene qui quantificato come prodotto tra il valore dell'azienda e un appropriato tasso di rendimento.

In simboli:

$$AC = W \times r_r$$

dove:

AC canone di affitto congruo

W configurazione "adeguata" del valore economico dell'azienda affittata

r_r tasso di rendimento

Di conseguenza, è necessario stimare il "valore dell'azienda" e il "tasso di rendimento".

Valore dell'azienda

Per la stima del valore dell'azienda, come esposto, si è deciso di adottare il metodo patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento. Si ricorda che tale metodo richiede la stima della componente patrimoniale del valore a cui poi deve essere addizionata la componente rappresentativa della creazione di valore.

In simboli:

$$W = K' + (R - i \times K') \times an^{-i'}$$

dove:

- W valore economico dell'azienda
- K' capitale netto rettificato
- R reddito medio normale atteso per il futuro
- i tasso di rendimento "normale"
- n orizzonte temporale
- i' tasso di attualizzazione
- an^{-i'} fattore di attualizzazione

Per la stima del capitale netto rettificato è necessario considerare il valore dei beni immobili e dei beni mobili.

Relativamente ai beni immobili, il loro valore è attestato da specifica perizia di stima. Dettagliatamente, tale stima ha ad oggetto immobili e terreni. Il valore di detti beni è stato stimato adottando metodologie compatibili con la definizione del capitale netto rettificato richiamato in precedenza. Si assume, quindi, ai fini della presente stima, il valore dei beni immobili pari ad arrotondati €/k 5.349, come risulta dalla perizia di riferimento (stima dei beni immobili per la continuità aziendale).

Relativamente ai beni mobili, il loro valore è attestato da specifica perizia di stima. Dettagliatamente, tale stima ha ad oggetto arredi d'ufficio, attrezzature, automezzi, macchine elettroniche, macchinari e impianti industriali e rimanenze. Il valore di detti beni è stato stimato adottando metodologie compatibili con la definizione del capitale netto rettificato richiamato in precedenza. Si assume, quindi, ai fini della presente stima, il valore dei beni mobili pari ad arrotondati €/k 623 (di cui €/k 612 riferiti ai cespiti mobili ed €/k 11 riferiti alle rimanenze), come risulta dalla perizia di riferimento nell'ipotesi della continuità aziendale.

Per maggiori informazioni, si rinvia alle perizie richiamate.

Si segnala che tali valori sono al lordo dell'imposizione fiscale sul plusvalore latente. Poiché il quesito in parola non prevede la cessione di tali elementi, ma unicamente l'affitto,

nonché considerata la base informativa disponibile, si ritiene opportuno non considerare la fiscalità relativa ad eventuali differenziali tra valori di perizia e valori contabili.

Nel caso di specie, appare inoltre opportuno e giustificabile escludere l'attribuzione di valore alle immobilizzazioni immateriali contabilizzate (nello specifico, i marchi) e non contabilizzate in quanto non sembra abbiano analitico valore significativo e comunque il valore (o eventuale plusvalore) delle stesse verrebbe compreso all'interno dell'avviamento.

Alla luce di quanto premesso, il valore del capitale netto rettificato ammonta a quanto riportato nella tabella che segue:

valore beni immobili	€/k 5.349
valore beni mobili (escluso magazzino)	€/k 612
valore magazzino	€/k 11
K'	€/k 5.972

Una volta stimato il capitale netto rettificato, è necessario procedere a quantificare la c.d. "correzione reddituale".

Il parametro R dovrebbe essere stimato nella prospettiva del "miglior utilizzo" (utilizzo da parte di un operatore adeguatamente efficiente ed efficace dal punto di vista gestionale). In ipotesi quali quella di specie, la prassi è solita assumere che l'utilizzo fatto dall'utilizzatore attuale (nel caso di specie, l'affittuario) sia il suddetto "miglior utilizzo". Facendo propria tale assunzione, la stima del parametro R è fatta sulla base dei dati e delle informazioni riferite all'affittuario.

Considerando che l'affittuario ha reso disponibile il piano industriale 2023-2024, la stima del parametro R è fatta utilizzando il cosiddetto "metodo dei risultati programmati" (Gua- tri, 1995, pagg. 128-129). Il parametro R, quindi, è stato costruito sulla base dei dati e delle informazioni del piano industriale 2023-2024, opportunamente adattati/elaborati per la finalità di specie e considerando le rettifiche esposte volte a eliminare gli errori materiali presenti nei conti economici prospettici.

In coerenza con la prospettiva *equity side* adottata, si è proceduto alla stima del reddito medio normale atteso per il futuro. Partendo dagli EBIT risultanti dal piano industriale e assunti quali redditività operative ordinarie di riferimento, si è proceduto ad apportare le seguenti rettifiche:

- eliminazione dell'effetto della gestione straordinaria, in quanto rappresentativa di ricavi e costi non ricorrenti o eccezionali;

- eliminazione del canone di affitto di azienda onde stimare la redditività aziendale in condizioni di funzionamento ordinario, ossia come direttamente gestita dal proprietario. Inoltre, non appare corretto calcolare un canone di affitto su una redditività che già sconta, al suo interno, un canone di affitto della medesima azienda in quanto ciò porterebbe a palesi sovrapposizioni e distorsioni della stima;
- inclusione, in luogo del canone di affitto di azienda, del valore degli ammortamenti dei beni affittati.

Con riferimento ai beni immobili (ad esclusione dei terreni), gli ammortamenti sono stati calcolati applicando aliquote di ammortamento costanti, definite sulla base della vita utile residua stimata, ai valori di stima dei beni immobili (quelli definiti per il caso della continuità aziendale) indicati nella perizia dell'ing. Tarulli (assunti ai fini del presente elaborato).

Considerato quanto precede, il valore degli ammortamenti dei cespiti mobili è:

	valore di stima	ammortamento
terreni	2.100.552	-
strutture (vita utile 29 anni)	1.125.633	38.815
impianti (vita utile 5 anni)	303.242	60.648
altro (assimilato a strutture)	1.819.450	62.740
totale	5.348.877	162.203

Fonte: elaborazione propria - dati in €

Con riferimento ai beni (cespiti) mobili, gli ammortamenti sono stati calcolati applicando le aliquote di ammortamento adottate dalla società --- omissis ---, come indicate nel bilancio di esercizio al 31.12.2018 (ultimo bilancio di esercizio in cui risultano essere state adottate in termini ordinari) ai valori di stima dei cespiti mobili indicati nella perizia dell'ing. Mazzoni (assunti ai fini del presente elaborato).

Nello specifico, le aliquote di ammortamento sono:

Tipo Bene	% Ammortamento
Fabbricati	3%
Impianti e macchinari	12.5%
Attrezzature	25%
Mobili e macch.uff.	12%
Macchine uff. elettr.	20%
Autoveicoli	20%
Autovetture	25%

Fonte: bilancio di esercizio al 31.12.2018 della società --- omissis --- (pag. 9)

mentre i valori di stima dei cespiti mobili sono:

CATEGORIE	DESCRIZIONE	VALORIZZAZIONE D'USO
ATT	ATTREZZATURE	€ 75.670,00
MAC	MACCHINARI	€ 339.640,00
AE	ATT. ELETTRONICHE UFFICIO	€ 15.870,00
IMP	IMPIANTI	€ 146.100,00
MOB	ARREDI MOBILIO	€ 22.140,00
AUT	VEICOLI	€ 12.900,00
TOT		€ 612.320,00

Fonte: perizia dell'ing. Mazzoni (pag. 16)

Considerato quanto precede, il valore degli ammortamenti dei cespiti mobili è:

	valore di perizia	aliquota ammortamento	ammortamento
Attrezzature	75.670	25,00%	18.918
Macchinari	339.640	12,50%	42.455
Attrezzature elettroniche d'ufficio	15.870	20,00%	3.174
Impianti	146.100	12,50%	18.263
Arredi/Mobilio	22.140	12,00%	2.657
Veicoli	12.900	20,00%	2.580
	612.320		88.046

Fonte: elaborazione propria - dati in €

- ricalcolo delle imposte sul reddito ipotizzando un'aliquota IRES e IRAP del 28%.
Gli effetti di quanto precede sono riportati nella tabella che segue.

	2023	2024	media
EBIT	243	551	397
saldo gestione finanziaria	-15	-15	-15
saldo gestione straordinaria	-35	-35	-
RISULTATO ANTE IMPOSTE	193	501	382
imposte sul reddito	-54	-182	-
RISULTATO NETTO	139	319	-
affitto di azienda	181	199	190
ammortamenti immobili Itaclab S.r.l.			-162
ammortamento mobili Itaclab S.r.l.			-88
RISULTATO ANTE IMPOSTE			322
imposte sul reddito			-90
RISULTATO NETTO (R)			232

Fonte: elaborazione propria - dati in €/k

Sulla base di quanto fatto, il parametro R è assunto pari ad arrotondati €/k 232.

Ad avviso di chi scrive, tale parametro è riferito alle performance globali attese dalla società --- omissis --- s.r.l., ossia l'attuale affittuario, e non dalla sola azienda affittata il cui perimetro è minore: l'affittuario, infatti, ha effettuato, e prevede di effettuare, investimenti nel corso del tempo. Onde individuare la quota parte di R astrattamente riferibile all'azienda affittata, è necessario sviluppare un processo di c.d. *profit split*, ossia di divisione e attribuzione del reddito alle componenti patrimoniali individuate e su cui si basa il processo di generazione del reddito. Considerati i dati disponibili, lo scopo del quesito e le indicazioni della dottrina e della prassi, si ritiene ragionevole attribuire R sulla base dei valori patrimoniali dei cespiti utilizzati dalla società --- omissis --- S.r.l. alla data del 31.12.2022, ossia considerando quelli riferibili all'azienda affittata in modo distinto da quelli acquistati autonomamente dalla società --- omissis --- s.r.l. nel corso del tempo.

L'applicazione della metodologia suddetta evidenzia che l'incidenza del valore patrimoniale dei cespiti riferibili all'azienda affittata sul valore patrimoniale dei cespiti complessivamente utilizzati dalla società --- omissis --- S.r.l. alla data del 31.12.2022 è pressoché totale¹. Di conseguenza, si ritiene ragionevole imputare all'azienda affittata l'intero importo di R.

Sulla base di tali assunti, si conferma quindi che il parametro R astrattamente riferibile all'azienda affittata sia pari ad arrotondati €/k 232.

Altro parametro da stimare è rappresentato dal tasso di rendimento normale del capitale "i". Tale tasso, per i PIV (pag. 143), ha la natura di costo del capitale di rischio e si colloca perciò in un intorno di "k_e", il costo opportunità del capitale di rischio. Il costo del capitale di rischio corrisponde al rendimento cui l'azienda rinuncia non investendo i propri mezzi finanziari in attività alternative sotto il profilo del rischio (rischio operativo correlato alle caratteristiche operative del business dell'azienda e rischio finanziario connesso alle politiche di indebitamento).

In linea con i PIV, il costo del capitale di rischio è stato calcolato prendendo a riferimento il modello *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) che si basa sulla equazione che segue:

$$k_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

dove:

k_e costo del capitale di rischio

¹ Il valore patrimoniale dei cespiti riferibili all'azienda affittata corrisponde ad €/k 5.961 (pari alla somma del valore dei beni immobili e dei beni mobili, escluso quello delle rimanenze, desunto dalle perizie richiamate in precedenza). Il valore patrimoniale dei cespiti acquistati dalla società --- omissis --- S.r.l., invece, come analiticamente ricostruito successivamente, corrisponde ad €/k 178. L'incidenza del primo sul totale di entrambi, quindi, è pari a più del 97%.

- β coefficiente relativo al rischio "non diversificabile"
 r_f tasso di remunerazione per il puro investimento di capitale (tasso risk free)
 $(r_m - r_f)$ premio di mercato per rischio azionario

In linea con le raccomandazioni dell'Organismo Italiano di Valutazione e con quanto previsto dai PIV oggi vigenti, il costo del capitale di rischio è stato stimato adottando una logica *unconditional*, ossia considerando il rischio paese all'interno del tasso *risk free*. Tale logica è stata preferita a quella *conditional* in considerazione sia della maggior condivisibilità di tale approccio sia dei dati disponibili. In particolare, si evidenzia che i metodi per considerare il rischio paese all'interno del premio di mercato per il rischio azionario ($r_m - r_f$) sono molteplici e non generalmente accettati (vedi modelli basati sui rating, sui tassi di interesse, ecc.) e quindi conducono a risultati fortemente divergenti; diversamente, i metodi e i risultati relativi al premio di mercato per il rischio azionario relativo a mercati maturi (e che non scontano quindi il rischio paese) sono più consolidati e convergenti. In base a tali considerazioni, sono stati stimati i parametri che seguono.

Il tasso *risk free* (r_f), ossia il tasso di remunerazione per il puro investimento di capitale, è stato calcolato nella misura del 4,22%, pari alla media ponderata (per i rispettivi importi assegnati) dei rendimenti lordi dei BTP 10 ANNI delle ultime sei emissioni (rispetto alla data della presente perizia (Fonte: Dipartimento del tesoro – Ministero dell'economia e delle finanze).

Il premio di mercato per il rischio azionario ($r_m - r_f$) riferito a mercati maturi è stato stimato nella misura del 5,94% (Fonte: Damodaran, *Equity Risk Premium obtained by looking at the implied premium for the S&P 500*, estratto in data 27.03.2023 – dati riferiti a gennaio 2023).

Per la stima del beta (β) – coefficiente relativo al rischio "non diversificabile", si è considerato la media dei beta "*unlevered corrected for cash*" relativi al settore "*diversified*", pari a 0,97, come desunto da banca dati specializzata (Fonte: Damodaran, *Levered and Unlevered Betas by Industry – Europe*, estratto in data 27.03.2023 – dati riferiti a gennaio 2023).

Il beta *unlevered* deve essere poi trasformato in beta *re-levered* in relazione alla specifica struttura finanziaria di riferimento dell'azienda oggetto di stima. Conseguentemente, il beta *re-levered* è stato calcolato avendo riferimento a un rapporto *Debt/Equity* pari a 0,40².

² Il parametro D/E è determinato sulla base dello stato patrimoniale al 31.12.2024 della società --- omissis --- S.r.l. (piano industriale), rettificato per tenere conto degli errori materiali rilevati in precedenza. Il parametro in esame, quindi, è stato determinato considerando debiti finanziari (D) pari a €/k 178 e un patrimonio netto (E) pari ad €/k 402. Esso risulta essere, di conseguenza, pari a 0,4241, arrotondato a 0,40. Incidentalmente si osserva che il parametro D/E determinato da Damodaran per il settore "*diversified*" è pari a 0,3771. Il valore del parametro utilizzato, quindi, appare essere sostanzialmente allineato a quello medio di settore di riferimento.

Per quanto riguarda il *tax-shield* IRES (t), si assume pari al 24,00%.

Il beta *re-levered* è quindi stimato sulla base della formula che segue:

$$\beta_r = \beta_u \times \left(1 + \frac{D}{E} \times (1 - t)\right)$$

Tale beta *re-levered* è però ancora un indicatore distorto del beta da utilizzare per l'applicazione del modello. È quindi necessario riesprimerlo così da addivenire a un c.d. beta *adjusted* calcolato secondo la tecnica di Blume:

$$\beta_{adj} = \beta_r \times 0,67 + 0,33$$

Applicando i parametri sopra individuati alle formule estimative indicate, si addviene alla quantificazione del coefficiente beta che segue:

beta <i>unlevered corrected for cash</i>	0,97
<i>tax shield</i> (IRES nominale)	0,24
beta <i>re-levered</i>	1,26
beta <i>adjusted</i>	1,18
beta di riferimento	1,18

Conseguentemente, il costo del capitale di rischio è stato così stimato:

$$k_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

Sulla base dei parametri sopra definiti e adottando il modello CAPM è quindi possibile stimare il costo del capitale di rischio, come sopra descritto, con un tasso pari all'11,22%. La dottrina e la prassi evidenziano la necessità di introdurre, nel caso di società non quotate, degli *adjustment*, ossia dei "premi per il rischio addizionali" destinati a compensare i maggiori profili di rischio legati alla dimensione e/o alle prospettive di diversificazione. Tali premi risultano crescenti al diminuire delle dimensioni aziendali per tener conto di fattori specifici quali i rischi di dipendenza da fornitori, da clienti o da *key person*, rischi di mercato, ecc. Tali premi, a livello di prassi, vengono quantificati attingendo a statistiche relative ai rendimenti delle c.d. "*small cap*". Tali parametri vanno tuttavia applicati con adeguata ponderazione, in considerazione del fatto che le classi dimensionali proposte per le *small cap* possono non essere compatibili con le esigenze della valutazione e per

il fatto che i rendimenti delle *small cap* possono essere influenzati anche da parametri diversi da quello strettamente dimensionale.

Nel caso in esame, si è deciso di adottare un "*small-cap premium*" pari al 4%. La dottrina e la prassi indicano tendenzialmente un range per tali premi compreso tra 0,50% e 9,00% circa, con maggiore frequenza per premi compresi tra il 4% e il 5%. (CFA IRD, 2022). Nel caso in esame, si ritiene ragionevole attestarsi sul valore minimo del range maggiormente probabile. Tale premio va sommato al costo del capitale di rischio come sopra determinato.

In base a quanto sopra, il tasso di rendimento "normale" è assunto pari al 15,22%.

Altro parametro da stimare è rappresentato dal tasso di attualizzazione. Sebbene la posizione del tasso i' (tasso di attualizzazione dei differenziali di reddito) rispetto al tasso i (tasso di rendimento "normale") sia stata oggetto di ampie discussioni in dottrina, in caso di carenza di reddito ($R < i \times K$), i PIV suggeriscono che la soluzione più razionale appaia essere quella di assumere $i' < i$. Sempre i PIV osservano che entrambi i tassi debbano avere la natura di costo del capitale di rischio e debbano collocarsi, perciò, in un intorno di k_e , il costo opportunità del capitale di rischio.

La problematica diventa quale differenziale adottare per il parametro i' rispetto al parametro i . Tuttavia, l'analisi di sensitività evidenzia che la problematica suddetta ha una scarsa rilevanza ai fini della stima del canone di affitto congruo.

Considerato quanto precede, si assegna al parametro i' lo stesso valore del parametro i . La problematica qui in esame sarà assorbita dalla definizione del range dei valori di stima del canone di affitto congruo proposta successivamente.

La stima dell'avviamento richiede anche la definizione di un orizzonte temporale. Nell'ambito della presente valutazione, in cui la redditività attesa appare inferiore alla redditività "normale" di riferimento, n misura il numero di anni atteso per il recupero della redditività "normale" da parte dell'azienda. Dottrina e prassi di riferimento sono solite suggerire un arco temporale di 3-5 anni. In linea con tale indicazione e considerando i dati disponibili e le specificità aziendali utili per il *turnaround* aziendale, appare ragionevole considerare un orizzonte temporale di 5 anni.

Considerando quanto precede, la rettifica reddituale (G) al patrimonio aziendale viene stimata come segue:

Parametro	Valore assunto
K'	€/K 5.972

R	€/K 232
i	15,22%
i'	15,22%
n	5
G	€/K -2.258

Considerando il valore del patrimonio netto rettificato (K') pari ad €/k 5.972 e della rettifica patrimoniale (*badwill*) pari ad €/k -2.258, il valore dell'azienda di riferimento è assunto pari ad €/k 3.714.

Tasso di rendimento

Il tasso di rendimento "andrebbe quantificato in relazione all'alea sopportata dal locatore che dipende da una pluralità di fattori quali il rischio operativo, il livello di solidità del conduttore, le garanzie prestate ecc. Pertanto, la grandezza oggetto di analisi può attestarsi a un livello non lontano dal *free risk rate* nel caso che il rischio operativo sia contenuto e, soprattutto, il conduttore abbia una notevole solidità patrimoniale. In tale situazione, il locatore matura crediti per canoni nei confronti dell'affittuario caratterizzati da un livello di rischio molto basso talché il tasso da utilizzare non può discostarsi in modo significativo dal saggio privo di rischio. Al contrario, qualora il rischio operativo sia elevato e, soprattutto, il conduttore presenti alcune difficoltà da un punto di vista di solidità patrimoniale, aumenta in modo rilevante l'alea gravante sul locatore. In tale situazione, il locatore matura crediti per canoni verso l'affittuario contraddistinti da un grado di rischio elevato talché il tasso da utilizzare tende ad avvicinarsi al costo del capitale dell'azienda oggetto d'affitto. Il canone di affitto non può essere determinato applicando un saggio maggiore del costo del capitale perché – in situazioni normali – supererebbe i redditi attesi dal conduttore e, quindi, non vi sarebbe nessuna convenienza a gestire l'azienda. In sintesi, il tasso di rendimento impiegabile per quantificare il canone di locazione può oscillare in un intervallo nel quale l'estremo inferiore è il tasso privo di rischio, mentre l'estremo superiore è il costo del capitale che, per semplicità, può essere determinato sulla base di dati medi settoriali" (CDCEC, 2016).

In simboli:

$$r_f < r_r < k_e$$

$$r_r = r_f + \text{rischio insolvenza} + \text{rischio operativo}$$

r_r tasso di rendimento del complesso aziendale

k_e costo del capitale di rischio
 r_f tasso di remunerazione per il puro investimento di capitale (tasso *risk free*)

Il tasso *risk free* è assunto pari a quello precedentemente stimato, cioè pari al 4,22%.

Il costo del capitale di rischio è assunto pari a quello precedentemente stimato, cioè pari al 15,22%.

Per la stima del tasso di rendimento, partendo dal tasso *risk free*, è necessario considerare il rischio di insolvenza e il rischio operativo.

La componente "*rischio insolvenza*" (rischio di credito derivante dal possibile inadempimento della controparte), sebbene il contratto di affitto di azienda non preveda clausole volte al suo abbattimento (per esempio, costituzione di specifiche garanzie a favore del conduttore), può essere stimato a un livello contenuto, considerando la capacità di credito (come dichiarata nell'ambito del piano industriale) del conduttore e il regolare pagamento dei canoni di affitto pregressi.

Damodaran divulga, annualmente, i valori degli *spread* (rispetto ai tassi *risk free*) praticati nel contesto americano per i diversi livelli di rischio delle società, definiti sulla base dell'"*interest coverage ratio*" (dato dal rapporto EBIT/oneri finanziari) delle stesse. Calcolando l'"*interest coverage ratio*" della società --- omissis --- S.r.l. sulla base delle medie dei valori di EBIT e degli oneri finanziari riportati nel piano industriale per gli anni 2023 e 2024, esso si attesta a un valore che rientra nell'ambito dei titoli aventi il minor livello di rischio, cui Damodaran assegna uno *spread* di 0,67% (per il 2022). Sulla base di quanto precede, la componente "*rischio insolvenza*" è stimata, arrotondando lo *spread* suddetto, all'1%. La componente "*rischio operativo*" ricorre nei casi in cui il proprietario si accolla anche l'alea derivante da eventuali variazioni negative di valore dell'azienda attribuibili a cattiva gestione da parte del conduttore. Sulla base delle clausole del contratto di affitto di azienda, questo sarebbe il caso. Tuttavia, considerando che la società cui si riferisce l'azienda oggetto di affitto è una società in crisi conclamata e la società --- omissis --- s.r.l. sta dimostrando capacità strategiche e gestionali in grado di mantenere sostanzialmente inalterato il valore aziendale, appare ragionevole non includere la componente "*rischio operativo*" in esame.

Sulla base di quanto precede, la tabella che segue sintetizza i parametri analizzati e i corrispondenti valori stimati:

Parametri	Valori stimati
r_f	4,22%

<i>rischio insolvenza</i>	1,00%
<i>rischio operativo</i>	-
r_r	5,22%

Il tasso di rendimento, quindi, potrebbe oscillare nel range 4,22-15,22%. Il valore di stima più ragionevole appare essere 5,22%, ossia il tasso *risk free* aumentato del premio per il rischio di insolvenza.

Canone congruo

Ricordando che il corrispettivo da erogare al proprietario per l'utilizzazione del complesso dei beni necessari per l'esercizio dell'impresa deve essere quantificato come prodotto tra il valore dell'azienda e un appropriato tasso di rendimento, sulla base dei parametri stimati in precedenza, si hanno i valori riportati nella tabella che segue:

Parametri	Valori stimati
W	€/k 3.714
r_r	5,22%
AC	€/k 194

Si ricorda che i PIV evidenziano che un'oscillazione del 10-15%, nei due sensi, del valore puntuale stimato può generalmente essere considerata come fisiologica e accettabile tenendo conto delle approssimazioni inevitabili nei processi di stima. Andrebbero evitati intervalli eccessivamente ampi in quanto lascerebbero margini di discrezionalità non accettabili in relazione alle decisioni per le quali le stime fungono da supporto.

Pertanto, considerando un intervallo di $\pm 15\%$, rispetto al valore puntuale ottenuto, il canone di affitto congruo può attestarsi nell'intervallo compreso tra €/k 165 ed €/k 223.

Si evidenzia che il canone di affitto previsto nel contratto di affitto per €/k 156 l'anno, da rivalutare annualmente nella misura del 100% (cento per cento) dell'indice ISTAT di variazione annuale dei prezzi al consumo per le famiglie di operai ed impiegati, per l'anno 2022 è stato pari ad €/k 165 annui, per l'anno 2023 sarà pari ad €/k 181 e per l'anno 2024 sarà pari ad €/k 199, il tutto come da risultanze del piano industriale della società --- omissis --- s.r.l.

In base a quanto sopra, essendo il canone di affitto rivalutato per l'anno 2022 pari al limite minimo del range di valori di affitto ragionevoli sopra stimati e rientrando il canone medio 2022-2024 all'interno del range in parola, si giudica il canone di affitto in essere come congruo.

Per informazioni relative agli aspetti critici del processo di valutazione si rimanda al paragrafo "difficoltà incontrate nella valutazione".

16. SUL VALORE DI CESSIONE

Il secondo quesito richiede la stima del probabile valore di cessione dell'azienda, senza beni immobili, considerando due ipotesi alternative e differenti:

1. una prima ipotesi, considerando l'azienda in esercizio con la continuità presso l'attuale sede aziendale;
2. una seconda ipotesi, considerando l'azienda in esercizio con la continuità presso altro luogo, tenendo quindi conto di costi di trasferimento dall'attuale sede aziendale.

Il valore dell'azienda, ai fini del presente quesito, è stato stimato, come sopra evidenziato, adottando due metodi di stima:

- metodo reddituale;
- metodo misto.

Si ricorda che in questo caso, l'azienda oggetto di stima è formato unicamente dai beni mobili di cui al contratto di affitto e alla perizia redatta dall'ing. Alessandro Mazzoni. Sono espressamente esclusi i beni immobili.

Si evidenzia che sul punto rileva quanto espresso dallo stesso ing. Alessandro Mazzoni in merito alla classificazione dei beni mobili. In particolare, è importante considerare che i cespiti mobili vanno distinti tra cespiti mobili separabili dagli immobili (€/k 495) e cespiti mobili non separabili dagli immobili in quanto a questi strettamente collegati (€/k 117). Tale divisione rileva sia in sede di quantificazione del reddito normale medio atteso per il futuro sia in sede di quantificazione del valore del capitale netto rettificato, come di seguito meglio illustrato.

Metodo reddituale

Il metodo reddituale adottato si basa sull'attualizzazione di una rendita perpetua pari al reddito medio normale atteso per il futuro conseguibile dall'azienda oggetto di stima.

In simboli:

$$W = \frac{R}{i}$$

dove:

- W valore economico dell'azienda
- R reddito medio normale atteso per il futuro
- i tasso di attualizzazione

Parametro R

La stima del parametro R da utilizzare nella formula precedente richiede due elaborazioni differenti.

La prima elaborazione è volta a stimare quale sia il reddito medio normale atteso per il futuro sulla base dei dati e delle informazioni a disposizione.

La seconda elaborazione è volta a stimare quale sia la parte di reddito medio normale atteso per il futuro stimato in precedenza che possa essere ricondotta all'azienda. Infatti, il reddito medio normale atteso per il futuro stimato in precedenza è riferibile alla società --- omissis --- s.r.l. nella sua interezza, che comprende sia l'azienda sia gli investimenti che la stessa ha effettuato nel corso del tempo.

Come fatto in precedenza, il processo di normalizzazione del reddito medio atteso per il futuro avviene prendendo i valori economici medi risultanti nel piano industriale della società --- omissis --- S.r.l., relativamente agli anni 2023 e 2024, e partendo dall'EBIT ivi rap- presentato.

Nel momento in cui l'azienda fosse venduta senza compendio immobiliare e con prosecuzione dell'attività aziendale presso l'attuale sede (1^ ipotesi), è necessario rettificare la redditività per considerare la cessazione dell'onere dell'affitto di azienda e la sua sostituzione con l'onere collegato alla locazione del compendio immobiliare in questione. Inoltre, in tale ipotesi, i cespiti mobili separabili entrerebbero nella proprietà dell'acquirente e sarebbero assoggettati all'ordinario processo di ammortamento. Tale ammortamento rientrerebbe tra i costi attesi dell'acquirente.

Qualora l'azienda fosse venduta, senza compendio immobiliare, e venisse formulata l'ipotesi di prosecuzione dell'attività aziendale presso un'altra sede (2^ ipotesi), è necessario anche qui rettificare la redditività per considerare la cessazione dell'onere dell'affitto di azienda e la sua sostituzione con l'onere collegato alla locazione di un nuovo immobile da adibire a sede aziendale. Anche in tale ipotesi, inoltre, i cespiti mobili separabili entrerebbero nella proprietà dell'acquirente e sarebbero assoggettati all'ordinario processo di ammortamento. Tale ammortamento rientrerebbe tra i costi attesi dell'acquirente.

In questo scenario, si possono prospettare due alternative. In base alla prima, i costi di trasferimento vengono fatti incidere sull'acquirente che, perciò, sarà disposto a pagare un minor valore. In base alla seconda, invece, i costi suddetti vengono fatti incidere sul cedente che, però, chiederà il valore totale dei cespiti venduti. Nella prima alternativa, è verosimile che i costi di trasferimento siano capitalizzati sul costo di acquisto dei cespiti. Quindi, il costo per l'acquirente sarebbe sempre quello complessivo. Nella seconda alternativa, i costi di trasferimento, per l'azienda cedente, diventano una decurtazione del

valore di realizzo dell'azienda. Si evidenzia che ai fini del calcolo del parametro R, però, le due alternative non producono impatto. L'ammortamento rilevato dall'acquirente ammonterebbe comunque a una quota del valore di cessione complessivo. Pare ragionevole, come sopra, quantificarlo forfettariamente in 1/8 del valore dei cespiti mobili separabili.

La stima del parametro R è illustrata nella tabella che segue:

	1^ ipotesi	2^ ipotesi	
EBIT	397	397	media 2023-2024
affitto di azienda	190	190	media 2023-2024
ammortamenti acquisiti (1^ ipotesi)	-73		
ammortamenti acquisiti (2^ ipotesi)		-73	
affitto di immobile (1^ ipotesi)	-286		
affitto di immobile (2^ ipotesi)		-286	
	228	228	
oneri finanziari	-15	-15	media 2023-2024
imposte sul reddito	-60	-60	
risultato netto	153	153	

Fonte: elaborazione propria - dati in €/k

Il canone di affitto di azienda è pari al valore medio dei canoni di affitto di azienda indicati nel piano industriale della società --- omissis --- s.r.l.

Gli ammortamenti acquisiti sono calcolati come illustrato in precedenza, in fase di stima del parametro R ai fini della valutazione della congruità del canone di affitto, limitatamente ai cespiti mobili separabili (€/k 495), come riportato nella tabella che segue.

	valore di perizia	aliquota ammortamento	ammortamento
Attrezzature	75.670	25,00%	18.918
Macchinari	339.640	12,50%	42.455
Attrezzature elettroniche d'ufficio	15.870	20,00%	3.174
Impianti	29.100	12,50%	3.638
Arredi/Mobilio	22.140	12,00%	2.657
Veicoli	12.900	20,00%	2.580
	495.320		73.421

Fonte: elaborazione propria - dati in €

Il canone di locazione dell'immobile attuale sede o di un'immobile alternativo è stato stimato in €/k 286. Non avendo a disposizione altri parametri desumibili dalle perizie agli atti, pare ragionevole applicare un tasso di rendimento pari al 5,22% - pari a quello cal-

colato in precedenza che risulta coerente con i rendimenti immobiliari medi di tipo artigianale-industriale-logistico che appaiono compresi tra il 4% e il 6% (fonte: Borsino Immobiliare della Logistica; Immobiliare.it; Idealista.it) - al valore del compendio immobiliare (€/k 5.349) incrementato del valore dei cespiti mobili non separabili (€/k 117). Tale valore è ritenuto ragionevolmente applicabile anche come onere-canone di locazione di altro immobile, diverso da quello attualmente condotto.

Gli oneri finanziari sono assunti pari alla media degli oneri finanziari indicati nel piano industriale della società --- omissis --- s.r.l.

Le imposte sul reddito sono state ricalcolate applicando al reddito ante-imposte un'aliquota del 28,00%.

Definito il reddito medio normale atteso per il futuro, come rilevato in precedenza, occorre distinguere la parte riferibile all'azienda dalla parte riferibile al resto dei beni della società --- omissis --- S.r.l. (c.d. *profit split*). A tale fine, si ritiene ragionevole attribuire il reddito suddetto alle due entità sulla base dei valori patrimoniali dei cespiti mobili utilizzati dalla società --- omissis --- S.r.l. alla data del 31.12.2022, ossia considerando quelli riferibili all'azienda oggetto di stima in modo distinto da quelli acquistati autonomamente dalla società --- omissis --- s.r.l. nel corso del tempo. Il valore patrimoniale del primo insieme di cespiti è quello già ricordato in precedenza, stimato dall'ing. Alessandro Mazzoni, pari ad €/k 495. Il valore patrimoniale dell'altro insieme è assunto nei termini del rispettivo valore contabile netto di bilancio al 31.12.2022.

Quest'ultimo valore, tuttavia, non può essere tratto direttamente dai documenti a disposizione. Infatti, il valore contabile netto dell'insieme di cespiti in esame riportato nel piano industriale per l'anno 2022 risente del fatto che, sfruttando la possibilità concessa dalla legge, la società --- omissis --- S.r.l. non ha rilevato ammortamenti negli anni 2021 e 2022. Quindi, per determinare il valore necessario, occorre stimare quelli che avrebbe dovuto essere gli ammortamenti per gli anni 2021 e 2022. Per fare questo, sono state utilizzate sia le informazioni presenti nel piano industriale sia le informazioni presenti nel bilancio di esercizio depositato relativo all'anno 2021, ben considerando che dallo stesso non sono ritraibili informazioni relative a eventuali beni in leasing.

Di seguito si riportano i dati desunti dal bilancio (stralci della nota integrativa).

	Impianti e macchinario	Attrezzature industriali e commerciali	Altre immobilizzazioni materiali	Totale Immobilizzazioni materiali
Valore di inizio esercizio				
Costo	181.041	2.000	2.040	185.081
Ammortamenti (Fondo ammortamento)	7.921	125	102	8.148
Valore di bilancio	173.120	1.875	1.938	176.933
Variazioni nell'esercizio				
Incrementi per acquisizioni	10.114	-	3.750	13.864
Decrementi per alienazioni e dismissioni (del valore di bilancio)	-	-	-	0
Ammortamento dell'esercizio	-	-	-	0
Totale variazioni	10.114	-	3.750	13.864
Valore di fine esercizio				
Costo	191.155	2.000	5.790	198.945
Ammortamenti (Fondo ammortamento)	7.921	125	102	8.148
Valore di bilancio	183.234	1.875	5.688	190.797

	Aliquote applicate (%)
Immobilizzazioni materiali:	
Impianti e macchinario	17,50 - 100,00

	Aliquote applicate (%)
Attrezzature industriali e commerciali	25,00
Altre immobilizzazioni materiali	20,00

Fonte: bilancio di esercizio al 31.12.2021 della società --- omissis --- S.r.l. - dati in €.

Il valore contabile netto delle immobilizzazioni materiali al 31.12.2022 è desumibile dal piano industriale ed è pari a € 252.163. Come rilevato in precedenza, questo valore è al lordo degli ammortamenti degli anni 2021 e 2022.

Considerando che il valore netto contabile degli stessi era pari a € 190.797 al 31.12.2021, la differenza può essere facilmente riconducibile all'acquisto di nuovi cespiti avvenuto nel corso dell'anno 2022, pari a € 61.366. In mancanza di informazioni, questo importo è imputato agli impianti e macchinario, voce marcatamente più rilevante di immobilizzazioni materiali.

Calcolando gli ammortamenti degli anni 2021 e 2022 sulla base delle aliquote dichiarate in nota integrativa (utilizzando l'aliquota dimezzata per i cespiti acquisiti nell'anno), gli ammortamenti non rilevati per gli anni 2021 e 2022 sono quantificati in € 82.478.

Il valore contabile netto delle immobilizzazioni materiali di proprietà della --- omissis --- S.r.l. al 31.12.2022, quindi, ammonta a € 177.833.

impianti e macchinario (aliquota 17,5%)					
	valore	ammortamenti 2020	ammortamenti 2021	ammortamenti 2022	
acquisti 2020	181.041	7.921	31.682	31.682	
acquisti 2021	10.114		885	1.770	
acquisti 2022	61.366			5.370	
		7.921	32.567	38.822	79.310

attrezzature industriali e commerciali (aliquota 25%)					
	valore	ammortamenti 2020	ammortamenti 2021	ammortamenti 2022	
acquisti 2020	2.000	125	500	500	
acquisti 2021					
acquisti 2022					
		125	500	500	1.125

altre immobilizzazioni materiali (aliquota 20%)					
	valore	ammortamenti 2020	ammortamenti 2021	ammortamenti 2022	
acquisti 2020	2.040	102	408	408	
acquisti 2021	3.750		375	750	
acquisti 2022					
		102	783	1.158	2.043

totale immobilizzazioni lorde al 31.12.2022	260.311	
totale ammortamenti al 31.12.2022		82.478
totale immobilizzazioni nette al 31.12.2022	177.833	

Fonte: elaborazione propria - dati in €.

Il valore patrimoniale dei cespiti costituenti l'azienda oggetto di vendita (€ 495.320), quindi, incide per il 73,57% del valore patrimoniale dei cespiti complessivi (€ 495.320 + € 177.833).

Considerato quanto precede, la quota del parametro R riferibile all'azienda oggetto di vendita ammonta ad €/k 113 (73,57% del risultato netto ricalcolato in precedenza di €/k 153).

Parametro i

Seguendo dottrina e prassi di riferimento, il parametro i (tasso di attualizzazione) è il costo del capitale di rischio illustrato e stimato in precedenza. Esso è assunto pari al 15,22%.

Sinesi dei parametri e stima di W

Sulla base di quanto precede, i parametri analizzati e i corrispondenti valori stimati sono sintetizzati nella tabella che segue:

Parametri	1^ ipotesi	2^ ipotesi
R	€/k 113	€/k 113
i	15,22%	15,22%
W	€/k 742	€/k 742

Nel caso della 2^a ipotesi,

- se i costi di trasferimento fossero sopportati dal cedente, il valore di realizzo netto per il cedente sarebbe ridotto dei costi di trasferimento (€/k 99, come da stima dell'ing. Alessandro Mazzoni), quindi sarebbe pari ad €/k 643 (€/k 742 meno €/k 99);
- se i costi di trasferimento fossero sopportati dall'acquirente, il valore di realizzo netto per il cedente sarebbe comunque ridotto dei costi di trasferimento (€/k 99), quindi sarebbe pari ad €/k 643, perché l'acquirente, a causa di tali costi, non sarebbe disposto a riconoscere al cedente l'intero valore economico dell'azienda.

Si ricorda che i PIV evidenziano che un'oscillazione del 10-15%, nei due sensi, del valore puntuale stimato può generalmente essere considerata come fisiologica ed accettabile tenendo conto delle approssimazioni inevitabili nei processi di stima. Andrebbero evitati intervalli eccessivamente ampi in quanto lascerebbero margini di discrezionalità non accettabili in relazione alle decisioni per le quali le stime fungono da supporto.

Pertanto, considerando un intervallo di $\pm 15\%$, rispetto al valore puntuale ottenuto, il valore economico dell'azienda può attestarsi nell'intervallo compreso tra €/k 630 ed €/k 853, nella 1^a ipotesi, ovvero nell'intervallo compreso tra €/k 546 ed €/k 739, nella 2^a ipotesi.

Il metodo misto

Il metodo misto prevede, come esposto, la stima del valore del capitale netto rettificato e di una rettifica reddituale, positiva o negativa.

In simboli:

$$W = K' + (R - i \times K') \times an-i'$$

dove:

- W valore economico dell'azienda
- K' capitale netto rettificato
- R reddito medio normale atteso per il futuro
- i tasso di rendimento "normale"
- n arco temporale di riferimento
- i' tasso di attualizzazione
- an-i' fattore di attualizzazione

Tutti i parametri sono stati già illustrati e stimati in precedenza.

Il parametro K' (capitale netto rettificato) corrisponde al valore di stima dei cespiti mobili separabili e al valore di stima delle rimanenze, determinati dall'ing. Alessandro Mazzoni.

Il parametro R (reddito medio normale atteso per il futuro) corrisponde al valore di stima del reddito medio normale atteso per il futuro determinato in sede di applicazione del metodo reddituale.

Parametri	1^ ipotesi	2^ ipotesi
K'	€/k 506	€/k 506
R	€/k 113	€/k 113
i	15,22%	15,22%
n	5	5
i'	15,22%	15,22%
W	€/k 626	€/k 626

Nel caso della 2^ ipotesi,

- se i costi di trasferimento fossero sopportati dal cedente, il valore di realizzo netto per il cedente sarebbe ridotto dei costi di trasferimento (€/k 99), quindi sarebbe pari ad €/k 527 (€/k 626 meno €/k 99);
- se i costi di trasferimento fossero sopportati dall'acquirente, il valore di realizzo netto per il cedente sarebbe comunque ridotto dei costi di trasferimento (€/k 99), quindi sarebbe pari ad €/k 527, perché l'acquirente, a causa di tali costi, non sarebbe disposto a riconoscere al cedente l'intero valore economico dell'azienda.

Si ricorda che i PIV evidenziano che un'oscillazione del 10-15%, nei due sensi, del valore puntuale stimato può generalmente essere considerata come fisiologica ed accettabile tenendo conto delle approssimazioni inevitabili nei processi di stima. Andrebbero evitati intervalli eccessivamente ampi in quanto lascerebbero margini di discrezionalità non accettabili in relazione alle decisioni per le quali le stime fungono da supporto.

Pertanto, considerando un intervallo di $\pm 15\%$, rispetto al valore puntuale ottenuto, il valore economico dell'azienda può attestarsi nell'intervallo compreso tra €/k 532 ed €/k 719, nella 1^ ipotesi, ovvero nell'intervallo compreso tra €/k 448 ed €/k 606, nella 2^ ipotesi.

Sintesi delle valutazioni

Di seguito, si riporta un quadro di sintesi delle valutazioni sviluppate.

W	1^ ipotesi	2^ ipotesi
metodo reddituale		
valore puntuale	€/k 742	€/k 643
range	€/k 630-853	€/k 546-739
metodo misto		
valore puntuale	€/k 626	€/k 527
range	€/k 532-719	€/k 448-606

Con riferimento alla 1^ ipotesi, il range di valori ragionevoli è compreso tra €/k 532 (valore minimo del range definito con il metodo misto) ed €/k 853 (valore massimo definito con il metodo reddituale). Volendo indicare un valore puntuale, appare ragionevole collocarsi su un valore medio di tale range, che rappresenti l'intersezione tra i valori stimati con il metodo reddituale e con il metodo misto. Su tale base, **il valore di mercato dell'azienda appare stimabile in un intorno di €/k 692** (media dei valori suddetti), ben considerando il margine di oscillazione del $\pm 15\%$ previsto dai PIV.

Con riferimento alla 2^ ipotesi, il range di valori ragionevoli è compreso tra €/k 448 (valore minimo del range definito con il metodo misto) ed €/k 739 (valore massimo definito con il metodo reddituale). Volendo indicare un valore puntuale, appare ragionevole collocarsi su un valore medio di tale range, che rappresenti l'intersezione tra i valori stimati con il metodo reddituale e con il metodo misto. Su tale base, **il valore di mercato dell'azienda appare stimabile in un intorno di €/k 593** (media dei valori suddetti), ben considerando il margine di oscillazione del $\pm 15\%$ previsto dai PIV.

17. CONCLUSIONI

La presente relazione aveva come finalità quella di rispondere ai quesiti che seguono:

- a) formulare un giudizio di congruità dell'attuale canone di affitto d'azienda applicando il criterio della continuità e considerando incluso nel canone anche il valore della porzione degli immobili rientranti nel perimetro aziendale.
- b) stimare il valore dell'azienda prevista in vendita secondo due ipotesi:
 - una prima, considerando l'azienda in esercizio con la continuità presso l'attuale sede aziendale;
 - una seconda, considerando l'azienda in esercizio con la continuità presso altro luogo, tenendo quindi conto di costi di spostamento dalla attuale sede.

Relativamente al primo quesito, dalle analisi sviluppate è stato identificato un range di valori di affitto di azienda congrui compreso tra €/k 165 ed €/k 223. Considerato che il canone di affitto medio previsto per il periodo 2022-2024 ricade all'interno di detto range, si giudica il canone di affitto in essere come congruo.

Relativamente al secondo quesito, il valore di mercato attribuibile all'azienda in caso di cessione e in ipotesi di continuità presso l'attuale sede aziendale è stimato in un intorno di €/k 692, ben considerando il margine di oscillazione del $\pm 15\%$ previsto dai PIV. Diversamente, il valore di mercato attribuibile all'azienda in caso di cessione e in ipotesi di continuità presso altro luogo è stimato in un intorno di €/k 593, ben considerando il margine di oscillazione del $\pm 15\%$ previsto dai PIV.

Onde consentire un'adeguata interpretazione dei valori riferiti all'azienda oggetto di stima e precedentemente analizzato, si formulano di seguito dei richiami di informativa:

- i dati prospettici sono stati desunti prendendo a riferimento i dati prodotti dall'attuale affittuario --- omissis --- s.r.l. ipotizzando che questo rappresenti un affittuario tipo, in grado di garantire il miglior uso possibile (*highest and best use*) del complesso aziendale oggetto di stima;
- relativamente al giudizio di congruità del canone di affitto, lo stesso è stato formulato avuta considerazione non al canone nominale inizialmente pattuito ma a quello medio rivalutato valido per i periodi 2022-2024 come risultante dal piano aziendale prodotto da --- omissis --- s.r.l.;
- relativamente alla stima dei valori di cessione, gli importi indicati nella presente relazione sono da considerare come "valori" e non come "prezzi". Inoltre, i valori sono stati stimati prescindendo da qualsiasi urgenza di realizzo nel breve-medio termine che porterebbe alla stima di valori di smobilizzo invece che dei valori di mercato sopra indicati;
- tutti i valori esposti riflettono presupposti, particolarità e limiti sopra indicati.

Il sottoscritto dichiara di aver eseguito le valutazioni sopra esposte secondo scienza e coscienza, nel rispetto dell'incarico ricevuto.

La presente relazione peritale occupa 42 facciate per intero e fin qui della presente quarantatreesima.

In fede.

Grottammare, lì 29.08.2023

Dott. Andrea Di Cesare