

Parere di congruità relativo all'offerta presentata dalla società *** per
l'acquisto del ramo d'azienda di proprietà della
Liquidazione giudiziale ***** RGN 99/2022**

Curatore: Dott. Danilo Cannella

Perito Stimatore: Dott. Riccardo Colombo

Il sottoscritto Riccardo Colombo, domiciliato in Milano, *****, iscritto al Registro dei revisori contabili al n. 91529, all'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Milano al n. 4930, sez. A, CTU Tribunale di Milano n. 10970, è stato incaricato dal dott. Danilo Cannella, curatore della liquidazione giudiziale *****, dichiarata dal Tribunale di Milano RGN 99/2022, giusta autorizzazione del 28.07.2023, per determinare: *"(...) il valore di mercato che ragionevolmente può essere attribuito al ramo d'azienda corrente in Coccaglio, di compendio della Procedura e utilizzato in forza di contratto d'affitto d'azienda da ***** anteriore all'apertura della liquidazione giudiziale, con particolare riguardo alla congruità del prezzo, pari a Euro *****, che quest'ultima ha offerto per acquistare il ramo d'azienda in godimento; in ogni caso, procedendo alla valorizzazione dell'avviamento e tenendo conto che nella cessione sarà esclusa la responsabilità dell'acquirente per i debiti della Società. Sono in ogni caso inclusi nella valutazione i beni mobili registrati che compongono il ramo d'azienda, rappresentati da marchi, brevetti, domini"*.

Il compendio aziendale oggetto di valutazione ha per oggetto l'attività di studio e realizzazione di apparecchiature biomedicali, studio e realizzazione di attrezzature ed arredi per cliniche, ospedali e inerenti, l'attività di formazione scientifica finalizzata all'utilizzo di apparecchiature biomedicali, il servizio di noleggio operativo di tali attrezzature, nonché l'attività di ricerca, sviluppo, prototipazione e brevettazione di componenti sistemi e processi per tali attrezzature (di seguito, "ramo di azienda")

Tanto premesso, lo scrivente stimatore espone quanto in appresso.

Sommario

1. Premessa
 - 1.1. *Oggetto e finalità dell'incarico*
 - 1.2. *Approccio richiesto all'esperto estimatore*
 - 1.3. *Considerazioni preliminari in ordine al ramo di azienda oggetto di valutazione*
 - 1.4. *Data di riferimento*
2. Svolgimento dell'incarico
3. La realtà oggetto della valutazione
4. *Metodi di valutazione e loro scelta*
 - 4.1. *Premessa*
 - 4.2. *Fasi della valutazione*
 - 4.3. *Breve disamina dei metodi valutativi*
 - 4.4. *L'individuazione dei criteri di ricerca e l'estrazione dei dati oggetto di rielaborazione*
 - 4.5. *La scelta del metodo di valutazione nel caso di specie*
5. Sintesi della valutazione
6. Il valore autonomo dell'avviamento
7. Conclusioni

1. Premessa

1.1 *Oggetto e finalità dell'incarico*

In considerazione del perimetro dell'incarico meglio precisato in precedenza, avuto notizia del ricevimento da parte della curatela di un'offerta irrevocabile d'acquisto per il compendio aziendale formulata da *****, con sede in Milano, C.F. 01921030167 e P.Iva *****, lo scrivente circoscrive l'oggetto del presente elaborato alla valutazione dell'azienda corrente in Coccaglio, di compendio della Procedura e utilizzato in forza di contratto d'affitto d'azienda da *****, valutazione che ha come unico scopo la cessione del compendio aziendale a mezzo procedura competitiva ai sensi degli artt. 214 e ss. CCI.

1.2 *Approccio richiesto all'esperto estimatore*

Per quanto poc'anzi esposto l'esperto estimatore è chiamato in primo luogo a individuare le finalità che tale valutazione deve perseguire. Egli deve, conseguentemente, individuare tra le diverse soluzioni metodologiche di valutazione, quella che meglio delle altre:

- consenta di raggiungere lo scopo della valutazione (ad es.: perizia per la cessione/acquisizione; relazione di stima in occasione di conferimenti in natura; parere di congruità del rapporto di cambio in caso di fusioni, ecc.);
- si attagli alla realtà specifica del bene azienda oggetto della valutazione (in particolare: settore di attività, tipologia dell'azienda, ecc.).

A tal riguardo, il sottoscritto rileva che la presente relazione è, da un lato, volta a tutelare l'interesse dei creditori della liquidata, i quali potranno soddisfarsi sul ricavato della vendita e, dall'altro, deve essere effettuata in modo da rendere possibile la pronta liquidazione dell'attivo in modo che possa essere rispettato il termine stabilito dall'art. 213 CCI. In tal senso, si segnala come una corretta valutazione del compendio aziendale, ha il pregio di attirare più facilmente potenziali interessati. In tal modo, l'attivo potrà essere liquidato più velocemente, garantendo nel contempo un maggior realizzo per la procedura.

Il perito, pertanto, non può trascurare che la propria valutazione deve soddisfare entrambi gli interessi: si tratta di pervenire a una valutazione quanto più possibile *astratta*, nel senso che prescinda da interessi particolari, *razionale*, cioè che vi si pervenga attraverso uno schema logico,

chiaro e condivisibile, *obiettiva*, che sia dimostrabile, stabile, e che non dipenda da elementi rapidamente mutevoli. Tali considerazioni vanno assunte in un contesto di procedura competitiva quale è quello del Codice della crisi, ed in particolare, in presenza di un'offerta irrevocabile d'acquisto, sarà necessario definire la congruità della stessa, la quale potrebbe essere assunta quale base d'asta di una procedura competitiva e, pertanto, garantire alla curatela un sicuro realizzo dell'attivo ad un valore non inferiore a quello individuato nell'offerta. Fatte tali premesse, l'esperto estimatore, nella scelta metodologica:

- a. deve privilegiare i criteri che conducano a risultati quanto più possibile oggettivi, considerando l'azienda in modo indipendente dal soggetto che risulta titolare della stessa, nell'ottica della continuità dell'esercizio dell'impresa;
- b. non deve fondarsi su criteri che determinino il valore dell'azienda meramente in funzione di scelte soggettive degli "organi" della procedura o della potenziale acquirente;

In ogni caso, nella scelta dei metodi di valutazione, nella definizione dei processi di calcolo e nell'assunzione delle singole grandezze (dati, tassi, fattori di rischio e quant'altro) l'esperto, deve avere un approccio orientato al perseguimento dell'oggettività del giudizio, nel rispetto di una imprescindibile prudenza valutativa.

1.3 Considerazioni preliminari in ordine al ramo di azienda oggetto di valutazione

Il ramo d'azienda oggetto di valutazione, i cui singoli elementi saranno dettagliatamente descritti nel corso della relazione, ha per **oggetto** l'attività di studio e realizzazione di apparecchiature biomedicali, studio e realizzazione di attrezzature ed arredi per cliniche, ospedali e inerenti, l'attività di formazione scientifica finalizzata all'utilizzo di apparecchiature biomedicali, il servizio di noleggio operativo di tali attrezzature, nonché l'attività di ricerca, sviluppo, prototipazione e brevettazione di componenti sistemi e processi per tali attrezzature. Per lo svolgimento di tale attività, immutata sin dalla costituzione del febbraio 1989, la liquidata si avvaleva di circa 5/6 dipendenti oltre l'apporto diretto di tre soci.

Luogo di svolgimento dell'impresa è in Coccaglio (BS), Via Enrico Mattei III Traversa, 3-3/A in locali condotti in locazione immobiliare.

Nel contratto di locazione - stipulato tra la ***** e la locatrice ***** - è

subentrata *** agli inizi del 2020 (**all.1**). Il subingresso è stato concesso nell'ambito di una transazione trilaterale nella quale *** si è accollata, con effetto liberatorio, debiti per canoni scaduti di euro 63.723,41. Nell'accordo viene indicato che quanto accollato da *** è poi oggetto di compensazione per debiti futuri che matureranno nei confronti di Coccaglio.

Nel corso del tempo l'attuale proponente l'acquisto, ***:

- il 27/07/2018 ha affittato il ramo di azienda (**all.2**) come sopra identificato al corrispettivo annuo di euro 24 mila. **Contestualmente** ha acquistato il **marchio** registrato "Stymula" (**all.3** certificato di registrazione del marchio) al prezzo di euro 26 mila;
- il 23/10/2018 ha acquistato le rimanenze di magazzino al prezzo di euro 10 mila
- il 02/07/2019 ha rettificato, incrementandolo, il corrispettivo del marchio "Stymula" dagli originari euro 26 mila a euro 51 mila;
- il 21/01/2020 è subentrata nel contratto di locazione immobiliare suindicato;
- il 10/08/2020, ma con decorrenza 01/05/2020, ha ridotto il canone mensile di affitto d'azienda da euro 2,5 mese a euro mille mese;
- il 11/11/2021, ma con decorrenza 31/10/2021, risolto consensualmente il contratto di affitto d'azienda. **Contestualmente** alla risoluzione dell'affitto ha acquistato il **marchio** registrato "Microcamera" al prezzo di euro 5 mila e **macchinari ed attrezzature di produzione** per il prezzo di euro 10 mila;
- pagato debiti di competenza della ***** per poco più di euro 96 mila (affitti, liquidazioni dipendenti, professionisti), oltre spese di manutenzione ordinaria e straordinaria necessarie per il funzionamento in efficienza dell'azienda per poco più di euro 212 mila (Investimento IA con finanziamento Sace Simest - Stf Ferrari – Ip-Tronix – Fangano Gianfranco – Right People Group – Euroidraulica)

I rapporti tra ***e*****, oltre che riscontrati documentalmente sono stati anche oggetto di breve relazione di ***(all.

Lo scrivente ha interloquito con la Direzione di *** per ottenere informazioni circa l'evoluzione aziendale e, soprattutto, lo stato attuale del compendio.

In tale contesto è stato illustrato al sottoscritto che le principali linee di prodotto sono due, entrambe rivolte a parrucchieri, centri estetici, centri tricologici e farmacie.

In particolare le linee di prodotto sono:

1. apparecchi elettronici per l'ingrandimento di pelle e capelli conosciuti con il marchio registrato Microcamera, che nel 2022 rappresentava l'83% del fatturato del ramo d'azienda.
2. apparecchi elettronici per la terapia laser a bassa intensità (cod. ST-0300 e ST-0500), conosciuti con il marchio registrato Stymula, che nel 2022 rappresentava l'8% del fatturato del ramo d'azienda.

A queste due linee di prodotto si aggiungono i servizi (assistenza tecnica e formazione) che sono trasversali e proporzionalmente rapportati alle linee di prodotto, che nel 2022 rappresentava il 9% del fatturato del ramo d'azienda.

Accanto a questo la Direzione di ***ha fornito breve informativa (**all.5**) con la quale evidenzia particolari criticità per quanto attiene sia i **brevetti** (elenco **all.6**) che i **marchi** (elenco **all.7**).

In particolare l'**unico brevetto** ancora in essere, ora attivo solo in Italia, riguarda irraggiamento del cuoio capelluto ed ha ancora una vita residua di 9 anni.

Trattando dei **marchi**, la Direzione di *** rammenta che gli stessi sono tutti registrati come parole - senza cioè grafica - per il settore merceologico della cosmetica e sono: **i) Microcamera ii) Stymula iii) Tricostym iv) Dermotricos**.

Sul punto ***indica: "di questi, quelli in uso sono MICROCAMERA e STYMULA.

Quello più importante e datato (registrato nel '95) è difficilmente difendibile in quanto la parola è la contrazione di due parole comuni "micro" e "camera". Molti concorrenti utilizzano MICROCAMERA per identificare prodotti analoghi e quando abbiamo provato a rivendicare la privativa ci è stata contestata la sostenibilità del marchio stesso.

Quello meno importante e meno conosciuto è STYMULA depositato nel 2014 che identifica un prodotto LASER utilizzato in farmacia nell'ambito di un progetto dedicato a questo settore, prodotto che precedentemente era conosciuto con il marchio TRICOSTYM troppo specifico per la funzione dell'apparecchio.

TRICOSTYM e DERMOTRICOS non sono più utilizzati, anche se mantenuti ed in buona sostanza di nessun valore economico".

La società è inoltre titolare dei seguenti domini internet: www.microcamera.com
www.microcamera.it www.stymula.com www.stymula.it www.stymulame.com
www.stymulame.it www.stymula-me.com www.stymula-me.it www.tricostym.com
www.tricostym.it www.dermotricos.com www.dermotricos.it

Tutti i domini reindirizzati sul sito*****

Infine, a precisa domanda formulata dal sottoscritto se i bilanci ***, società veicolo appositamente costituita per l'operazione, coincidesse, nei fatti, agli andamenti economici del ramo aziendale della ***** affittato, ne ha ricevuto risposta affermativa cosicché valutare ***, ovviamente con opportuni accorgimenti, equivale a valutare il ramo di azienda in esame.

1.4 Data di riferimento

Al fine della determinazione del valore del ramo di azienda oggetto di trasferimento, il sottoscritto estimatore si è riferito alla data del 31 dicembre 2022, coincidente con ultimo bilancio ***approvato e recentemente depositato al Registro Imprese.

In base alle informazioni che sono state rese disponibili, ed in particolare al prospetto fatturato al 30 giugno 2023, non si riscontrano elementi per ritenere che la stima di valore cui si giunge sia cambiata ad oggi rispetto alla data di valutazione. Le indicazioni di valore qui contenute si possono, pertanto, ritenere valide anche alla data di stesura del presente elaborato.

La raccolta degli elementi qualitativi e quantitativi utili all'elaborazione della stima e alla definizione del giudizio di valore è avvenuta nel corso del mese di luglio 2023.

2. Svolgimento dell'incarico

Il sottoscritto ha svolto il proprio incarico acquisendo preliminarmente informazioni e documentazione, nei limiti di quanto necessario ai fini della presente relazione, presso il curatore della liquidata e\o presso ***, società affittante.

In particolare, egli ha avuto a disposizione, tra l'altro, la seguente documentazione:

- contratto d'affitto d'azienda stipulato in data 27/07/2018 dalla fallita allora *in bonis* con ragione sociale Dermotricos e ***Instruments a rogito notaio Mauro Grandi rep 8898/racc 5194;
- offerta irrevocabile d'acquisto formulata da *** ***** per il ramo di azienda alla LG *****;
- visura camerale aggiornata della *****;
- visura camerale della ***Instruments S.r.l.;

- copia della ricevuta di pagamento 2023 per rinnovo brevetto europeo n. 2110159, n. nazionalizzazione 2904BE/2013
- registrazione dei marchi;
- elenco nominativo dei dipendenti e collaboratori impiegati nel ramo d'azienda;
- contratto di locazione immobiliare stipulato con *****;
- Bilanci ***esercizi dal 2018 al 2022
- Prospetto fatturato 2018 – 2023 per linee di prodotto

Per la derivazione dei parametri valutativi si è ricorsi all'utilizzo di dati forniti da Banca d'Italia, Damodaran, Borsa Italiana, ai report di analisti e ai bilanci delle società svolgenti attività comparabili con l'azienda oggetto di valutazione.

3. La realtà oggetto della valutazione

Come è noto, il ramo d'azienda è un complesso organizzato, coordinato e funzionante di fattori produttivi, comprendente tutti gli elementi essenziali all'esercizio dell'attività cui è rivolto.

Sulla base delle informazioni acquisite, pertanto, si ribadisce che il sottoscritto estimatore ritiene l'intera azienda attualmente gestita da ***** esattamente coincidente con quella di proprietà della liquidata *****.

4 Metodi di valutazione e loro scelta

4.1 Premessa

Come anticipato in precedenza, 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.

Nonostante la presenza di marchi e brevetti registrati della liquidata all'interno del compendio aziendale, non si ritiene di procedere ad una loro valutazione atomistica, in considerazione della loro scarsa difendibilità da un punto di vista commerciale. Al contrario, appare più opportuno fondare la valutazione sugli andamenti economici del periodo 2018 – 2022, con opportune normalizzazioni e rettifiche patrimoniali.

4.2 Fasi della valutazione

Alla luce delle premesse di cui sopra, il sottoscritto estimatore ha seguito, nella valutazione richiesta, le seguenti fasi:

- prima fase: verifica dell'effettiva titolarità di marchi, brevetti e domini con acquisizione di documentazione probatoria a supporto; individuazione del personale e collaboratori nonché dei principali contratti in essere;
- seconda fase: applicazione del o dei metodi di base, individuati avendo riguardo alle peculiarità del bene oggetto di valutazione;
- terza fase: verifica con il metodo o i metodi di controllo, individuati scegliendo, tra i metodi alternativi, quelli che più di altri consentono di verificare l'attendibilità del risultato del o dei metodi di base, nell'ottica della prospettata operazione di cessione del compendio aziendale.

4.3 Breve disamina dei metodi valutativi

In appresso si esaminano succintamente i principali metodi di valutazione al fine di individuarne la compatibilità con il caso di specie.

Il metodo patrimoniale semplice

Il metodo patrimoniale semplice costituisce solitamente un passaggio valutativo imprescindibile da parte dell'esperto estimatore, essendo la fase comunque prodromica e talvolta essenziale di ogni valutazione. Esso consente la ripartizione del valore complessivo dell'azienda nelle sue singole componenti, intese come elementi dell'attivo e del passivo.

Il metodo patrimoniale complesso

Il metodo patrimoniale complesso rappresenta una integrazione del metodo patrimoniale semplice, in quanto consente di attribuire un valore separato anche ai beni intangibili. Esso assume particolare significato in presenza di ingenti valori di beni immateriali, la cui stima possa essere effettuata autonomamente, attraverso moltiplicatori di mercato o processi simili, oppure in presenza della necessità di determinare, con riferimenti oggettivi, il concorso dei beni intangibili nella formazione del valore.

Il metodo reddituale

Utilizzando il metodo reddituale puro, il valore di un'azienda è determinato unicamente in

funzione dei redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre.

Tale metodo è indicato per aziende operanti “a regime”, senza particolari problemi finanziari, cioè aziende che sfruttano adeguatamente la loro capacità produttiva. Eventuali beni estranei al processo produttivo debbono ovviamente essere separatamente valutati mediante metodi appropriati.

A seconda delle prospettive future e dei dati di cui si dispone, i metodi reddituali possono trovare applicazione secondo tre modalità di calcolo differenti che sono sintetizzate come segue:

- a. attualizzazione del reddito medio normale atteso. Tale processo corrisponde all’ipotesi di durata indefinita nel tempo del reddito atteso e si traduce in una formula valutativa che corrisponde al valore attuale di una rendita perpetua;
- b. attualizzazione del reddito medio normale atteso per un periodo definito di anni. Essa poggia sull’ipotesi di una durata limitata nel tempo del reddito e si traduce in una formula valutativa che corrisponde al valore attuale di una rendita annua posticipata di una durata pari a un numero limitato di anni;
- c. attualizzazione dei redditi analiticamente previsti per un certo numero di anni completata dalla determinazione di un valore terminale stimato sulla base del reddito atteso al termine del periodo oggetto di previsione analitica. Si tratta, in sostanza, di un criterio di stima composito rispetto a quelli in precedenza indicati.

Il metodo misto con stima autonoma dell’avviamento

Il metodo in questione si fonda sul presupposto che il reddito prospettico comprenda una quota di sovrareddito (o sottoreddito) destinata a venire meno nel tempo.

Il metodo misto con valutazione controllata delle immobilizzazioni

Tale metodo è particolarmente indicato per la valutazione di aziende in difficoltà o appartenenti a settori in crisi per le quali il rinnovo degli impianti non è conveniente. In queste condizioni, l’investitore si pone, infatti, quale limite temporale di sfruttamento, quello della vita utile degli impianti, inteso come il momento a partire dal quale gli stessi - non presentando più alcuna utilità - perdono ogni significativo valore. Si tratta di un metodo compatibile solo con le realtà aziendali che non sono in grado di ripristinare un’adeguata redditività.

Il metodo misto EVA

Tale metodo (EVA - *Economic Value Added*) nasce come criterio di determinazione delle

performance aziendali e conseguentemente è applicato anche come criterio di valutazione. Viene utilizzato per quantificare l'entità del valore che l'azienda crea per gli azionisti. Esso misura il sovrareddito che l'impresa produce nello svolgimento dell'attività operativa al netto della congrua remunerazione del capitale di debito e di quello di rischio. Si tratta di un metodo particolarmente indicato per valutare le aziende che presentano tassi di crescita elevati e che si prescindono parzialmente dai dati contabili aziendali.

Il metodo DSC- Discounted Cash Flow

Il metodo che, più di ogni altro, è in grado di attribuire un valore a qualsiasi iniziativa indipendentemente dalle sue caratteristiche è quello finanziario. È, infatti, indubbio che il valore effettivo di una impresa (in qualsiasi settore essa operi) corrisponde sempre ai flussi di cassa che questa genererà in futuro per i suoi azionisti e lo strumento di misurazione è costituito dalla attualizzazione di tali flussi di cassa (con terminologia anglosassone il *Discounted Cash Flow* o DCF).

Se questo è innegabile, è altrettanto vero che l'affidabilità delle stime circa la misura e il tempo in cui le risorse finanziarie si genereranno e si libereranno deve nella pratica fare i conti con la difficoltà di previsione dei flussi finanziari. Il che restringe significativamente l'ambito di applicazione quale metodo di base ai soli casi in cui la previsione dei flussi finanziari presenti una sufficiente affidabilità.

I metodi dei multipli

Nella valutazione delle realtà aziendali è anche frequente il ricorso ai moltiplicatori e cioè al rapporto tra la capitalizzazione borsistica di analoghe società concorrenti e parametri diversi, quali, a seconda dei casi, l'utile netto, l'EBIT, l'EBITDA, il fatturato, ecc.

La ragione del ricorso a tali metodi poggia su processi comparativi dell'azienda con i valori riconosciuti dal mercato per realtà affini. Il suo momento critico risiede nella elevata volatilità dei risultati che ne derivano, conseguenza dell'ampio *range* di oscillazione dei corsi di borsa, e tale volatilità mal si concilia con la sopra rilevata esigenza di stabilità propria della valutazione in oggetto. Il che peraltro consente l'impiego di tale metodo quale metodo di controllo.

Considerazioni in ordine alla applicabilità dei metodi sintetici nelle valutazioni di azienda

I metodi sintetici (quali, ad esempio, il metodo reddituale, il metodo DCF) e quelli empirici (i metodi dei multipli) si differenziano dai metodi analitici, in quanto tendono a determinare il

valore del bene azienda attribuendo allo stesso un valore unitario, prescindendo da quello dei singoli elementi che lo compongono.

Con riferimento a realtà aziendali, il ricorso ai metodi sintetici costituisce spesso un utile, e talvolta l'unico, strumento per la determinazione dei valori immateriali, nonché per verificare che il valore d'uso dei beni non sia nel complesso inferiore al loro valore corrente (dal che emergerebbe un avviamento negativo o *badwill*).

In questo senso, l'applicazione di un metodo sintetico (reddituale), appare la scelta più appropriata nel caso di specie, dove si è in presenza di un compendio aziendale la cui attività è legata alla produzione di servizi in ambito pubblicitario e tecnologico, spesso ad elevato valore aggiunto e in cui, in ogni caso, a determinare il successo o l'insuccesso dell'iniziativa imprenditoriale, sono il capitale umano, il *know-how* aziendale, la qualità della rete relazionale e la reputazione di cui l'azienda gode nel mercato di riferimento. Al contrario invece, in tali realtà, la presenza di beni mobili non è significativa rispetto al potenziale valore attribuibile e in questo senso l'azienda di proprietà della fallita non fa eccezione, essendo i beni mobili di proprietà solo una parte del valore del compendio aziendale e, per di più, trattandosi prevalentemente di attrezzatura informatica ed elettronica di consumo, caratterizzata da facilità di reperimento sul mercato e da un elevato tasso di sostituzione.

4.4 La scelta del metodo di valutazione nel caso di specie

La scelta del metodo base

Considerando la tipologia di attività legata a brevetti e, soprattutto a marchi, non sufficientemente dotati di caratteristiche di esclusività, in uno con la scarsa presenza e valore di immobilizzazioni materiali, lo scrivente ritiene nella fattispecie individuare il metodo reddituale quale miglior metodo valutativo.

Infatti, tra i vari metodi di valutazione d'azienda un ruolo di rilievo, sia per diffusione che per supporto teorico, è rivestito dal metodo reddituale.

Tale metodo rientra nei cosiddetti modelli assoluti di valutazione del capitale economico, che consistono nell'attualizzazione dei flussi prospettici generati dall'impresa, che possono essere finanziari o reddituali.

Il metodo reddituale si fonda sull'assunto secondo il quale il valore di un'azienda in

funzionamento è correlato alla sua capacità di generare flussi di reddito. L'obiettivo del metodo è valutare l'azienda come complesso unitario sulla base della relazione valore = redditività.

Il presupposto del criterio valutativo è la visione unitaria dell'azienda, intesa come complesso economico non scindibile in elementi distinti¹.

Per tale ragione è possibile affermare che il risultato al quale si giunge sia espressione non solo degli elementi materiali, autonomamente e singolarmente stimabili, ma anche dei fattori intangibili e delle altre condizioni (conoscenze acquisite, valori imprenditoriali, cultura aziendale) che concorrono a sviluppare la capacità di reddito e del valore della combinazione di tali elementi.

La scelta di tale metodo si giustifica in quanto il reddito è considerato un importante indicatore della performance aziendale, che nel medio periodo appare strettamente legato ai risultati della gestione.

L'oggetto dell'attività, permette di costruire previsioni ragionevolmente attendibili sui flussi di reddito futuri. Inoltre, gli elementi patrimoniali si mostrano non significativi rispetto ai risultati della gestione.

Per determinare il valore economico dell'azienda, il modello reddituale prevede distinte formule a seconda che si consideri un orizzonte temporale definito e indefinito.

Nella prima ipotesi, il valore economico dell'azienda può essere calcolato²:

1. attualizzando il flusso di reddito medio atteso nel periodo di previsione esplicita (approccio classico);
2. attualizzando i flussi di reddito attesi stimati analiticamente nel periodo di previsione esplicita;
3. sommando ai flussi di reddito attesi attualizzati, stimati analiticamente nel periodo di previsione esplicita, il valore attuale del terminal value (valore dell'impresa alla fine del periodo di previsione esplicita).

Prospettiva temporale limitata

A) con reddito medio atteso

Nella prospettiva temporale limitata, tenendo conto del flusso di reddito medio atteso, il

¹ POTITO L., Le operazioni straordinarie nell'economia dell'impresa, Giappichelli, Torino, 2013, pag. 5.

² GUATRI L., BINI M., La valutazione delle aziende, EGEA, Milano, 2007, pag. 251

valore del capitale economico dell'impresa può essere calcolato come valore attuale di una rendita annua posticipata. La formula adottata è la seguente:

$$W = R \times an_{\gamma} i$$

dove:

W = valore dell'azienda che si vuole valutare;

R = reddito medio atteso, ovvero il reddito che si presume razionalmente di conseguire nei successivi esercizi;

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

i = tasso di attualizzazione.

B) con redditi futuri analiticamente stimati

Nella prospettiva temporale limitata e tenendo conto di flussi di reddito attesi stimati analiticamente, il valore del capitale economico dell'impresa è calcolato applicando la seguente formula:

$$W = \sum_{t=1}^n R_t \times v^i$$

dove:

W = valore dell'azienda che si vuole valutare;

R_t = reddito atteso nel periodo t;

n = orizzonte temporale di riferimento;

v = fattore di attualizzazione in base al tasso i, ovvero:

$$v = \frac{1}{(1 + i)^n}$$

i = tasso di attualizzazione.

Nella prospettiva temporale limitata e tenendo conto sia dei flussi di reddito attesi stimati analiticamente nel periodo di previsione esplicita, sia del valore terminale (terminal value), il valore del capitale economico dell'impresa è calcolato applicando la seguente formula:

$$W = \sum_{t=1}^n R_t \times v^i + V_t \times v^n$$

W = valore dell'azienda che si vuole valutare;

R_t = reddito atteso nel periodo t ;

n = orizzonte temporale di riferimento;

v = fattore di attualizzazione in base al tasso i , ovvero:

$$v = \frac{1}{(1 + i)^n}$$

i = tasso di attualizzazione;

V_t = valore dell'impresa al termine del periodo t .

Prospettiva temporale illimitata

Nell'ipotesi di orizzonte temporale illimitato, il capitale economico è pari al valore attuale di una rendita perpetua, la cui rata è rappresentata dal reddito medio atteso.

La formula adottata è la seguente:

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

dove:

W = valore dell'azienda che si vuole valutare;

R = reddito medio atteso;

i = tasso di attualizzazione.

Per la corretta applicazione del metodo reddituale si rende necessario:

- stimare il reddito atteso o il reddito medio atteso, considerando i risultati storici degli esercizi precedenti;
- individuare un orizzonte temporale di riferimento;
- determinare il tasso di attualizzazione che sia espressione sia dei rischi legati all'investimento, sia della congiuntura economica.

Il reddito atteso riflette le condizioni di redditività futura dell'impresa. Ai fini della valutazione dell'azienda, nell'approccio classico, è necessario determinare un reddito "medio" e "normale", così da esprimere un flusso reddituale che l'azienda stabilmente e in condizioni normali del mercato è in grado di produrre. Per garantire una proiezione di flussi reddituali attendibili si applica un processo di normalizzazione. Tale processo consente di eliminare dalla valutazione

elementi gestionali transitori che potrebbero condurre ad una stima non corretta dell'effettiva capacità dell'impresa di generare reddito. Il processo di normalizzazione si articola in diverse fasi³:

- redistribuzione nel tempo di proventi e costi straordinari;
- eliminazione di proventi e oneri estranei alla gestione;
- neutralizzazione di politiche di bilancio giudicate distorsive rispetto al fine.

L'orizzonte temporale al quale riferire le proiezioni reddituali può avere una durata limitata (in genere 3/5 anni) o una durata indefinita.

Nel primo caso si fa ricorso alla rendita annua posticipata, nel secondo caso alla rendita perpetua. Risulta evidente come l'impresa sia un istituto economico destinato a perdurare nel tempo, a vita, dunque, indefinita, e pertanto nella prassi abitualmente si fa riferimento all'orizzonte temporale indefinito, per ridurre l'incertezza legata alla stima analitica di flussi di reddito (in particolare quando i flussi da stimare sono lontani nel tempo). La durata dell'azienda, infatti, può andare "ben al di là della vita del singolo imprenditore" e ben poche volte può essere delimitata: la regola è dunque "l'indeterminatezza" dell'orizzonte temporale di riferimento (cfr. Guatri, Bini, Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende, Università Bocconi Editore, Milano, 2005, pag. 476)

La determinazione del tasso di attualizzazione appare particolarmente complessa. Il tasso di attualizzazione da impiegare nella valutazione dovrebbe misurare il rendimento atteso del capitale investito in aziende appartenenti allo stesso settore e con caratteristiche e profilo del rischio equiparabili all'impresa da valutare.

Il tasso di attualizzazione:

- ha la funzione di attualizzare i flussi economici presunti futuri;
- deve essere espressione del rischio di impresa, ovvero della possibilità che non vengano effettivamente conseguiti i redditi presunti che si stanno attualizzando;
- deve sintetizzare l'andamento del mercato in cui opera l'azienda che si intende valutare;
- deve essere corretto dall'effetto dell'inflazione, affinché si tratti di un tasso effettivamente reale e non solo monetario.

Il criterio utilizzato per la determinazione del tasso di attualizzazione è quello del costo

³ GUATRI L., BINI M., Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, EGEA, Milano, 2005, pag. 481.

opportunità del capitale che esprime il rendimento di investimenti alternativi con lo stesso grado di rischio dell'azienda che si sta valutando, cui si rinuncia mantenendo l'investimento nell'impresa, anziché liquidarlo e impiegarlo in investimenti alternativi di pari rischio.

Le tre componenti fondamentali del costo opportunità del capitale (detto anche tasso equivalente) sono indicate nella seguente formula:

$$i = i^* + r - l$$

dove:

i = tasso di attualizzazione del reddito medio prospettico;

i^* = tasso di rendimento di investimenti alternativi con rischio nullo, si tratta cioè della semplice remunerazione del capitale ottenuto in prestito con certezza di restituzione;

r = rischio dell'azienda di non conseguire i redditi presunti futuri;

l = tasso di inflazione programmato.

La prima componente, " i^* ", rappresenta il tasso di remunerazione per il puro investimento di capitale (risk free rate). Per la determinazione del tasso i^* si impiega normalmente il rendimento dei Titoli di Stato a scadenza medio/lunga. La durata e la sicurezza di tali titoli, ben si attagliano al tipo di remunerazione ricercata. La scelta del tasso più adeguato è subordinata unicamente all'esigenza di assicurare coerenza tra flussi e tassi.

La seconda componente, " r ", esprime il premio per il rischio.

Infine, la terza componente, " l ", indica la variazione relativa (nel tempo) del livello generale dei prezzi.

La presente valutazione, tenuto conto dell'oggetto dell'attività della Società, è stata effettuata considerando un orizzonte temporale limitato tenuto conto della residua esclusiva temporale dell'unico brevetti in uso (9 anni), pertanto:

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

dove:

W = valore dell'azienda che si vuole valutare;

R = reddito medio atteso;

i = tasso di attualizzazione.

Traducendo in pratica quanto sopra indicato lo scrivente ha ritenuto di operare nella fattispecie

secondo **metodo reddituale medio ed orizzonte temporale limitato** (formula $W = R \times \frac{1}{n}$)

secondo il seguente iter valutativo:

1. prima normalizzando il reddito degli anni 2018-2022 e poi preso a media la risultante secondo il seguente schema:

| | 31/12/2022 | 31/12/2021 | 31/12/2020 | 31/12/2019 | 31/12/2018 | media quinquennio | media 3 anni no covid |
|---|---------------|--------------|--------------|----------------|---------------|----------------------|-----------------------------|
| Ricavi delle vendite | 652.277 | 671.385 | 578.181 | 848.946 | 380.559 | 626.270 | 627.261 |
| EBITDA | 5.976 | 9.787 | 7.663 | 75.662 | 5.786 | 20.975 | 29.141 |
| Utile Netto | 1.734 | 3.368 | 544 | 68.745 | 3.171 | 15.512 | 24.550 |
| Totale Attività | 527.758 | 435.730 | 506.804 | 334.877 | 149.062 | 390.846 | 337.232 |
| Patrimonio Netto | 78.563 | 76.828 | 73.462 | 72.915 | 4.171 | 61.188 | 51.883 |
| risultato ante imposte | 1.734 | 3.368 | -8.104 | 71.807 | 5.710 | 14.903 | 26.417 |
| rettifiche per: | | | | | | | |
| a) canone affitto azienda | 0 | 10.000 | 18.000 | 30.000 | 15.000 | 14.600 | 15.000 |
| b) ammortamenti non contabilizzati | -8.053 | -3.990 | 0 | 0 | 0 | -2.409 | -2.684 |
| risultato ante imposte rettificato | -6.319 | 9.378 | 9.896 | 101.807 | 20.710 | 16.200 | 38.733 |
| carico fiscale teorico | 1.896 | -2.813 | -2.969 | -30.542 | -6.213 | -8.128 | -11.620 |
| reddito netto rettificato | -4.423 | 6.565 | 6.927 | 71.265 | 14.497 | 18.966 | 27.113 |

Si precisa che valutata la presenza del biennio pandemico 2020-2021 che ha impattato la pressoché totalità dei settori economici globali, si è optato per escludere tali anni dalla normalizzazione che, quindi, è operata sugli anni 2018, 2019 e 2022.

2. fissato il tasso free risk in 3,5742% quale media del panel dei rendimenti titoli di Stato europei⁴
3. fissato il tasso in 8,3300% il tasso di extra rendimento è una stima del rendimento addizionale che gli investitori chiedono al mercato per detenere un portafoglio di titoli azionari, che sono di per sé rischiosi, rispetto al rendimento chiesto su un asset che è privo di rischio. Il valore utilizzato è stato ricavato dal database di Aswath Damodaran aggiornato al 14 luglio 2023 e reperibile alla pagina https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html;
4. stabilito in 5,40000% il tasso di inflazione prospettica secondo quanto indicato dal MEF⁵.
5. Determinato quindi in 17,3044% il tasso finale per l'attualizzazione reddituale, dato dalla sommatoria algebrica dei precedenti punti 2, 3 e 4;

⁴ Dati al 1 agosto 2023 - Fonte Borsa Italia e Mercati Internazionali e pubblicati su sito Sole24ore settore Mercati e Finanza

⁵ "Def, inflazione programmata per quest'anno al 5,4%", in Ilsole24ore 11 aprile 2023

6. Fissato in 9 anni l'orizzonte temporale dell'attualizzazione in ragione della scadenza dei brevetti come in precedenza esposte.

3. Sintesi della valutazione

Alla luce delle analisi condotte, attraverso il metodo individuato (attualizzazione del reddito normalizzato con orizzonte temporale limitato), il valore economico del complesso aziendale della fallita, alla data del 31 dicembre 2022 espresso dalla formula $W = \text{€ } 27.113 \times a_{9 \uparrow 17,3042\%}$ è stimato in € 119.427.

Lo scrivente ritiene altresì che le particolari condizioni di vendita in cui il compendio aziendale si troverà ad essere negoziato, le difficoltà di commerciabilità del compendio aziendale in contesto concorsuale, consiglino di apportare al valore così individuato un abbattimento forfetario di valore in misura almeno pari al 20%. Tale scelta è avvalorata anche dalle considerazioni svolte circa l'attività svolta che poggia su brevetti non così esclusivi e marchi non esclusivi.

4. Il valore autonomo dell'avviamento

Per rispondere al quesito peritale circa la determinazione autonoma dell'avviamento, il sottoscritto in luogo della consueta formula, ritiene di applicare un metodo empirico così riassumibile

- i. Tenendo conto delle medesime rettifiche operate in sede di normalizzazione del reddito come esposte nella tabella soprastante, variare conseguentemente anche il patrimonio netto contabile come da bilancio di *** al 31/12/2022 secondo il seguente prospetto:

| | |
|---|---------|
| PN CONTABILE 31/12/2018 *** | 4.171 |
| PN CONTABILE 31/12/2022 *** | 78.563 |
| delta + | 74.392 |
| a dedurre sommatoria risultati 2018-2022 come da bilancio | -74.515 |
| a sommare sommatoria risultati 2018-2022 rettificati | 94.830 |
| PN rettificato | 94.707 |

- ii. Sottrarre dal capitale economico (che comprende anche l'avviamento), determinato al precedente punto 5. in euro 119.427, con il suindicato patrimonio netto rettificato di euro 94.707

Determinando così, residualmente, il valore dell'avviamento in € 119.427 – € 94.707 = € 24.720 il valore autonomo dell'avviamento.

5 Conclusioni

Pertanto, sulla base di quanto esposto nella presente relazione, il sottoscritto determina – secondo stima reddituale - il valore del ramo d’azienda oggetto di valutazione in euro 95.542 che si arrotonda in euro 95.000.

Pertanto l’offerta presentata dalla società *** pur non risultando congrua rispetto al valore sopra determinato, ben potrebbe essere utilizzata dalla curatela quale prezzo base per lo svolgimento di procedura competitiva avete ad oggetto la cessione del compendio aziendale.**

Tale valore si riferisce al ramo aziendale nel suo complesso ed è caratterizzato, ad avviso del sottoscritto, da oggettività ed estrema prudenza valutativa.

Lo scrivente rimane ovviamente a disposizione per gli eventuali ulteriori chiarimenti e integrazioni che dovessero essere necessari.

Milano, 21 settembre 2023

Con osservanza

Allegati

Ut supra

Dott. Riccardo Colombo

