



STUDIO ZITO

DOTTORI COMMERCIALISTI
REVISORI LEGALI

Relazione di stima della Società “

Fabio Zito
Valentina Vianello
Dottori Commercialisti
Revisori Legali

Via Mestrina n. 6/C
30173 Mestre Venezia
Tel. 041 971123 Fax 041 5053190
info@studiozito.net www.studiozito.net

INDICE

PARTE I – INTRODUZIONE.....	3
1. Oggetto dell’incarico	3
2. L’incarico ricevuto.....	4
2.1 <i>Oggetto dell’incarico e quadro normativo.</i>	4
2.2 <i>Profilo professionale.</i>	4
2.3 <i>Indipendenza del perito valutatore</i>	5
2.4 <i>Caratteristiche della Società e del mercato di riferimento</i>	5
2.5 <i>La documentazione analizzata</i>	6
3. I criteri ed i metodi di valutazione individuati dalla dottrina aziendalistica.	6
4. Il criterio metodologico prescelto nella presente perizia.	10
PARTE II – IL METODO MISTO	15
5. Il valore del patrimonio netto rettificato.	15
5.1) <i>Immobilizzazioni Immateriali</i>	16
5.2) <i>Immobilizzazioni Materiali</i>	18
5.3) <i>Immobilizzazioni finanziarie</i>	18
5.4) <i>Rimanenze</i>	19
5.5) <i>Crediti</i>	19
5.6) <i>Disponibilità liquide</i>	19
5.7) <i>Fondo trattamento di fine rapporto</i>	20
5.8) <i>Altri fondi</i>	20
5.9) <i>Debiti</i>	20
6. Il valore del reddito medio atteso.....	22
7. Il valore del tasso.	24
8. Il valore dell’avviamento.	27
9. la determinazione del congruo canone di affitto d’azienda della società < [REDACTED] > [REDACTED]	28
PARTE III - CONCLUSIONI.....	29
10. La composizione del valore economico della società < [REDACTED] >	

PARTE I – INTRODUZIONE

1. Oggetto dell'incarico

Il sottoscritto dott. Fabio Zito, Dottore Commercialista, con studio in Venezia-Mestre (VE), Via Mestrina n. 6, iscritto all'ordine dei dottori commercialisti di Venezia al n. 879

Premesso

- che la Società “ [REDACTED] con sede in [REDACTED] [REDACTED], Codice Fiscale, Partita iva e iscrizione al Registro Imprese di Venezia e Rovigo n. [REDACTED] con sentenza n. [REDACTED] del [REDACTED] veniva dichiarata fallita dal Tribunale di Venezia e nominata la dott.ssa Giorgia Toffanello Curatore;
- il G.D., dott.ssa Sara Pittinari, il 4 giugno 2023 ha approvato il programma di liquidazione che prevede tra l'altro la vendita del ramo aziendale ad oggi in affitto alla società “ [REDACTED] ”;
- che, precedentemente, con atto datato [REDACTED] e registrato a Venezia il [REDACTED] [REDACTED], la società in liquidazione giudiziale sottoscriveva contratto di affitto del ramo aziendale consistente nel complesso di beni organizzati per l'esercizio dell'attività di tipografia, litografia e serigrafia, corrente in [REDACTED], munita di tutte le autorizzazioni necessarie allo svolgimento dell'attività alla società “ [REDACTED] ” [REDACTED];
- il 15 settembre 2023, la dott.ssa Toffanello, autorizzata dal G.L. ha nominato il sottoscritto stimatore indipendente del ramo d'azienda predetto;

- si rende, quindi, necessaria la redazione di una perizia di stima, al fine di stimare il valore reale del ramo d'azienda di cui sopra;

2. L'incarico ricevuto

2.1 Oggetto dell'incarico e quadro normativo.

Gli elementi assunti a riferimento per la redazione della relazione peritale sono costituiti dal bilancio di esercizio redatto alla data del 31 dicembre 2022 della società.

Si è, quindi, presa visione della situazione contabile al 31/12/2022, precisando di aver eseguito la valutazione dei beni sociali come da perizia di stima redatta dal perito Massimo Selvatico in data 12 giugno 2023, dopo aver compiuto i rilievi, assunte le informazioni ritenute opportune e dopo aver inoltre eseguito il controllo dei dati contabili e la verifica della presenza e sussistenza fisica dei beni per la compilazione della situazione patrimoniale alla data medesima. Sono state quindi eseguite, a campione, adeguate verifiche aventi per oggetto la documentazione amministrativo/contabile e l'effettiva esistenza e consistenza dei beni dell'impresa. In ultima analisi, sono state considerate anche le informazioni di carattere generale assunte con riferimento ai servizi e ai mercati nell'ambito dei quali la società opera.

*

2.2 Profilo professionale

Lo scrivente è iscritto:

- 1) alla sezione A dell'Albo dei dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Venezia al n. 879;
- 2) al registro al registro dei revisori contabili al n. 130030 G.U. n. 52 – IV serie speciale del 4 luglio 2003;

In particolare il perito ha proceduto, tra gli altri, alla determinazione del valore economico di:

- a) aziende di costruzione immobiliare e gestione di immobili ad uso commerciale;
- b) aziende di ristorazione e somministrazione di cibi e bevande;
- c) aziende esercenti attività di segheria e commercio al minuto ed all'ingrosso di legname;
- d) società aventi attività di agenzia turistica e di viaggi, organizzazione di congressi;
- e) società aventi a oggetto l'attività di installazione di impianti idraulici di riscaldamento e di condizionamento dell'aria.
- f) aziende aventi ad oggetto il commercio al dettaglio ed all'ingrosso di articoli alimentari in genere, prodotti e/o confezionati direttamente o tramite soggetti terzi; - la consulenza commerciale e di marketing relativa alla commercializzazione di articoli alimentari in genere”

*

2.3 Indipendenza del perito valutatore

Il sottoscritto perito dichiara di essere indipendente dalla società e di non aver alcun interesse diretto od indiretto in eventuali operazioni riguardanti la rivalutazione delle quote.

*

2.4 Caratteristiche della Società e del mercato di riferimento

La Società [REDACTED] con sede legale in [REDACTED] venne costituita il [REDACTED] con numero iscrizione alla CCIAA di Venezia e Rovigo ([REDACTED] REA numero [REDACTED] Il capitale sociale di euro [REDACTED] (cinquemilacentosessantaquattroeuro/57) è attualmente sottoscritto e interamente versato come segue (**visura storica - doc 1**):

Socio	Capitale versato	Quota %
██████████	EURO 2.582,29	50%
██████████████████	EURO 2.582,28	50%
TOTALE	EURO 5.164,57	100,00%

La società ha svolto l'attività di tipolitografia fino al 2 novembre 2022, data dalla quale è, poi, seguito l'affitto di ramo d'azienda"

*

2.5 La documentazione analizzata

Ai fini della presente perizia è stata presa in esame la seguente documentazione:

- visura storica della CCIAA di Venezia e Rovigo al 26/8/2020;
- modelli Unico SC e IRAP relativi ai periodi d'imposta 2019-2020-2021-2022;
- bilanci d'esercizio al 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 e 31.12.2022;
- inventario magazzino;
- perizia di stima del perito ing. Massimo Selvatico;
- contratto di affitto di ramo d'azienda del 2 novembre 2022.

* *

3. I criteri ed i metodi di valutazione individuati dalla dottrina aziendalistica.

Secondo i Principi Italiani di Valutazione ("PIV") emanati nel 2015 dal "Organismo Italiano di Valutazione" ("OIV"), "a prescindere dall'unità di valutazione, la stima di valore di una attività (dell'intero patrimonio, di una interessenza, o di un singolo titolo) può essere effettuata o per via diretta, scontando i flussi di risultato di pertinenza (degli azionisti, del detentore della specifica interessenza, del singolo titolo azionario) – c.d. approccio *equity*

side – oppure per via indiretta, muovendo dal valore dell'attivo (ottenuto scontando i flussi di risultato *unlevered*) per giungere al valore dell'*equity* – c.d. approccio *asset side*”.

Sempre facendo riferimento ai PIV, esistono cinque configurazioni di valore di riferimento comuni a tutte le attività (principio I.6.2):

- a) Valore di mercato;
- b) Valore d'investimento;
- c) Valore negoziale equitativo;
- d) Valore Convenzionale (tipicamente, valore a fini di bilancio);
- e) Valore di smobilizzo.

Il “valore di mercato”, secondo il PIV I.6.3, di un'attività reale o finanziaria «è il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi e comprare o a vendere)».

Il “valore d'investimento” secondo il PIV I.6.4 «esprime i benefici offerti da una attività reale o finanziaria (o di una entità aziendale) al soggetto che la detiene, o che potrà detenerla in futuro, con finalità operative o a puro scopo d'investimento».

Il “valore negoziale equitativo” secondo il PIV I.6.5, di un'attività reale o finanziaria «esprime il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata alla data di riferimento tra due o più specifici soggetti identificati, correttamente informati e concretamente interessati, bilanciando in modo equo i rispettivi interessi».

Il “valore convenzionale”, secondo il PIV I.6.6, «discende dall'applicazione dei criteri specifici (particolari) che sono stati fissati per la sua determinazione dalla legge, e/o da regolamenti, e/o da principi contabili, o da contratti. La correttezza di tale valore discende esclusivamente dalla puntuale applicazione dei criteri medesimi».

Infine, il “valore di smobilizzo” secondo il PIV I.6.7 «è un prezzo fattibile in condizioni non ordinarie di chiusura del ciclo d’investimento. Il valore cauzionale è un particolare valore definito ex ante. Il valore di liquidazione (ordinaria o forzata) è un particolare valore di smobilizzo».

Nel caso di valutazioni di aziende, secondo il PIV I.6.8, si può fare riferimento ad una ulteriore configurazione di valore rappresentata dal valore intrinseco (o fondamentale).

Il “valore intrinseco, o fondamentale” «esprime l’apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall’attività medesima e dei relativi rischi».

Si è ritenuto di adottare per la presente perizia la configurazione di valore “intrinseco” in quanto secondo il PIV IV.5.2 «Nel caso di conferimento di aziende o rami di azienda il valore di conferimento è normalmente rappresentato dal minore fra il valore intrinseco ed il valore normale di mercato dei beni conferiti» essendo il valore di mercato dei beni conferiti non disponibile né agilmente determinabile e riflettendo lo «il massimo e migliore uso dell’attività».¹

Per quanto concerne i metodi di valutazione, l’individuazione del valore di una Società richiede l’adozione di un metodo che tenga conto delle caratteristiche aziendali e del settore in cui essa opera. Del resto, ed è noto, non esiste un metodo di valutazione unico, unanimemente riconosciuto come corretto con riferimento a tutte le tipologie di Società.

Inoltre, è utile ricordare che, sebbene non esista un’indicazione legislativa in ordine all’individuazione dei metodi cui attenersi nei procedimenti di valutazione d’azienda, è sempre necessario esplicitare le metodologie seguite, proprio perché esse possono avere un

¹ Così il commento al P.I.V. I.6.3 il quale precisa che «il massimo e miglior uso può essere l’uso corrente dell’attività o un uso alternativo. Ciò in quanto i partecipanti al mercato considererebbero il massimo e migliore uso dell’attività a prescindere dalle attuali condizioni d’uso dell’attività stessa».

diverso grado di attendibilità in relazione alle situazioni in cui trovano concreta applicazione.

I principali metodi elaborati dalla dottrina economico-aziendale sono i seguenti:

- a) Il metodo patrimoniale semplice o analitico patrimoniale focalizza il valore assunto dal capitale economico sulla base della valutazione, effettuata secondo prezzi di mercato ed in ipotesi di continuità di gestione, di tutte le attività materiali ed immateriali (nei casi in cui esse possano essere determinate singolarmente) debitamente diminuite di tutte le passività. Sulla valutazione operata con tale metodo, dunque, non incide la dinamica reddituale futura della Società valutata.
- b) Il metodo reddituale (o sintetico reddituale) individua l'elemento centrale della valutazione nella capacità dell'azienda di produrre reddito. Il valore dell'azienda viene stimato mediante la capitalizzazione del reddito medio normale atteso ad un idoneo tasso. Con il metodo in argomento, pertanto, il valore di un'azienda non viene determinato direttamente, bensì indirettamente, vale a dire sulla base dei flussi prospettici di reddito.
- c) Il metodo misto patrimoniale-reddituale considera la dimensione e la struttura del patrimonio dell'azienda e la redditività media attesa; come si evince dal suo nome esso combina le principali caratteristiche dei metodi patrimoniale e reddituale.
- d) Il metodo finanziario si basa sul valore attuale dei futuri flussi monetari attesi dalla gestione aziendale. La valutazione d'azienda viene perciò assimilata alla valutazione di un investimento finanziario a medio lungo termine.
- e) I metodi empirici (metodi dei moltiplicatori o delle Società comparabili) si basano su grandezze che mutano di caso in caso (appunto grandezze empiriche) e che per l'industria possono essere individuate nel fatturato o nel numero di unità produttive, per le banche nella raccolta o nel numero degli sportelli e così via.

f) Il metodo del *Market Value Added* poggia sul concetto di *economic value added* (EVA) cioè sulla capacità dell'impresa oggetto di valutazione di creare valore dopo aver remunerato i fattori produttivi in misura adeguata.

Questo, dunque, è il quadro dei principali metodi di valutazione impiegati nella prassi aziendalistica.

* * *

4. Il criterio metodologico prescelto nella presente perizia.

La metodologia utilizzata, ai fini della presente stima, è tra quelle che la dottrina aziendalistica e prassi professionale hanno ritenuto maggiormente idonee ad esprimere l'effettivo valore di un'azienda.

Nella scelta del metodo valutativo non si può prescindere dalla tipologia di attività svolta dall'azienda e dalla prevalenza degli aspetti patrimoniali, reddituali e di rischio di impresa. Sicché, in aziende in cui l'aspetto patrimoniale è preponderante ed il rischio d'impresa è estremamente contenuto – si pensi ad esempio, alle imprese che esercitano attività di gestione immobiliare – il metodo patrimoniale puro è sicuramente significativo ed attendibile. Al contrario, per altre aziende, ad esempio, in cui l'investimento patrimoniale richiesto è ugualmente rilevante, ma altrettanto importante è la componente di rischio imprenditoriale, più adeguati appaiono il metodo misto e quello reddituale.

Atteso che l'obiettivo primario della presente relazione è quello di valutare il valore del ramo d'azienda oggi in affitto, ne consegue che i criteri di valutazione del compendio aziendale dovranno essere il più possibile oggettivi e ancorati alle risultanze contabili della Società.

Sulla scorta di tali considerazioni, si è ritenuto privilegiare nella presente relazione, le metodologie di valutazione “analitico-patrimoniali”, svincolate, nei limiti del possibile, da

qualsiasi valutazione puramente discrezionale ovvero basata su elementi aleatori e di difficile riscontro oggettivo.

Nella prassi aziendale nel caso di valutazione di imprese in crisi, ed in particolare nelle imprese in dissesto l'unico approccio metodologico praticabile, in ottica liquidatoria, è il metodo patrimoniale.² Il metodo patrimoniale fornisce, tuttavia, «la misura minima del valore dell'impresa. La stima del valore di liquidazione muove dall'assunto che l'impresa cessi di operare e successivamente proceda alla vendita al meglio delle attività, al realizzo dei crediti e al soddisfacimento delle passività. Il valore di liquidazione dell'impresa corrisponde a ciò che residua una volta concluso il processo descritto...»³

Nel caso di specie, purtroppo, la società ha stipulato un contratto di affitto di ramo d'azienda, per cui una valutazione che tenga conto del solo aspetto di liquidazione non appare idonea a rappresentare il rendimento del compendio aziendale.

Appare più corretto quindi fare ricorso al metodo misto patrimoniale-reddituale quale metodo di riferimento. Tale metodo ha inoltre il pregio di parametrare il canone di affitto aziendale al rendimento atteso del capitale in aziende del medesimo settore della società, contribuendo in tal modo ad evidenziare la congruità dello stesso in relazione al rendimento atteso del capitale.

Infatti in applicazione del metodo misto "patrimoniale – reddituale", la valorizzazione del patrimonio aziendale scaturisce dalla somma tra il capitale netto rettificato e il canone di affitto del ramo d'azienda atteso per gli esercizi futuri e per la durata residua del contratto (5 anni).

Il metodo adottato si compendia, dunque, nella seguente formula:

$$W = K + G$$

Dove:

² Daniele Balducci "Valutazioni nelle aziende in crisi" 2021 AEDI EDIZIONI pag 517

³ M. Massari/M. Villani/L. Zanetti "Valutazione" 2022 EGEA pag. 408

W = rappresenta il valore attribuito al patrimonio sociale della società oggetto dell'analisi;

K = è il capitale netto rettificato;

G = rappresenta il Goodwill coincidente con il valore attualizzato dei canoni d'affitto del ramo d'azienda, a sua volta determinato con la formula che si illustrerà al paragrafo 7 della presente perizia.

Di contro, con l'adozione degli altri metodi di valutazione non si potrebbe esprimere una valutazione utile, ragionevole ed attendibile del valore del complesso aziendale in questione.

Quanto al metodo patrimoniale semplice, va da sé che, omettendo di stimare il valore del canone di affitto del ramo d'azienda, si tralascerebbe un elemento che è centrale ai fini del presente lavoro.

Quanto al metodo reddituale puro questo misura il valore dell'azienda in base alle capacità di generare reddito, attraverso l'attualizzazione dei risultati economici attesi. Tale metodo di valutazione si presta alle aziende attive e non in liquidazione giudiziale come nella fattispecie, oltre al fatto dell'assenza di informazioni dettagliate e sistematiche in ordine ai redditi storicamente generati dall'azienda, in quanto non offre sufficienti garanzie in ordine all'individuazione di quello che può rappresentare il «valore» della stessa.

Quanto al metodo finanziario, non si ritiene di essere in possesso di elementi sufficienti per poter stimare con certezza i flussi di cassa generabili dalla gestione societaria.

Quanto ai metodi empirici, essi non possono essere applicati al caso di specie poiché non si dispone di dati riguardanti transazioni aventi ad oggetto società similari.

Da ultimo il metodo EVA appare eccessivamente complesso per portare, in assenza di informazioni sufficienti, ad un dato ragionevolmente attendibile.

Stante quanto precede, il sottoscritto potrebbe determinare il valore del ramo d'azienda in base ai dati di bilancio della "Beta" e quindi, per esempio, calcolando il flusso reddituale dei tre anni precedenti e dopo averli normalizzati e previa identificazione del

tasso di attualizzazione, adottare un metodo reddituale per determinarne il valore dello specifico ramo d'azienda.

Invero tale approccio, non si ritiene esattamente rispondente al caso di specie, in quanto potrebbe discostarsi molto dal valore reale che il ramo d'azienda dovrebbe esprimere per i seguenti motivi:

1. determinare il valore di un siffatto ramo d'azienda basandosi esclusivamente su un contratto d'affitto di anno in anno rinnovabile è logicamente rischioso. Va considerato che l'alea si sviluppa sulla sua imprevedibilità che attiene ai valori gestionali ed al comportamento soggettivo dell'affittuario. A questo punto, sarà anche opportuno attribuire una valutazione che tenga conto di un reddito medio ponderato sviluppato da due probabili risultati reddituali provenienti da due tipi di gestione diversamente proficue della stessa azienda che assorbirebbero nello specifico la volatilità dei risultati conseguibili dalla gestione contribuendo a dare affidabilità alla sua valutazione, ma ciò non è possibile in quanto l'affitto del ramo d'azienda è iniziato a novembre 2022;
2. La seconda opzione attiene alla riflessione spontanea indotta dalla motivazione precedentemente esposta e cioè che il ramo d'azienda non possa avere un valore diverso, per le situazioni descritte, pertanto risulterebbe più affidabile utilizzare il valore del canone annuo pattuito;
3. La terza opzione è la conseguente evoluzione del ragionamento fin qui espresso: Il valore del ramo d'azienda è collegato e basato su quanto produce tale ramo d'azienda. E questo non è fornito dai valori di bilancio dei conduttori, bensì dalla proficuità che il canone annuo pagato dall'affittuario produrrà *ratione temporis*.

A questo punto, una volta esaminate le opzioni suddette emerge che il metodo di valutazione d'azienda che porterebbe ad assimilare il valore del ramo d'azienda ad una entità economica

più prossima a quella che il mercato condivide, sarà quello di valutare, il suddetto ramo d'azienda, adottando un “metodo misto” con il quale tenere conto sia della dotazione patrimoniale del ramo d'azienda (ovviamente al valore di stima del perito ing. Selvatico) sia della capacità reddituale che lo stesso ramo consegue tramite il canone annuo (ovviamente depurando lo stesso dalle imposte che gravano annualmente e tenendo conto della variabile ISTAT qualora il contratto di locazione del ramo d'azienda ne menzioni l'esistenza).

In tal modo si determinerebbe un valore del ramo d'azienda prossimo a quello reale di mercato perché esso tiene conto di quanto produce realmente il ramo d'azienda e non di quanto produce un'azienda che prende in affitto il ramo d'azienda affidandosi a tutte le variabili del caso.

Inoltre, v'è da dire che il tasso di attualizzazione adottato per determinare questo valore si basa su di un parametro di rischio medio/alto, in quanto il contratto non è tutelato da una fidejussione che copre l'eventuale mancato pagamento del canone d'affitto.

La metodologia adottata, rappresenta una derivazione di un approccio logico – sistematico che attenga ad una valutazione della fattispecie in esame il cui esito operativo risulterà sicuramente scevro da problematiche di valutazioni intrinseche della gestione che sono insite nei dati forniti da bilanci di esercizio notoriamente più affidabili (anche se complesse). Questo si fa preferire a quelle scelte strategiche soggettive influenzabili dalle aspettative dell'affittuario.

Infine, ma non meno importante, nell'ottica di un eventuale acquirente del ramo d'azienda, la sua valutazione potrà considerare quanto tale investimento renderebbe in termini di affitto d'azienda e di quanto, in alternativa, lui potrebbe incrementare questo reddito con una sua diretta gestione operativa.

* * *

PARTE II – IL METODO MISTO

5. Il valore del patrimonio netto rettificato.

Nell'ipotesi in cui l'azienda da valutare sia in attività, si inizierebbe la valutazione dalla determinazione del valore di K, cioè del patrimonio netto rettificato a valori correnti, alla data del 31 dicembre 2022.

Nel caso di specie, la società fallita risulta inattiva ed il ramo d'azienda da valutare è oggetto di contratto di affitto di ramo d'azienda stipulato in data 2 novembre 2022 avente durata 6 anni con rinnovo di ulteriori 6 anni, al canone annuo di 6.000,00 euro.

I beni oggetto del contratto di locazione di cui sopra sono stati valutati dal perito ing. Massimo Selvatico, i cui valori sono stati presi a riferimento dal sottoscritto.

E' stata verificata la consistenza delle poste attive e passive, riesprimendole, se del caso, a valori correnti. Pertanto, tutti i saldi delle partite contabili e le entità dei beni fisici sono riferiti a tale data. Viene di seguito riportata, per procedere poi nell'analisi, la situazione patrimoniale sulla quale è stata svolta la revisione secondo le metodologie sopra descritte.

Ora, i valori contabili esposti nella situazione patrimoniale contabile della Società sono i seguenti:

Situazione patrimoniale al 31/12/2022

Procediamo all'analisi di dettaglio delle singole voci patrimoniali.

ATTIVITA'	
<i>bilancio 31/12/22</i>	
Immobilizzazioni immateriali	
costi di ricerca, di sviluppo e di pubblicità	26.550
diritti di brevetto industriale e di utilizzaz. delle opere d'i	7.601
altre	280
<i>totale immobilizzazioni immateriali</i>	<i>34.431</i>
Immobilizzazioni materiali	
impianti e macchinari	547.391
attrezzature industriali e commerciali	25.397
altri beni	42.207
<i>totale immobilizzazioni materiali</i>	<i>614.995</i>

Immobilizzazioni finanziarie		
altri titoli		1.960
totale immobilizzazioni finanziarie		1.960
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI		651.386
Rimanenze		
materie prime, sussidiarie e di consumo		17.018
Crediti		
verso clienti		184.350
altri crediti		427.882
totale crediti		612.232
Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni		
Partecipazioni in altre imprese		3.665
totale attività non costituenti immob.		3.665
Disponibilità liquide		
depositi bancari e postali		19.589
denaro e valori in cassa		3.361
totale disponibilità liquide		22.950
TOTALE ATTIVITA'	(A)	1.307.251

PASSIVITA'		
<i>bilancio 31/12/22</i>		
Altri		429
totale rischi e oneri		429
Trattamento fine rapporto di lavoro		
Fondo T.F.R.		2.791
totale fondo T.F.R.		2.791
Debiti		
debiti verso banche		42.260
debiti verso fornitori		203.624
debiti tributari		824.949
altri debiti		663.490
totale debiti		1.734.323
TOTALE PASSIVITA'	(B)	1.737.543
TOTALE PASSIVO		1.737.543
PATRIMONIO NETTO	(A) - (B)	- 430.292

*

ATTIVITA'

5.1) Immobilizzazioni Immateriali

Le immobilizzazioni immateriali sono iscritte nella situazione contabile al 31/12/2012 per classi omogenee ed indicate per un importo complessivo di Euro 34.431, al

netto degli ammortamenti effettuati nei vari esercizi.

I valori attribuiti alle singole categorie di beni vengono individuati come di seguito esposto.

Le immobilizzazioni comprendono, nello specifico:

- *costi di impianto e di ampliamento*, ammortizzate secondo un piano di ammortamento che applica un'aliquota di ammortamento del 20% annuo;
- *costi di ricerca, sviluppo e pubblicità* essenziali per lo svolgimento dell'attività sociale e ammortizzate secondo un piano di ammortamento che applica un'aliquota di ammortamento del 20% annuo;
- *diritti di brevetto e utilizzazione delle opere di ingegno*, tale voce risale all'anno 2007, sia i soci che il consulente fiscale, interpellati non hanno saputo dare alcuna informazione in merito, tale voce è stata ammortizzata secondo un piano di ammortamento che applica un'aliquota di ammortamento del 10% annuo;
- *altre spese pluriennali*, relative per lo più ad oneri finanziari capitalizzati per l'acquisizione dell'immobile destinato all'esercizio dell'attività, ammortizzate secondo un piano di ammortamento che applica un'aliquota di ammortamento del 20% annuo.

Secondo il principio contabile OIC n. 24 ed internazionali IFRS n. 38, costituiscono beni immateriali o "intangibles" individualmente identificabili quei beni caratterizzati dalla separabilità⁴ dagli altri asset aziendali e/o derivanti da diritti contrattuali o legali (si pensi ad esempio ai marchi e brevetti) e dai quali sono attesi benefici economici futuri⁵; gli altri intangibles costituiscono quindi spese sostenute dall'azienda aventi utilità pluriennale (si

⁴ Un bene è separabile se può essere separato o scorporato dalla società e pertanto può essere venduto, trasferito, dato in licenza o in affitto, scambiato.

⁵ Secondo l'OIC n. 24 «*I beni immateriali sono rilevati in bilancio... se la società il potere di usufruire dei benefici economici futuri derivanti dal bene stesso e può limitare l'accesso da parte di terzi a tali benefici...*»

pensi alle spese di costituzione o di formazione del personale per l'avvio dell'attività).

Pertanto non esistendo un valore di realizzo per le spese di costituzione, per le licenze, per le altre spese pluriennali, il sottoscritto perito pertanto propone ai fini della presente perizia un valore pari a **zero**.

*

5.2) Immobilizzazioni Materiali

Le immobilizzazioni materiali iscritte nella situazione contabile al 31/12/2022 si riferiscono ai cespiti rappresentati dalle seguenti categorie omogenee:

- Impianti e macchinari;
- Attrezzature industriali e commerciali;
- Altri beni;

Le suddette immobilizzazioni sono state valutate dall'ing. Massimo Selvatico, in ottica di liquidazione 40.239,00 euro e in ottica di funzionamento 70.988,00 euro.

Il sottoscritto perito, tenuto conto che i beni suddetti sono oggetto dell'affitto del ramo d'azienda e verificata la perizia di stima dell'ing. Selvatico, ritenendola congrua, valutata i singoli beni in ottica di funzionamento **70.988,00 euro**.

*

5.3) Immobilizzazioni finanziarie

Le immobilizzazioni finanziarie riguardano n. 100 azioni di Banca di Cividale Spa, che non sono state oggetto dell'affitto del ramo d'azienda, ma sono rimaste in capo alla procedura di liquidazione giudiziale.

Descrizione	Saldo al 31/12/2022	Rettifiche	Saldo di valutazione
Altri titoli d'investimento	1.960	-1.960	0
Totale	1.960	-1.960	0

Il sottoscritto perito ritiene che il valore iscritto in bilancio degli altri titoli iscritti tra le immobilizzazioni finanziari abbia un valore pari a **zero**.

*

5.4) Rimanenze

Descrizione	Saldo al 31/12/2022	Rettifiche	Saldo di valutazione
Rimanenze	17.018	-6.015	11.003
Totale	17.018	-6.015	11.003

Le rimanenze sono state valutate come da inventario fisico al 15 novembre 2022, pari a **11.003** euro.

*

5.5) Crediti

I crediti iscritti a bilancio sono costituiti da crediti verso clienti e altri crediti:

Descrizione	Saldo al 31/12/2019	Rettifiche	Saldo di valutazione
Crediti verso clienti	184.350	-184.350	0
Altri crediti	427.882	-427.882	0
Totale	612.232	-612.232	0

Per quanto concerne i crediti nel prospetto su esposto, la società essendo in liquidazione giudiziale e non essendo tale posta oggetto del contratto di affitto di ramo d'azienda il valore è pari a **zero**.

*

5.6) Disponibilità liquide

Descrizione	Saldo al 31/12/2019	Rettifiche	Saldo di valutazione
Depositi bancari	19.589	-19.589	0

Denaro e valori in cassa	3.361	-3361	0
Totale	22.950	-22.950	0

Per quanto concerne le disponibilità liquide nel prospetto su esposto, la società essendo in liquidazione giudiziale e non essendo tale posta oggetto del contratto di affitto di ramo d'azienda, il valore è pari a **zero**.

* * *

PASSIVITA'

5.7) Fondo trattamento di fine rapporto

Descrizione	Saldo al 31/12/2019	Rettifiche	Saldo di valutazione
Fondo T.F.R. dipendenti	2.791	-2.791	0
Totale	2.791	-2.791	0

Il fondo TFR costituisce il debito della società nei confronti del personale dipendente, la società essendo in liquidazione giudiziale e non essendo tale posta oggetto del contratto di affitto di ramo d'azienda, il valore è pari a **zero**.

*

5.8) Altri fondi

Descrizione	Saldo al 31/12/2019	Rettifiche	Saldo di valutazione
Fondo T.F.R. dipendenti	429	-429	0
	429	-429	0

Per quanto riguarda gli altri fondi, essendo la società in liquidazione giudiziale e non essendo tale posta oggetto del contratto di affitto di ramo d'azienda, il valore è pari a **zero**.

*

5.9) Debiti

Descrizione	Saldo al 31/12/2019	Rettifiche	Saldo di valutazione
-------------	---------------------	------------	----------------------

Debiti vs istituti di credito oltre eserc.	42.260	-42.260	0
Debiti verso fornitori	203.624	-203.624	0
Debiti tributari	824.949	-824.949	0
Altri debiti	663.490	-663.490	0
Totale	1.734.323	-1.734.323	0

Per quanto riguarda i debiti, essendo la società in liquidazione giudiziale e non essendo tale posta oggetto del contratto di affitto di ramo d'azienda, il valore è pari a **zero**.

*

Patrimonio netto rettificato al 31/12/2022

ATTIVITA'			
	<i>bilancio 31/12/22</i>	<i>rettifiche</i>	<i>valori correnti</i>
Immobilizzazioni immateriali			
costi di ricerca, di sviluppo e di pubblicità	26.550	- 26.550	-
diritti di brevetto industriale e di utilizzaz. delle opere	7.601	- 7.601	-
altre	280	- 280	-
totale immobilizzazioni immateriali	34.431	- 34.431	-
Immobilizzazioni materiali			
impianti e macchinari	547.391	- 490.703	56.688
attrezzature industriali e commerciali	25.397	- 22.397	3.000
altri beni	42.207	- 30.907	11.300
totale immobilizzazioni materiali	614.995	- 544.007	70.988
Immobilizzazioni finanziarie			
altri titoli	1.960	-	1.960
totale immobilizzazioni finanziarie	1.960	-	1.960
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI	651.386	- 578.438	72.948
Rimanenze			
materie prime, sussidiarie e di consumo	17.018	- 6.015	11.003
Crediti			
verso clienti	184.350	- 184.350	-
altri crediti	427.882	- 427.882	-
totale crediti	612.232	- 612.232	-
Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni			
Partecipazioni in altre imprese	3.665	-	3.665
totale attività non costituenti immob.	3.665	-	3.665
Disponibilità liquide			
depositi bancari e postali	19.589	- 19.589	-
denaro e valori in cassa	3.361	- 3.361	-
totale disponibilità liquide	22.950	- 22.950	-
TOTALE ATTIVITA' (A)	1.307.251	- 1.213.620	74.653

PASSIVITA'				
		<i>bilancio 31/12/22</i>	<i>differenza</i>	<i>valori correnti</i>
Altri		429	- 429	-
totale rischi e oneri		429	- 429	-
Trattamento fine rapporto di lavoro				
Fondo T.F.R.		2.791	- 2.791	-
totale fondo T.F.R.		2.791	- 2.791	-
Debiti				
debiti verso banche		42.260	- 42.260	-
debiti verso fornitori		203.624	- 203.624	-
debiti tributari		824.949	- 824.949	-
altri debiti		663.490	- 663.490	-
totale debiti		1.734.323	- 1.734.323	-
TOTALE PASSIVITA'	(B)	1.737.543	- 1.737.543	-
TOTALE PASSIVO		1.737.543	- 1.737.543	-
PATRIMONIO NETTO	(A) - (B)	- 430.292	523.923	74.653

Il patrimonio netto rettificato «K» risulta quindi pari a euro **74.653**.

* * *

6. Il valore del reddito medio atteso.

Il primo passo da compiere per giungere alla stima del valore dell'avviamento G della Società è l'individuazione del valore del reddito medio atteso, cioè di R* della formula

$$G = a_{n,i'} \times (R^* - i'' K)$$

Dove:

G = Avviamento (Goodwill/Badwill)

$a_{n,i'}$ = Coefficiente di attualizzazione (n anni al tasso i')

i' = tasso di attualizzazione del sovrareddito;

R* = Reddito medio normalizzato

i'' = tasso di rendimento atteso sui mezzi propri (cost of equity)

Come detto in precedenza, il valore di R*, può essere ragionevolmente determinato nel canone di affitto di azienda con decorrenza novembre 2022 e che avrà termine nel novembre 2027. Tale canone è rappresentativo del rendimento atteso del compendio

aziendale e della proficuità che il canone annuo pagato dall'affittuario produrrà ratione temporis, una volta depurato dell'effetto fiscale sul canone di affitto.

Nello specifico, la valutazione del ramo aziendale è stata effettuata considerando una configurazione di valore intrinseco “*as is*” ovvero, nel caso che qui interessa, non inficiata da componenti economiche con parti correlate, come segue:

	<i>situazione patrimoniale</i>				
	2023	2024	2025	2026	2027
UTILE NETTO	4.326	4.326	4.326	4.326	4.326
+ imposte di competenza	1.674	1.674	1.674	1.674	1.674
UTILE PRIMA DELLE IMPOSTE	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000
REDDITO LORDO	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000
imposte sul reddito	-234	-234	-234	-234	-234
REDDITO NORMALIZZATO (nominale)	5.766	5.766	5.766	5.766	5.766

Con riferimento al processo di normalizzazione del reddito sono state operate le seguenti rettifiche:

- si è reso necessario depurare i redditi di periodo dall'IRES che gli stessi avrebbero dovuto sostenere e determinata in base alla aliquota fiscale vigente pari al 24%. L'aliquota del 24% viene applicata al reddito lordo normalizzato;
- analogamente al punto precedente l'IRAP è stata rideterminata applicando l'aliquota nominale del 3,9% al reddito lordo;
- i redditi così ottenuti sono stati adeguati al valore monetario, essendo il valore nominale non rappresentativo dell'effettivo reddito reale e in considerazione dell'incremento del tasso di inflazione nel 2023 dovuto per lo più ad eventi esogeni (guerra in Ucraina ed incremento del prezzo delle fonti energetiche) che hanno provocato un innalzamento dei tassi in tutta Europa.

I risultati della normalizzazione dei redditi nei periodi 2023 – 2027 sono i seguenti (tutti gli importi indicati d'ora in poi sono espressi in Euro):

	<i>situazione patrimoniale</i>				
	2023	2024	2025	2026	2027
REDDITO NORMALIZZATO (nominale)	5.766	5.766	5.766	5.766	5.766
tasso inflazione	5,700%	2,300%	2,100%	1,900%	1,900%
coefficiente di attualizzazione	0,94607379	0,92480332	0,90578190	0,88889293	0,87231887
REDDITO NORMALIZZATO (reale)	5.455	5.332	5.223	5.125	5.030
Reddito Medio Normalizzato	5.233				

La media dei risultati sopra riportati rappresenta il reddito medio normalizzato che sarà preso come riferimento ai fini del presente elaborato peritale: esso è pari ad euro **5.233**.

* * *

7. Il valore del tasso.

Quanto alla scelta del tasso di attualizzazione da adottare (i''), v'è da premettere che non è riscontrabile unitarietà di vedute in dottrina e nella prassi in merito ai criteri di determinazione dei tassi di attualizzazione.

Tendenzialmente vengono impiegati:

- a) il tasso opportunità, cioè quello offerto da investimenti alternativi a parità di rischio;
- b) il costo del capitale, vale a dire il costo dei nuovi mezzi a titolo di capitale di rischio, o, in alternativa, il costo medio di approvvigionamento dei mezzi finanziari (mutui a medio e lungo termine, obbligazioni, ecc.)
- c) il tasso del rendimento soddisfacente, ossia il tasso che ricalchi le attese dell'operatore/investitore (esso, sovente, rappresenta una sintesi dei due metodi indicati precedentemente).

Nel caso di specie, si ritiene di adottare il valore *sub a*).

Ciò anche in quanto, considerate le dimensioni della Società, il tasso a cui questa, ad oggi, può ottenere credito – al netto del vantaggio fiscale riconducibile alla deducibilità degli interessi passivi – dovrebbe essere comunque particolarmente contenuto.

Sul punto, comunque, si tornerà tra breve.

In considerazione del peculiare settore di attività in cui opera l'azienda, soggetto a una perdurante crisi di settore dovuta all'avvento di nuove tecnologie e consuetudini dei clienti, senza prevedibili possibilità di ripresa nel breve termine, fatta salva una completa rivisitazione del business aziendale, e nemmeno nel lungo termine; e in considerazione che secondo eminenti dottrina (Guatri Bini) per le aziende in perdita sistematica il valore del tasso di rendimento del settore di appartenenza coincide con quello del tasso privo di rischio; si è deciso di adottare un tasso di mercato privo di rischio, maggiorato di un "size premium" per tener conto dell'eventualità del mancato incasso dei canoni futuri.

$$i' = R_f + S_p$$

Dove:

R_f : rendimento degli investimenti privi di rischio;

S_p premio addizionale per il rischio di mancato pagamento canoni

Il valore di R_f è stato calcolato considerando:

- il rendimento effettivo lordo dei BTP a scadenza decennale al 31/12/2022 (fonte sito MEF) pari al 4,40%;
- una tassazione t_c del 12,5% sui BTP a scadenza decennale;
- un rendimento effettivo netto dei BTP a scadenza decennale pari a $R_f \times (1 - t_c)$ pari al 3,85%;
- si è tenuto conto nella determinazione del rendimento dei titoli privi di rischio dell'inflazione 2023 pari al 5,7% per omogeneità con i redditi normalizzati determinati in base al loro valore reale;
- un size premium S_p pari al 5%;

- un rischio paese determinato in base allo spread tra Bund e BTP a scadenza decennale pari al 2,11 al 31/12/2022 (fonte Ilsole24ore).

Il sottoscritto ritiene doveroso in questa sede stimare il rischio paese dell'Italia in quanto:

- 1) i rendimenti dei titoli di stato italiani negli ultimi anni sono stati calmierati dalla politica monetaria espansiva negli ultimi anni della Banca Centrale Europea – il cosiddetto *quantitative easing* – che si è impegnata ad acquistare i titoli di stato dei paesi dell'area euro abbassandone i rendimenti effettivi;
- 2) la cessazione del *quantitative easing* a partire da gennaio 2019, con prevedibile innalzamento dei tassi di rendimento nei paesi, tra i quali l'Italia, a maggiore rischiosità finanziaria⁶;
- 3) pur essendo anche il mercato dei Bund tedeschi “dopato” dal *quantitative easing* si ritiene che la forbice – cosiddetto spread – tra i rendimenti di tale paese, come noto valutato con il massimo rating dalle agenzie, e l'Italia siano rappresentativi del rischio paese.

Quanto alla sterilizzazione del tasso i'' dall'inflazione, si ritiene che si tratti di un passaggio opportuno in quanto il reddito normalizzato impiegato ai fini del presente lavoro (che, si badi bene, ha la funzione di stimare i redditi futuri attesi) è stato incrementato del tasso d'inflazione futuro atteso.

Rendimento lordo investimenti privi di rischio	- BTP 10y 31/12/22	R_f	4,40%
Tasso % tassazione	- t _c		12,50%
Rendimento netto investimenti privi di rischio	- R _f x (1 - t _c)		3,85%
Spread Bund / BTP 10y	$\Delta_{\text{BUND - BTP}}$		2,11%
Tasso d'inflazione attesa 2023	- inflazione 2023	Δp	5,70%
Rendimento netto reale investimenti privi di rischio	- $i_{\text{reale}} = (1+i_{\text{nominale}})/(1+\Delta p)-1$	R_{f(reale)}	0,25%
Size premium		S_p	5,00%
Tasso di rendimento di settore		i''	5,25%

⁶ Come noto la valutazione del rischio paese è affidata a specifiche agenzie che nel corso degli anni hanno progressivamente tagliato il rating dell'Italia.

In considerazione di quanto sopra il tasso di rendimento del settore i'' è pari al **5,25%**.

* *

8. Il valore dell'avviamento.

Giunti a questo punto è necessario computare l'avviamento dell'azienda alla data del 31 dicembre 2022.

Come già evidenziato, l'avviamento sarà quantificato attraverso la formula

$$\text{Avviamento} = a_{n/i'} (R^* - i'' K)$$

Tale formula, in sostanza, stima l'avviamento in funzione della capacità di generare «sovra-reddito» da parte della Società.

Con riferimento alla scelta dell'orizzonte temporale (vale a dire di «n») si è optato per un valore pari a 5 anni, in considerazione della durata residua del contratto di affitto di azienda, e considerate le già citate caratteristiche del settore in cui opera l'azienda.

Quanto alla scelta del tasso di remunerazione del capitale i'' da adottare, appare ragionevole considerare il tasso di rendimento del settore come determinato nel paragrafo precedente e pari al **5,25%**.

Quanto alla scelta del tasso di attualizzazione si è ritenuto opportuno fissare i' anch'esso al **5,25%** come sopra individuato.

Il valore di K è stato determinato nel paragrafo 5 in euro **74.653**.

Ebbene, applicando la formula di determinazione dell'avviamento ai valori sin qui determinati si ottiene il seguente risultato:

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

$$W = 74.653 + a_{n/i'} [5.233 - (0,0525 \times 74.653)]$$

$$W = 74.653 + 4,29973619 \times [5.233 - 3.919]$$

$$W = 74.653 + 5.649 = 80.302$$

Si determina un valore dell'avviamento (Goodwill) pari a euro 5.649 e pertanto un valore del capitale economico di euro 80.302.

Rappresentando in forma tabellare i dati ottenuti:

Metodo misto con stima autonoma good/badwill		5y
<i>Patrimonio netto rettificato</i>	K	74.653
Reddito medio normalizzato	R	5.233
Tasso di Rendimento atteso sui mezzi propri	$i'' = \text{coe}\%$	5,25%
Rendimento atteso dei mezzi propri	$K \times i''$	3.919
Tasso di attualizzazione del sovrareddito	i'	5,25%
Coefficiente di attualizzazione	$a_{n-i'}$	4,299736
N. anni sovrareddito	n	5
<i>Good/Badwill</i>	G	5.649
CAPITALE ECONOMICO	$W = K + G$	80.302
coeff. attualizzazione		4,29973619

* * *

9. la determinazione del congruo canone di affitto d'azienda della società

« [REDACTED]

In merito al giudizio di congruità sul canone di affitto dell'azienda [REDACTED]

[REDACTED], premesso che in tutte le circostanze in cui occorra una valutazione ex-post

della congruità di un canone, contrattualmente, quindi, già fissato, la prassi suggerisce l'adozione di un criterio basato sulla redditività attesa del capitale economico, ossia su un rendimento proporzionale all'investimento aziendale, ad un consono tasso di remunerazione, in un definito orizzonte temporale.

Nella prassi vengono evitate stime fondate su rendimenti storici (ad esempio il ROI o il ROE di settore), perché non espressivi delle attese remuneratorie che, invece, rilevano, ai fini valutativi, preferendosi, di solito, il *capital asset pricing model* (CAPM), sicché, al valore dell'azienda affittata, si commisura, percentualmente, un coefficiente che rifletta in rendimento normale di quell'azienda, dovuto per il godimento della stessa, quindi:

$$C = V \times Z$$

Dove:

C = canone congruo di affitto dell'azienda

V = valore dell'azienda

Z = tasso di remunerazione

In sostanza adottando quale tasso di remunerazione "Z" il valore di 5,25% (tasso di remunerazione dei mezzi propri) come sopra definito e rapportandolo al rendimento di affitto effettivo $5.233/74.653 = 7\%$ ne discerne la congruità del canone di affitto dell'azienda.

PARTE III - CONCLUSIONI

10. La composizione del valore economico della società

«».

Il sottoscritto dott. Fabio Zito, perito incaricato alla stima del complesso aziendale della Società «» attesta che, sulla base delle verifiche e dei riscontri operati in relazione all'applicazione dei criteri di valutazione

adottati, come sopra analiticamente esposti e documentati, il canone di affitto dell'azienda appare congruo e il valore economico dell'intero patrimonio aziendale della stessa, ammonta alla data del 31 dicembre 2022 a complessivi

Euro 80.000 (ottantamilaeuro/00)

Venezia, 12 febbraio 2024



il perito stimatore

dott. Fabio Zito