

GIUDICE DELEGATO: DOTT. FRANCO PASTORELLI
CURATORE: DOTT.SSA CLAUDIA CENERINI

RELAZIONE DI STIMA DEL VALORE DELLE AZIONI IN CENTRO
FIDI TERZIARIO SOCIETA' CONSORTILE PER AZIONI

PERITO ESTIMATORE: DOTT. ALESSANDRO VANNI

DOTT. ALESSANDRO VANNI
DOTTOR COMMERCIALISTA
REVISORE LEGALE DEI CONTI



SOMMARIO

I.	Premessa	3
II.	Oggetto Dell'incarico.....	3
III.	Data di riferimento e fonti informative utilizzate	3
IV.	Descrizione della società.....	3
V.	I METODI DI VALUTAZIONE	8
1.	Il processo di stima del valore di un'azienda.....	8
2.	Analisi dei metodi valutativi e criteri di valutazione aziendale	8
2.1	<i>Il metodo patrimoniale</i>	9
2.2	<i>Il metodo reddituale</i>	10
2.3	<i>Il metodo misto patrimoniale-reddituale</i>	13
2.4	<i>Il metodo finanziario</i>	13
2.5	<i>Il metodo dei multipli</i>	16
VI.	LA SCELTA DEI METODI DI VALUTAZIONE	17
VII.	L'APPLICAZIONE DEL METODO DEI MULTIPLI.....	21
VIII.	IL VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO DI CENTROFIDI TERZIARIO.....	23
IX.	INDIVIDUAZIONE DEL MINOR VALORE DELLA PARTECIPAZIONE IN BASE ALLO "SCONTO DI MINORANZA" E "SCONTO DI NEGOZIABILITÀ".....	23
X.	IL VALORE DELLA PARTECIPAZIONE DI ██████████ IN CENTROFIDI TERZIARIO...25	

ASTE
GIUDIZIARIE.it

ASTE
GIUDIZIARIE.it

ASTE
GIUDIZIARIE.it

I. Premessa

Il sottoscritto dott. Alessandro Vanni, nato a Livorno il 09.06.1962 codice fiscale VNNLSN62H09E625M con studio in Livorno, Via Marradi,4 commercialista iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Livorno, al n. 246/A è stato incaricato dalla Dott.ssa Claudia Cenerini, Curatore del fallimento in epigrafe, allo scopo di individuare il valore attribuibile alle azioni, pari al 0,82% del capitale sociale del CENTROFIDI TERZIARIO - Società consortile per azioni, di proprietà della fallita [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED] al fine di poter esperire la procedura competitiva per la cessione di tali azioni.

Lo scrivente dichiara di essere indipendente dalla società fallita (proprietaria delle azioni da stimare) e dalla società da valutare e di non aver alcun interesse diretto o indiretto in operazioni che hanno riguardato in passato la società, anche con riferimento ai soggetti che con la stessa hanno operato o intrattenuto rapporti d'affari.

II. Oggetto dell'incarico.

La finalità del presente elaborato, sulla base dell'incarico conferito allo scrivente dal Curatore del fallimento, Dott.ssa Claudia Cenerini, è la determinazione del valore attribuibile alla partecipazione del 0,82% del capitale sociale del CENTROFIDI TERZIARIO S.c.p.a, di proprietà del fallimento [REDACTED].

La stima del valore della partecipazione al capitale presuppone, anzitutto, la determinazione del valore dell'azienda di pertinenza della società le cui partecipazioni sono oggetto di stima. L'incarico ha per oggetto dunque la valutazione del capitale economico del CENTROFIDI TERZIARIO S.c.p.a, (di seguito la "Società").

III. Data di riferimento e fonti informative utilizzate

La data di riferimento per la valutazione della partecipazione societaria è il 31/12/2021.

Le fonti informative utilizzate nello svolgimento dell'incarico sono le seguenti:

1. Bilancio di esercizio al 31/12/2019 e Relazione sulla Gestione
2. Bilancio di esercizio al 31/12/2020 e Relazione sulla Gestione
3. Bilancio di esercizio al 31/12/2021 e Relazione sulla Gestione
4. Relazioni del collegio sindacale e della società di revisione;
5. Visura camerale storica della società aggiornata;
6. Statuto della società.

Sono stati inoltre utilizzati tutti gli elementi e le informazioni pubblicamente fruibili nelle banche dati e sui siti istituzionali, considerate utili al fine di pervenire ad un corretto valore di stima della società oggetto della presente relazione.

IV. Descrizione della Società

CENTROFIDI TERZIARIO S.C.P.A., Codice Fiscale e Partita Iva 05571080489, è iscritta al Registro delle Imprese di Firenze al n. 05571080489, Numero REA FI - 557062; la sede legale è sita in Firenze (FI), Via S. Caterina d'Alessandria n. 4.

La società è stata costituita, in data 27/09/2005.

Per quanto riguarda il capitale sociale, si espongono i seguenti dati:
capitale sociale deliberato: euro 27.295.585,00

capitale sociale sottoscritto: euro 26.458.052,00

capitale sociale versato euro 26.458.052,00

Numero azioni: 26.458.052,00

Valore: 26.458.052,00



La società è amministrata da un Consiglio di Amministrazione composto da 11 membri nelle persone di:

Consiglieri	Carica
[REDACTED]	Presidente del Consiglio di Amministrazione e rappresentante legale
[REDACTED]	Vice Presidente del Consiglio di Amministrazione
[REDACTED]	Consigliere

L'organo di controllo è costituito da un Collegio Sindacale composto da 5 membri e la revisione contabile è affidata a una società di revisione:

Sindaci	Carica	Durata carica
[REDACTED]	Presidente del Collegio Sindacale	Fino approvazione bilancio 31/12/2022
[REDACTED]	Sindaco	Fino approvazione bilancio 31/12/2022
[REDACTED]	Sindaco Supplente	Fino approvazione bilancio 31/12/2022
[REDACTED]	Sindaco	Fino approvazione bilancio 31/12/2022
[REDACTED]	Sindaco Supplente	Fino approvazione bilancio 31/12/2022
[REDACTED]	Società di Revisione	9 anni

Con atto notaio Marino Pasquale Repertorio N. 63374 del 18/04/2019, sono stati nominati due procuratori:

Procuratori	Carica	Durata carica
[REDACTED]	PROCURATORE	Fino a revoca
[REDACTED]	PROCURATORE	Fino a revoca



Il capitale sociale sottoscritto e versato risulta, alla data di riferimento della presente perizia, pari a Euro 26.458.052 ed è così suddiviso.



1

POSSESSORI AZIONI ORDINARIE	Capitale sociale	N. Azioni	
	216.906	216.906	Azioni ordinarie
COOP. DI GARANZIA PER LE PICCOLE E MEDIE IMPRESE DELLA PROVINCIA DI VITERBO -FIDIT ALTO LAZIO	14.503	14.503	Azioni ordinarie
BANCO BPM S.P.A.	867.626	867.626	Azioni ordinarie
UMBRIA CONFIDI SOCIETA' COOPERATIVA IN LIQUIDAZIONE	314.584	314.584	Azioni ordinarie
CREDIT AGRICOLE ITALIA S.P.A.	1.194.064	1.194.064	Azioni ordinarie
COMFIDI PRATO-CONSORZIO DI GARANZIA COLLETTIVA FIDI	407.863	407.863	Azioni ordinarie
ASCOM FIDI RIETI Impresa cancellata dal Registro Impresa in data 16/09/2020	14.503	14.503	Azioni ordinarie
INTESA SAN PAOLO S.P.A.	1.560.928	1.560.928	Azioni ordinarie
ASCOM FIDI MASSA	72.302	72.302	Azioni ordinarie
FEDERAZIONE TOSCANA BANCHE DI CREDITO COOPERATIVO SOC.COOP.RL.	503.788	503.788	Azioni ordinarie
C.T.F. CONFCOMMERCIO TOSCANA FIDI – SOC. CONSORTILE COOPERATIVA	1.837.591	1.837.591	Azioni ordinarie
ASCOM FIDI CONSORZIO FIDI PER LE PICCOLE E MEDIE IMPRESE DE TERZIARIO DELLA PROVINCIA DI GROSSETO	500.000	500.000	Azioni ordinarie
UNIONE DI BANCHE ITALIANE SOCIETA' PER AZIONI, IN FORMA ABBREVIATA ANCHE SOLO UBI BANCA S.P.A.	1.568.812	1.568.812	Azioni ordinarie
CO.FL.SE COOPERATIVA DI GARANZIA COLLETTIVA FIDI SENESE – SOC. COOP IN FORMA ABBREVIATA “CO.FL.SE”	314.584	314.584	Azioni ordinarie
AXITER – SOCIETA' PER AZIONI	146.199	146.199	Azioni ordinarie
BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA S.P.A.	867.626	867.626	Azioni ordinarie
BANCA POPOLARE DI VICENZA SOCIETA' PER AZIONI	367.963	367.963	Azioni ordinarie
BPER BANCA S.P.A.	217.549	217.549	Azioni ordinarie
FIDICOMMERCIO SOCIETA' COOPERATIVA	314.584	314.584	Azioni ordinarie
CENTROFIDI TERZIARIO S.C.P.A.	668.890	668.890	Azioni ordinarie PACCHETTO AZIONARIO DIFFUSO TRA I CLIENTI DELLA SOCIETA' SUDDIVISO IN PICCOLE TRANCHE DI PICCOLI IMPORTI
CENTROFIDI TERZIARIO S.C.P.A.	7.343.360	7.343.360	Altre categorie di azioni AZIONI NON SOTTOPOSTE AD OBBLIGHI CONSORTILI- PACCHETTO AZIONARIO DIFFUSO TRA I CLIENTI DELLA SOCIETA' SUDDIVISO IN PICCOLE TRANCHE DI PICCOLI IMPORTI
BANCA DEL VALDARNO - CREDITO COOPERATIVO – SOCIETA' COOPERATIVA	100.000	100.000	Azioni ordinarie
POSSESSORI AZIONI A VOTO LIMITATO			
UMBRIA CONFIDI SOCIETA' COOPERATIVA IN LIQUIDAZIONE	83.094	83.094	Azioni a voto limitato
COOP. DI GARANZIA PER LE PICCOLE E MEDIE IMPRESE DELLA PROVINCIA DI VITERBO -FIDIT ALTO LAZIO	140.000	140.000	Azioni a voto limitato
ASCOM FIDI RIETI Impresa cancellata dal Registro Impresa in data 16/09/2020	140.000	140.000	Azioni a voto limitato
CENTROFIDI TERZIARIO S.C.P.A.	2.590.713	2.590.713	Azioni a voto limitato

			PACCHETTO AZIONARIO DIFUSO TRA I CLIENTI DELLA SOCIETA' SUDDIVISO IN PICCOLE TRANCHE DI PICCOLI IMPORTI
USUFRUTTO NUDA PROPRIETA'			
METROPOLI S.R.L.	833.813	833.813	USUFRUTTO
ASCOMFIDI FINANZIARIA PER IL COMMERCIO ED IL TURISMO PER LA PROVINCIA DI PISTOIA – IN LIQUIDAZIONE			NUDA PROPRIETA'
FINTERCOM ETRURIA S.R.L.	2.011.181	2.011.181	Azioni ordinarie USUFRUTTO
COO.FI.AR COOPERATIVA FIDI AREZZO – SOCIETA' COOPERATIVA IN LIQUIDAZIONE			NUDA PROPRIETA'
CONFCOMMERCIO FINANZIARIA TERZIARIO LUCCA MASSA CARRARA SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA ABBREVIABILE IN CON.FI.TER. LU-MS SRL	596.913	596.913	Azioni ordinarie USUFRUTTO
CONSORZIO TRA COMMERCianti DELLA PROVINCIA DI LUCCA PER LA GARANZIA COLLETTIVA DEI FIDI – SOCIETA' COOPERATIVA A RESPONSABILITA' LIMITATA IN BREVE COFIDI - LUCCA			NUDA PROPRIETA'
CONFCOMEMERCIO PISA FINANZA S.R.L.	648.113	648.113	Azioni ordinarie USUFRUTTO
COMMERFIDI SOCIETA' COOPERATIVA – IN LIQUIDAZIONE			NUDA PROPRIETA'

CentroFidi è un intermediario finanziario, vigilato da Banca d'Italia, specializzato nel rilascio di garanzie a prima richiesta in favore delle banche e a sostegno delle PMI. Opera su tutto il territorio italiano attraverso 28 sedi ed una piattaforma online.

Nasce per volontà delle Confcommercio provinciali di Toscana e Umbria come strumento per agevolare le imprese nell'accesso al credito.

La società ha il seguente oggetto sociale:

3.1 La società ha per oggetto l'esercizio nei confronti del pubblico dell'attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma.

3.2 La società ha altresì per oggetto l'attività di assistenza ai propri soci ed ai soci degli stessi nell'accesso al credito, agevolando, attraverso prestazione di garanzie, la concessione di crediti, in qualsiasi forma, sia a breve sia a medio-lungo termine, da parte di banche, di società di leasing o di factoring, e di altri soggetti operanti nel settore finanziario, e (o) per favorire il reperimento presso tali soggetti di capitale di rischio; la società potrà intervenire anche in contro-garanzia, in co-garanzia o in garanzia diretta.

3.3 La società dovrà, con funzione strumentale e accessoria a quanto sopra previsto sub 3.1 e sub 3.2, fornire ai consorziati e/o ricevere dagli stessi servizi utili ad un più economico ed efficiente espletamento delle attività secondo le modalità stabilite dal Regolamento consortile e, in particolare:

- a) fornire servizi di assistenza e consulenza tecnica, finanziaria, legale, tributaria e informatica;*
- b) centralizzare alcune fasi dell'attività dei confidi in modo da eliminare duplicazioni e inefficienze;*
- c) tenuta e mantenimento dei rapporti tra i confidi soci e gli istituti credito;*
- d) stipulare le convenzioni con gli istituti di credito;*

3.4 Nell'interesse dei consorziati e comunque con funzione strumentale e accessoria a quanto sopra previsto sub 3.1 e sub 3.2, la società inoltre potrà:

- promuovere e sviluppare la cultura nel campo economico-finanziario attraverso seminari, convegni e altre attività di aggiornamento professionale su tematiche finanziarie e creditizie;
- tenere e mantenere i rapporti delle consorziate con soggetti pubblici e/o operatori del settore del credito anche in ordine alla politica creditizia e/o allo studio di possibili alleanze strategiche nazionali ed internazionali assumendo, ove utile, partecipazioni e cointeressenze in società, consorzi e cooperative interregionali e nazionali;
- concorrere, in collaborazione con l'Unione Regionale del Commercio e del Turismo e Servizi della Toscana alla costituzione e partecipare a - ovvero, laddove in possesso dei requisiti dalla legge gestire — fondi interconsortili di garanzia e a enti, società e organizzazioni volti a coordinare o potenziare le attività dei confidi e/o creditizia;
- partecipare a iniziative, programmi, strumenti di garanzia a favore delle piccole e medie imprese gestiti da istituzioni, enti e società italiani ed esteri, concludendo appositi accordi e potendo essere destinatario di contro-garanzie e di interventi di reintegro delle perdite;
- versare contributi all'Unione Regionale del Commercio e del Turismo e Servizi della Toscana al fine di realizzare iniziative volte a promuovere, unitamente alle associazioni provinciali, l'offerta dei servizi della società alle imprese toscane.

3.5 Salvo che sia consentito dalle leggi via via vigenti o che possieda i requisiti richiesti dalla legge, la società non potrà effettuare raccolta di risparmio tra il pubblico con le eccezioni previste dalla legge e, in particolare, le seguenti:

- a) raccolta mediante emissione di obbligazioni, strumenti finanziari ibridi, cambiali finanziarie e certificati d'investimento;
- b) raccolta fra i soci, con strumenti non "a vista", a condizione che siano iscritti nel libro soci da almeno tre mesi e che detengano una partecipazione non inferiore al 2% del capitale o a diversa condizione prevista dalla legge via via vigente.
- c) raccolta nell'ambito del gruppo di imprese;
- d) raccolta presso i dipendenti.

3.6 La società nell'ambito dell'oggetto sociale potrà svolgere ogni attività immobiliare o finanziaria strumentale o connessa, ricevere finanziamenti agevolati, promuovere fondazioni in materia creditizia.

V. I METODI DI VALUTAZIONE

1. Il processo di stima del valore di un'azienda: profili metodologici.

La valutazione di un'azienda consiste nella attribuzione di un valore al capitale economico dell'azienda stessa, intendendosi con l'espressione "capitale economico" quell'entità che rappresenta il valore dell'azienda e che prescinde da una rappresentazione puramente contabile del suo patrimonio netto di bilancio.

La dottrina economico - aziendale e la prassi professionale hanno elaborato, nel corso del tempo, molteplici metodologie, da utilizzare con riferimento alle caratteristiche specifiche dell'ente sottoposto a stima ed in relazione alla finalità della stima stessa.

Presupposto fondamentale di ogni valutazione è la scelta preliminare della soluzione metodologica più appropriata in funzione di:

- scopo della valutazione
- realtà specifica del bene che ne è oggetto
- disponibilità e reperibilità dei dati necessari all'analisi.

Per una migliore comprensione, si espongono, quali considerazioni generali per la scelta del metodo di valutazione che verrà successivamente espresso, i principali e più usati metodi elaborati dalla dottrina estimativa per le valutazioni delle aziende, esaminando le caratteristiche di ognuno.

2. Analisi dei metodi valutativi e criteri di valutazione aziendale

Ai fini valutativi possono essere utilizzate uno o più metodiche di valutazione. Ciascuna metodica include molti diversi criteri di valutazione, accomunati da una stessa logica valutativa sottostante.

Le principali sono:

I. la **metodica di mercato (*market approach*)**, è un approccio basato sulla comparazione del complesso aziendale da valutare con attività simili per le quali siano disponibili adeguate indicazioni.

Essa fornisce indicazioni di valore significative in presenza delle seguenti condizioni:

- le attività assunte quali *benchmark* dell'attività oggetto di valutazione presentano un grado accettabile di comparabilità;
- i prezzi osservati per le attività di riferimento si formano in normali condizioni di mercato;
- il mercato che rappresenta la fonte dei prezzi osservati esprime indicazioni coerenti con la configurazione di valore adottata ai fini dell'analisi valutativa.

La logica alla base della prospettiva adottata con questa metodica è che nessun operatore razionale riconoscerebbe ad un'attività un valore significativamente diverso dal prezzo corrente di mercato.

Nell'ambito di tale metodica rientrano i criteri comparativi di mercato.

II. la **metodica dei flussi di risultati attesi (*income approach*)**, in base alla quale il valore è funzione della capacità del complesso aziendale di generare flussi di risultato nel futuro.

È l'approccio tipico dei criteri finanziari e reddituali. Esistono molte varianti nell'applicazione di entrambi i criteri, finanziari e reddituali, nelle prospettive *asset side* o *equity side*, in quanto svariate possono essere le formule valutative adottabili e quindi i metodi riconducibili alla metodica. Le differenti versioni delle formule dipendono prima di tutto dai dati disponibili.

La metodica dei risultati attesi è aderente alla prospettiva tipica della "Teoria della Finanza" in base alla quale il valore di ogni attività di carattere reale o finanziario è funzione dei flussi finanziari o reddituali generati

nell'arco della vita utile residua dell'attività stessa, della distribuzione nel tempo dei risultati attesi e del grado di incertezza riferibile alla futura manifestazione dei flussi di risultato.

III. la **metodica del costo** (*cost approach*), per la quale il valore è funzione dei costi da sostenere per riprodurre un'attività simile a quella da valutare. Essa fornisce indicazioni sull'onere che dovrebbe essere sostenuto per ottenere un'attività simile a quella oggetto di valutazione. Il costo può essere inteso in due differenti accezioni: come costo di riproduzione o di ricostruzione (*reproduction cost*) o come costo di sostituzione o di rimpiazzo (*replacement cost*).

Il costo di riproduzione e quello di rimpiazzo devono essere determinati tenendo conto dei fenomeni di degrado (*obsolescenza*) che interessano l'attività oggetto di valutazione alla data di valutazione.

Possiamo annoverare in questa metodica i criteri patrimoniali.

Dalla combinazione tra la metodica del costo e dei risultati attesi derivano il criterio misto o patrimoniale reddituale.

I criteri di valutazione aziendale

I metodi riconosciuti per la valutazione delle aziende, o dei rami di azienda, appartengono a cinque gruppi, comprensivi di diverse varianti:

i metodi patrimoniali,

i metodi reddituali,

i metodi che individuano la creazione di valore,

i metodi finanziari,

i metodi comparativi di mercato.

Al di là della loro articolazione, tutti sono riconducibili alle tre metodiche generali: del mercato, dei risultati attesi o del costo.

Si propone di seguito un'analisi dei principali metodi di valutazione delle aziende: vale a dire il criterio patrimoniale, quello finanziario, quello reddituale, quello misto patrimoniale-reddituale e quello dei multipli di mercato.

2.1 Il metodo patrimoniale

Si distingue tra *metodo patrimoniale semplice* e *metodo patrimoniale complesso*.

Il metodo patrimoniale semplice si basa sulla valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale e si propone di individuare il valore effettivo del patrimonio netto aziendale risultante dalla distinta stima a valori correnti delle singole attività e passività alla data di riferimento.

La logica di questo metodo è quella di addivenire alla stima del patrimonio netto rettificato, ovvero il patrimonio netto riespresso a valori correnti, determinato sommando algebricamente al patrimonio netto contabile le rettifiche (positive o negative) generate dalle valutazioni delle varie poste a valori di mercato, in sostituzione di quelle al costo presenti in bilancio.

Il valore di un'azienda viene quindi stimato in misura pari al valore del suo patrimonio netto contabile rettificato in funzione delle eventuali differenze riscontrabili tra i valori storici degli elementi dell'attivo e del passivo e i corrispondenti valori correnti, di mercato.

Il Metodo Patrimoniale semplice è espresso dalla seguente formula:

$$W = K$$

dove

W= valore dell'azienda

K= capitale netto rettificato



Il metodo patrimoniale complesso comprende la valorizzazione di beni immateriali anche se non iscritti in bilancio. Quantifica il valore economico del capitale dell'azienda rettificando opportunamente il valore del patrimonio netto ed includendo il valore delle risorse "intangibili" anche se non iscritte a bilancio.

Nel metodo patrimoniale complesso la formula di riferimento è:

$$W = K + VBI = K'$$

dove

W= valore dell'azienda

K= capitale netto rettificato calcolato con il metodo patrimoniale semplice

VBI = valore dei beni immateriali

K' = capitale netto integrato

In generale, il metodo patrimoniale è consigliabile qualora i beni che compongono il patrimonio aziendale siano caratterizzati da un proprio rilevante ed autonomo valore. È infatti un metodo adatto per aziende con forte patrimonializzazione, cioè in cui assume principale rilevanza il valore degli assets presenti nel patrimonio.

Non sempre è applicabile, dal momento che il valore di un'azienda in molte circostanze può essere influenzato più dalla sua redditività futura che dal livello del suo patrimonio.

2.2. Il metodo reddituale

I metodi reddituali tendono a determinare il valore dell'azienda in funzione del flusso di redditi futuri attesi durante l'arco temporale definito nell'analisi. Il valore del capitale economico (W) viene dunque stimato come funzione del reddito atteso (R).

Si distinguono due differenti approcci.

Nel caso in cui l'orizzonte temporale entro il quale si stima che l'azienda sia in grado di produrre reddito sia indefinito, il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita perpetua di rata costante (R), calcolata al tasso (i) ed è determinato in base alla seguente formula:

$$W = R / i$$

dove

W = valore dell'azienda



R = Reddito medio atteso, prospettico

i = tasso di attualizzazione

Nel caso in cui si consideri invece un arco temporale definito, anche in considerazione delle difficoltà di effettuare stime attendibili dei risultati reddituali futuri oltre un lasso temporale ragionevole, il valore economico aziendale per attualizzazione in un numero limitato (n) di anni è dato da:

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

dove:

W = Valore dell'azienda

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

n = orizzonte temporale considerato, ovvero numero di anni futuri che si vuole considerare per valutare l'azienda (normalmente si fa riferimento ad un arco temporale da 3 a 5 anni)

i = tasso di attualizzazione

a = fattore di attualizzazione

Per la corretta applicazione del metodo reddituale si rende necessario:

- quantificare il reddito medio prospettico (o reddito medio normale atteso).
- individuare un orizzonte temporale congruo.
- scegliere un tasso di attualizzazione che rispecchi sia la congiuntura economica sia i rischi affrontati dall'azienda.

Il reddito (R) rilevante ai fini dell'applicazione del metodo in questione è un reddito prospettico, idoneo a riflettere le condizioni di redditività attesa dell'azienda; è medio, vale a dire che l'impresa è stabilmente in grado di produrre, ed è normalizzato, ossia depurato dalle componenti straordinarie non ripetibili e comunque estranee alla gestione. Il reddito medio normale è calcolato, quindi, con riferimento a condizioni normali di svolgimento della gestione.

L'approccio generalmente seguito per la stima del tasso di capitalizzazione è quello del cosiddetto costo-opportunità, che consiste nella scelta di un tasso equivalente al rendimento offerto da investimenti alternativi a parità di rischio. Il tasso di attualizzazione (i) incorpora il rendimento riconosciuto ad attività prive di rischio e l'adeguata remunerazione del rischio sopportato.

In particolare, il tasso di puro interesse, relativo agli impieghi di capitale a rischio nullo, è determinato sostanzialmente in riferimento a titoli di debito pubblico a scadenza non breve; peraltro, in periodi di inflazione, il medesimo deve essere depurato dall'erosione monetaria creata dalla componente inflazionistica e, pertanto, assunto nella sua configurazione di tasso reale. La maggiorazione del tasso di puro interesse a titolo di premio per il rischio di impresa, è commisurato all'intensità del rischio generale d'impresa gravante sul capitale proprio.

I criteri di determinazione del valore in base al reddito, sotto il profilo metodologico, si distinguono tra loro essenzialmente in ragione dell'utilizzo di un approccio *levered (Equity side)* oppure *unlevered (Asset side)* e della formula di capitalizzazione presa a riferimento.

Nell'ottica *asset side (unlevered)* si calcola il valore attuale dei risultati economici al lordo degli oneri

finanziari, ottenendo così il cosiddetto *Enterprise Value*. Nell'impostazione *asset side*, denominata anche *debt free approach*, la struttura finanziaria viene quindi ritenuta una condizione che non incide sull'entità del valore dell'azienda, e pertanto deve essere «neutralizzata».

Tale valore è perciò individuato sulla base di flussi di reddito "normali" attesi prodotti dalla gestione operativa, al lordo del risultato della gestione finanziaria (*NOPAT – Next Operating Profit After Taxes*). Il tasso di attualizzazione dei flussi è il WACC (*weighted average cost of capital - Costo medio ponderato del capitale*). Per giungere dal valore *asset side* così ottenuto (*Enterprise Value*) al valore del capitale economico dell'azienda (*Equity Value*), l'*Enterprise Value* deve essere depurato della posizione finanziaria netta ($W = r / i - pfn$, dove *pfn* indica la posizione finanziaria netta e *i* è il WACC).

Nell'approccio *equity side (levered)*, si considera invece la posizione finanziaria come una delle condizioni che influenzano il valore di un'azienda. Si calcolano i flussi reddituali netti che l'impresa è in grado di generare e si attualizzano utilizzando come tasso di attualizzazione il *Ke (cost of equity: risk free rate + premium risk)*. Il metodo reddituale può quindi essere declinato sia nella determinazione del valore del capitale economico (prospettiva *equity side*) sia nella determinazione del valore dell'impresa (prospettiva *asset side*). Nel primo caso, si determina il valore del capitale economico dell'azienda (*Equity Value*) attualizzando i redditi di esclusiva pertinenza degli azionisti. Nel secondo caso, si determina l'*Enterprise Value*, inteso come valore delle attività che costituiscono l'azienda e che contribuiscono alla generazione dei redditi netti prospettici.

Nel caso in cui il metodo reddituale sia applicato nella prospettiva *equity side*, i flussi reddituali sono rappresentati dagli utili netti conseguiti dall'azienda. L'utile netto, in quanto disponibile per i soli azionisti sarà attualizzato ad un tasso che esprima il solo costo del capitale proprio.

Nel caso in cui, invece, il metodo reddituale sia declinato nella prospettiva *asset side*, ovvero sia utilizzato per la determinazione del valore degli *asset* costituenti l'azienda, i flussi reddituali da attualizzare sono rappresentati dai redditi operativi defiscalizzati. In tale specifica fattispecie, il flusso reddituale così determinato è di competenza non solo degli azionisti, ma di tutti i fornitori di capitale, sia di rischio che di debito. Pertanto tale reddito deve essere attualizzato ad un tasso che esprima la media ponderata del costo del capitale di debito e di quello del capitale proprio, per ottenere il valore globale del capitale impiegato nell'azienda. Sottraendo da tale importo il valore di mercato del capitale di debito, si perverrà al valore del capitale economico dell'azienda. In tal caso, difatti, essendo i flussi al servizio sia dei creditori che degli azionisti (in quanto calcolati al lordo degli oneri finanziari), il costo del capitale dovrà incorporare il rendimento richiesto dai detentori sia del capitale di debito che di quello di rischio.

In questi ultimi anni si è notata una generale tendenza, nei processi di valutazione delle aziende, ad affidare un peso maggiore alla componente reddituale, in ossequio al principio che il valore di un'azienda trova il proprio fondamento essenzialmente nella capacità dell'azienda stessa di produrre ricchezza. Il metodo reddituale dunque, pur trovando un limite nell'aleatorietà delle stime sulle capacità reddituali dell'impresa, ha acquisito sempre maggior credito e diffusione negli ultimi decenni, parallelamente all'affermarsi dei metodi finanziari, più graditi e diffusi nei Paesi anglosassoni.

2.3. Metodo misto patrimoniale-reddituale

Il metodo in oggetto, fondandosi sui presupposti concettuali propri sia del criterio reddituale sia di quello patrimoniale, consente di pervenire ad un risultato finale che contempera entrambi gli aspetti indicati. Questa soluzione, dunque, valuta l'impresa tenendo conto in via congiunta sia della sua struttura patrimoniale, sia della capacità di generare flussi reddituali, così da considerare l'elemento di obiettività e verificabilità proprio del metodo patrimoniale, senza peraltro trascurare le attese reddituali, che sono una componente essenziale del valore del capitale economico

Nella prassi il metodo misto più diffuso è quello dell'attualizzazione limitata del sovrareddito, noto come metodo U.E.C. che identifica, attraverso una stima autonoma, il goodwill (o il badwill) aziendale. Il fondamento di questa metodologia è basato sulla capacità da parte dell'azienda di produrre un sovrareddito rispetto al rendimento medio del comparto di riferimento.

Tanto più l'impresa remunera meglio dei propri concorrenti il capitale investito nell'attività, tanto maggiore sarà il valore dell'avviamento aziendale e quindi dell'azienda stessa.

La valutazione d'azienda con il metodo misto patrimoniale reddituale si basa sulla seguente formula:

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

K = valore patrimoniale o capitale netto rettificato;

R = reddito normalizzato atteso per il futuro;

n = numero definito e limitato di anni;

i = tasso di rendimento normale del tipo di investimento considerato;

i' = tasso di attualizzazione del profitto o sovrareddito, cioè della differenza (R - iK), spesso assimilato al tasso di rendimento degli investimenti giudicati a rischio nullo (in Italia i titoli di Stato a medio - lungo termine).

2.4. Metodo finanziario

Secondo il metodo finanziario, il valore economico di un'azienda è pari al valore dei flussi monetari (di cassa) che si prevede la stessa potrà generare, attualizzati applicando un tasso che riflette il rischio dell'investimento. La previsione dei flussi finanziari futuri è dunque il fulcro della valutazione dell'azienda. Il metodo si giustifica, concettualmente, come tentativo di valutare l'azienda non in funzione degli elementi storici, ma in funzione dei flussi di cassa futuri, ponendo particolare accentuazione sulle dinamiche finanziarie previste nel tempo.

Esistono due grandi categorie di metodi finanziari: metodi unlevered e metodi levered.

I metodi *levered* si basano sull'attualizzazione dei flussi di cassa disponibili per gli azionisti, scontati ad un tasso (costo dell'*equity* - K_e) che ne riflette il grado di rischio. I flussi di cassa sono calcolati al netto degli interessi passivi al servizio del debito.

I metodi *unlevered* si basano sulla attualizzazione dei flussi di cassa disponibili per tutti coloro che apportano risorse finanziarie in azienda (azionisti e fornitori di capitale di debito). I flussi di cassa disponibili sono calcolati al lordo degli oneri di tipo finanziario e scontati al WACC.

Quindi le due opzioni possibili sono:

- flussi di cassa disponibili per gli azionisti (flussi levered) attualizzati utilizzando il K_e (modello CAPM)
- flussi di cassa disponibili per azionisti e creditori (flussi unlevered) attualizzati utilizzando il WACC

Il valore stimato sulla base dei flussi finanziari levered è un valore per gli azionisti (Equity value), cioè il valore del capitale economico dell'azienda di esclusiva pertinenza dei soci (prospettiva equity side). A sua volta, la stima basata sui flussi unlevered, determina il valore dell'impresa (Enterprise Value) inteso come valore delle attività che costituiscono l'azienda e che contribuiscono alla generazione dei flussi di cassa ed è quindi riferito al valore di pertinenza dei portatori di tutto il capitale investito, ossia azionisti e creditori (prospettiva asset side).

Pertanto, nell'approccio equity side, si determina il valore del capitale economico dell'azienda di esclusiva pertinenza dei soci; nell'approccio asset side, si determina l'Enterprise Value inteso come valore dell'impresa. Si può giungere in via indiretta all'Equity Value sottraendo dall'Enterprise Value la posizione finanziaria netta (PFN) ($W = EV - PFN$).

I flussi di cassa, nei due approcci, sono determinati come segue:

	=	Reddito Operativo (EBIT)
	-	Imposte teoriche pagate sull'EBIT
	=	Net Operating Profit After Taxes (NOPAT)
UNLEVERED	+	Ammortamenti
	+	Accantonamenti
	=	Flusso di Cassa della Gestione Corrente
	+/-	Variazioni di Capitale Circolante Netto
	+/-	Variazioni di Capitale Fisso (investimenti/disinvestimenti)
	=	Flusso di Cassa Operativo (Free Cash Flow from Operations)
LEVERED	+/-	Oneri/Proventi finanziari
	+/-	Accensione/Rimborso di Finanziamenti
	=	Flusso di Cassa per gli Azionisti (Free Cash Flow to Equity)

Essi vengono calcolati utilizzando le informazioni presenti nel piano strategico aziendale. Di solito il piano prevede dettagliatamente i risultati per i futuri 3-5 anni. Il NOPAT è il flusso grezzo dal quale si parte per il calcolo dei flussi di cassa di entrambi i metodi. È calcolato sottraendo all'EBIT un'aliquota fiscale pari a quella teoricamente applicata alla data della valutazione (in Italia circa il 28%). Si utilizza un'aliquota fiscale teorica per permettere una maggiore comparabilità tra i flussi e tra diverse aziende.

Nel caso dei *Free Cash Flow to Equity*, i flussi di cassa disponibili sono influenzati sia dalle politiche di investimento che da quelle di indebitamento e quindi dai movimenti finanziari inerenti le accensioni, rimborsi e remunerazione dei finanziamenti. Tali flussi, in quanto disponibili per i soli azionisti ed esprimendo il valore del capitale economico dell'azienda, andranno attualizzati ad un tasso che esprima il solo costo del capitale proprio.

Nel caso degli *Unlevered Free Cash Flow*, invece, i flussi di cassa così determinati sono di competenza non solo degli azionisti ma di tutti i fornitori di capitale, sia di rischio che di debito. Pertanto tali flussi devono

essere attualizzati ad un tasso che esprima la media ponderata del costo del capitale di debito e di quello del capitale proprio, per ottenere il valore globale del capitale impiegato nell'azienda. Pertanto, con riguardo al tasso impiegato per attualizzare i flussi di cassa, lo stesso sarà quindi rappresentato:

→ nella prospettiva *equity side*,

dal costo del capitale proprio dell'azienda, ovvero il rendimento riconosciuto agli investitori in un mercato in equilibrio per l'investimento in capitale di rischio. Il tasso è stimato facendo riferimento al modello del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) in base al quale in un mercato in equilibrio, i premi per il rischio (in termini di tasso di rendimento atteso) sono proporzionali al rischio sistematico (ovvero il rischio non eliminabile per diversificazione) implicito nel titolo oggetto di valutazione. Tale modello prevede che il costo del capitale si compone di (i) una componente espressiva del rendimento delle attività prive di rischio (*risk free*) e (ii) di una componente legata al rischio sistematico implicito nel titolo oggetto di riferimento. Il risultato così ottenuto, poi, sarà aggiustato per tener conto della eventuale presenza di un fattore di rischio specifico dell'azienda oggetto di valutazione in aggiunta a quello sistematico. In base a tale modello, il costo del capitale può essere espresso dalla seguente relazione:

$$K_e = r_{free} + \beta (ERP)$$

dove:

r_{free} tasso risk free, rendimento di investimenti o titoli privi di rischio;

ERP premio per il rischio di mercato (ovvero *Equity Risk Premium*);

β coefficiente che misura il rischio sistematico della azienda, quantifica il rischio della singola impresa rispetto a quello medio del mercato.

→ nella prospettiva *asset side*,

dal costo medio ponderato del capitale, come espressione della media del costo del debito (al netto degli oneri fiscali) e di quello del capitale proprio:

$$WACC = K_e \times E/(D+E) + K_d \times (1 - t) \times D/(D+E)$$

dove:

K_e = Costo dell'equity

K_d = Costo del Debito

E =Equity

D =Debito (posizione finanziaria netta)

Il principale tra i metodi finanziari è il *Discounted Cash Flows (DCF)*, che può essere declinato sia nella variante levered che in quella unlevered. Il più utilizzato tra questi è l'approccio unlevered, ossia il *Discounted Cash Flow* nella versione *asset side*, la cui formula è la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{UFCF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV}{(1 + WACC)^n} - PFN$$

Dove:

- **W** = Equity Value
- **t** = periodo in cui si sviluppa il flusso da attualizzare
- **UFCF** = Undelevered Free Cash Flow
- **WACC** = Weighted Average Cost of Capital (Costo medio ponderato del capitale)
- **PFN** = Posizione Finanziaria Netta (debito netto)
- **TV** = Terminal Value (valore terminale), espresso dalla formula

dove:

$$TV = \frac{UFCFN}{(WACC - g^{\infty})}$$

UFCFN rappresenta l'*Unlevered Free Cash Flow Normalised* generato dall'azienda oltre il periodo oggetto di valutazione analitica e crescente nel tempo secondo il tasso di crescita espresso da g^{∞} ;

g^{∞} rappresenta il saggio di crescita degli UFCF nel lungo periodo;

n corrisponde all'orizzonte temporale del piano economico, patrimoniale e finanziario dell'azienda oggetto di valutazione e rappresenta quindi il periodo oggetto di valutazione analitica.

Pertanto, l'*Enterprise Value* è espressione dell'attualizzazione dei flussi generati nel lungo periodo dall'azienda. Da esso, sommando algebricamente la PFN, si determina l'*Equity Value*.

2.5. Il metodo dei multipli

L'obiettivo della valutazione basata sui multipli di mercato è la stima del valore di un'attività sulla base di prezzi registrati dal mercato per attività simili.

Inizialmente utilizzati come semplici strumenti di controllo e applicati a guisa di raffronto e conferma rispetto a precedenti valutazioni effettuate con criteri tradizionali, i metodi fondati sui multipli hanno assunto, nel tempo, sempre maggiore rilievo tanto da essere utilizzati direttamente e principalmente nelle procedure di stima.

Tale metodo fonda la sua essenza sull'utilizzo di moltiplicatori (rappresentati numericamente da rapporti matematici), i cui elementi costitutivi sono specificamente individuati a priori e acquisiti direttamente dal mercato.

Le grandezze numeriche su cui si basa il processo valutativo sono identificate da rapporti che pongono in relazione i prezzi delle azioni, desunti dai mercati borsistici, e determinate misure di "performance" aziendale quali il fatturato, Ebitda, Ebit, patrimonio netto, ecc.

Allorché si sia operata un'attenta selezione delle società quotate, relativamente alla loro effettiva comparabilità rispetto al caso concreto, e una volta calcolati gli opportuni moltiplicatori che si ritenga essere maggiormente adeguati alle finalità e alle esigenze complessive proprie della specifica realtà aziendale, sarà possibile addivenire ad un attendibile risultato di stima.

Il metodo dei multipli di mercato è basato sull'ipotesi che i prezzi di mercato rappresentino la migliore approssimazione del valore dell'impresa ed è finalizzato ad individuare la relazione che lega il prezzo con le variabili economiche aziendali.

L'assunto sui cui si fonda il metodo dei multipli è rappresentato dalla relazione esistente tra la grandezza economica considerata rilevante per la valutazione dell'azienda specifica (ad esempio: fatturato, EBITDA, EBIT, Patrimonio Netto, etc.) ed il valore economico di un'azienda. Tale relazione stabilisce che il valore economico di un'azienda è il prodotto della grandezza economica presa a riferimento per un coefficiente di moltiplicazione.

L'utilizzo dei multipli si basa su un processo logico sintetizzabile come segue:

- scelta delle grandezze economiche di riferimento e quindi dei multipli da utilizzare;
- individuazione del campione di società simili e comparabili;
- scelta dei multipli delle società rientranti nel campione;
- determinazione del valore della società oggetto di analisi attraverso l'applicazione alle grandezze economiche di questa dei multipli delle società comparabili.

I moltiplicatori sono generalmente calcolati in riferimento all'EBITDA, all'EBIT o al fatturato delle società.

VI. LA SCELTA DEI METODI DI VALUTAZIONE

Il metodo di valutazione che meglio consente di rappresentare il valore economico dell'azienda deve essere scelto sulla base di una serie articolata di considerazioni quali: le caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione (nonché del settore e del mercato in cui opera), le finalità della valutazione, la quantità e la qualità (anche in termini di attendibilità) delle informazioni disponibili.

La valutazione espressa nella presente relazione tiene conto delle peculiarità connesse alla natura di Società Consortile per azioni senza fini di lucro del CentroFidi Terziario. La Società ha infatti scopo consortile e costituisce organizzazione comune dei Soci ai sensi degli articoli 2602 e 2615-ter cod. civ. Essa opera senza scopo di lucro, anche con attività esterna, nell'interesse e per conto dei soci. Essa è connotata dall'assenza di scopo di lucro, tendendo quindi ad uniformare i costi delle prestazioni per i soci e stabilendo l'obiettivo del pareggio di bilancio, da raggiungere anche mediante conguagli a consuntivo dei costi delle prestazioni erogate. Il risultato d'esercizio, pertanto, è piena espressione di una gestione consortile volta alla realizzazione di servizi per i soci in assenza di scopo di lucro e con conseguente pareggio di bilancio.

Considerate tali peculiarità, si è ritenuto di procedere a determinare il valore della società e delle azioni utilizzando quale metodo di valutazione il "metodo patrimoniale semplice", senza determinazione di alcun avviamento, sulla considerazione che, attesa l'esclusività e la strumentalità dell'attività societaria rispetto alle finalità istituzionali degli enti soci, definite dal vigente statuto sociale, altri criteri risultano non compatibili con la natura della società e le altre metodologie più market-oriented, quali i metodi finanziari o quelli dei multipli di mercato, appaiono scarsamente compatibili con la natura della Società oggetto di valutazione.

Né si rivelano adeguati i metodi reddituali, dato che l'obiettivo è il pareggio di bilancio e non la creazione di flussi di reddito. Si espongono infatti le seguenti considerazioni.

CONTO ECONOMICO

	Voci	31/12/2021	31/12/2020
10	Interessi attivi e proventi assimilati di cui: interessi attivi calcolati con il metodo dell'interesse effettivo	1.540.470	1.381.717
20	Interessi passivi e oneri assimilati	(129.556)	(153.712)
30	MARGINE DI INTERESSE	1.410.914	1.228.005
40	Commissioni attive	3.342.996	4.601.621
50	Commissioni passive	(1.287.270)	(1.942.652)
60	COMMISSIONI NETTE	2.055.726	2.658.970
70	Dividendi e proventi assimilati		
80	Risultato netto dell'attività di negoziazione		
90	Risultato netto dell'attività di copertura Utile/perdita		
100	da cessione o riacquisto di:		
	a) attività finanziarie valutate al costo ammortizzato		
	b) attività finanziarie valutate al fair value con impatto sulla redditività complessiva		
	c) passività finanziarie		
110	Risultato netto delle altre attività e delle passività finanziarie valutate al fair value con impatto a conto economico		
	a) attività e passività finanziarie designate al fair value		
	b) altre attività finanziarie obbligatoriamente valutate al fair value		4
120	MARGINE DI INTERMEDIAZIONE	3.466.640	3.886.979
130	Rettifiche/riprese di valore nette per rischio di credito di:	(123.654)	(630.273)
	a) attività finanziarie valutate al costo ammortizzato		
	b) attività finanziarie valutate al fair value con impatto sulla redditività complessiva		
140	Utili/perdite da modifiche contrattuali senza cancellazioni		
150	RISULTATO NETTO DELLA GESTIONE FINANZIARIA	3.342.986	3.256.706
160	Spese amministrative		
	a) per il personale	(1.276.941)	(1.305.679)
	b) altre spese amministrative	(730.881)	(721.515)
170	Accantonamenti netti ai fondi per rischi e oneri		
	a) impegni e garanzie rilasciate	(2.709)	(982.060)
	b) altri accantonamenti netti	(1.226.637)	(100.000)
180	Rettifiche/riprese di valore nette su attività materiali	(49.105)	(38.904)
190	Rettifiche/riprese di valore nette su attività immateriali		
200	Altri proventi e oneri di gestione	(33.191)	9.976
210	COSTI OPERATIVI	(3.319.463)	(3.138.183)
220	Utili (Perdite) delle partecipazioni		
230	Risultato netto della valutazione al fair value delle attività materiali e immateriali		
240	Rettifiche di valore dell'avviamento		
250	Utili (Perdite) da cessione di investimenti	(280)	
260	UTILE (PERDITA) DELL'ATTIVITA' CORRENTE AL LORDO DELLE IMPOSTE	23.242	118.523
270	Imposte su reddito dell'esercizio dell'operatività corrente	(5.653)	(70.908)
280	UTILE (PERDITA) DELL'ATTIVITA' CORRENTE AL NETTO DELLE IMPOSTE	17.589	47.616
290	Utile (Perdita) delle attività operative cessate al netto delle imposte		
300	UTILE (PERDITA) DELL'ESERCIZIO	17.589	47.616

Dal conto economico della società, si osserva che il reddito netto della società ammonta a 17.589 euro per il 2021, 47.616 euro per il 2020, nonché euro 42.540 per il 2019. La redditività nel 2021 è quindi notevolmente ridotta rispetto agli anni precedenti.

Nella tabella che segue, si riepilogano inoltre alcuni indici, concentrandoci in particolare su ROE e ROA

Indici di redditività (%)	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
Utile netto / (patrimonio netto – utile) (ROE)	0,06%	0,17%	0,15%	0,14%
Risultato Lordo di Gestione* / Totale attivo (ROA)	2,39%	3,13%	2,36%	2,17%
Margine di Interesse / Margine di Intermediazione	40,70%	31,59%	28,50%	21,32%
Commissioni nette / Margine di intermediazione	59,30%	68,41%	71,48	78,68%
Margine di interesse / Totale Attivo	2,45%	2,10%	1,80%	1,25%
Margine di Intermediazione / Totale Attivo	6,03%	6,65%	6,32%	5,85%

* Risultato Lordo di gestione: Margine di Intermediazione (-)costi personale
(-) altri costi amministrativi (-) ammortamenti (+)proventi/ (-)oneri di gestione

L'indice *ROE (Return on Equity)* rappresenta il tasso di redditività del capitale proprio e rappresenta un importante proxy della redditività aziendale. Il calcolo di questo indice per i quattro anni dimostra un rendimento molto basso dell'investimento di mezzi propri all'interno dell'attività economica. Nel 2021 la situazione mostra una redditività praticamente nulla (0,06%). La riduzione significativa dei componenti positivi di reddito, l'aumento significativo dei costi e la riduzione considerevole del margine di intermediazione sono le motivazioni principali di un reddito netto così inferiore rispetto agli esercizi precedenti. Anche negli anni precedenti, comunque, le performances di redditività dei mezzi propri investiti in azienda risultano molto basse se comparate al rendimento annuo di un titolo di Stato come il BTP decennale che garantisce un rendimento annuo netto del 2,5% (Fonte Borsa Italiana). Dal confronto emerge una chiara convenienza nell'investire i propri risparmi in titoli garantiti dallo Stato, come il BTP, piuttosto che impegnare mezzi propri nella società in esame. Il rendimento inferiore evidenzia l'assenza di un premio per il rischio di investimento di capitali all'interno della società.

Il ROA (return on asset) è un indice di redditività che nelle analisi si utilizza spesso in forma combinata con il ROE:

il ROE misura il rendimento ottenuto dai soci;

il ROA misura il rendimento delle risorse aziendali.

Il ROA o Return on Assets, viene utilizzato per verificare l'abilità dell'impresa nell'ottenere e realizzare un flusso di reddito dallo svolgimento della propria attività.

Il ROA è un indicatore di redditività e viene molto utilizzato nell'analisi fondamentale per valutare una società su cui si vuole investire.

Infatti, è grazie al ROA che possiamo capire se l'azienda che stiamo prendendo in considerazione è capace di rendere redditivi i propri asset, ovvero le proprie risorse, e quindi è in grado di creare valore ed essere un investimento redditizio.

Più alto sarà il risultato ottenuto, migliori saranno le capacità dell'impresa nella gestione dei propri Beni. Bassi valori del ROA, come in questo caso, indicano scarsa redditività dell'investimento e scarso rendimento della gestione complessiva.

La scarsa redditività del settore in cui opera CentroFidi Terziario è confermata dal rapporto de "I 2022 sui Confidi in Italia" redatto dal Comitato Torino Finanza, Organo della Camera di Commercio di Torino¹. I dati sulla redditività dell'attività di emissione di garanzia sono complessivamente negativi per i Confidi maggiori: soltanto 7 confidi su 34 (21% del campione) hanno prodotto un Margine operativo Core positivo, il restante 79% ha prodotto marginalità negativa. I dati del 2020 confermano il trend negativo degli anni precedenti: nel 2019 hanno prodotto marginalità negativa dal Core Business il 79% dei confidi del campione, nel 2018 il 76%, nel 2017 il 73% e nel 2016 il 79%. Una quantificazione più evidente del deterioramento della capacità dei confidi di creare reddito è data dalla sommatoria dei margini operativi di tutti i confidi del campione; nel 2020 tale valore è stato pari a -24 milioni di euro, in netto peggioramento rispetto al dato già in positivo del 2019 (-13 milioni di euro) e del 2018 (-12 milioni di euro).

Questo peggioramento è evidente anche dall'analisi delle posizioni dei singoli confidi del campione. Nel 2020 il Margine Operativo Core ha avuto una variazione negativa rispetto all'esercizio precedente per il 65% dei confidi del campione (22 su 34). Rispetto al 2019 soltanto un confido è riuscito a invertire il proprio trend presentando un risultato positivo nel 2020.

La sostanziale stabilità nella capacità/incapacità di creare valore dall'attività caratteristica è inoltre confermata da un altro dato interessante: dei 7 confidi che nel 2019 avevano prodotto un risultato positivo, ben 6 hanno confermato tale capacità anche nel 2020 e soltanto uno ha invertito la tendenza da positivo nel 2019 a negativo nel 2020.

Alcuni confidi hanno realizzato nel 2020 perdite anche parecchio consistenti in valore assoluto. Si assiste ad una conferma del deterioramento progressivo della capacità dei confidi di creare reddito dall'attività di emissione di garanzia.

VII. APPLICAZIONE DEL METODO PATRIMONIALE

Per le ragioni sopra esposte, si è quindi ritenuto opportuno applicare il metodo patrimoniale semplice quale metodo di valutazione.

¹" I Confidi in Italia – 2022" – Comitato Torino Finanza – Camera di Commercio Industria Artigianato e Agricoltura di Torino

Si riporta di seguito la situazione patrimoniale della Società al 31.12.2021

SITUAZIONE PATRIMONIALE 31/12/2021

STATO PATRIMONIALE ATTIVO

Voci dell'attivo		31/12/2021	31/12/2020
10	Cassa e disponibilità liquide	12.144.203	15.896.297
20	Attività finanziarie valutate al fair value con impatto a conto economico		
	a) attività finanziarie detenute per la negoziazione		
	b) attività finanziarie designate al fair value		
	c) altre attività finanziarie obbligatoriamente valutate al fair value		
30	Attività finanziarie valutate al fair value con impatto sulla redditività complessiva		
40	Attività finanziarie valutate al costo ammortizzato		
	a) crediti verso banche	21.851.569	20.769.174
	b) crediti verso società finanziarie	1.117.433	1.462.928
	c) crediti verso clientela	14.654.908	12.588.086
50	Derivati di copertura		
60	Adeguamento di valore delle attività finanziarie oggetto di copertura generica (+/-)		
70	Partecipazioni		
80	Attività materiali	5.346.123	5.346.123
90	Attività immateriali di cui: avviamento		
100	Attività Fiscali		
	a) correnti	86.335	156.112
	b) anticipate	1.567.510	1.526.656
110	Attività non correnti e gruppi di attività in via di dismissione		
120	Altre attività	723.856	709.606
	TOTALE ATTIVO	57.492.450	58.454.982

STATO PATRIMONIALE PASSIVO

Voci del Passivo e del Patrimonio Netto		31/12/2021	31/12/2020
	Passività finanziarie valutate al costo ammortizzato		
10	a) debiti	10.533.766	11.186.284
	b) titoli in circolazione		
	Passività finanziarie di negoziazione		
20	Passività finanziarie designate al fair value		
30 40	Derivati di copertura		
50	Adeguamento di valore delle passività finanziarie oggetto di copertura generica (+/-)		
60			
	Passività fiscali	93.047	37.045
70	a) correnti		
	b) differite		
80 90	Passività associate ad attività in via di dismissione		
100	Altre passività	1.809.214	1.640.947
	Trattamento di fine rapporto del personale	665.265	684.607
	Fondi per rischi e oneri:		
110	a) impegni e garanzie rilasciate	15.658.611	16.930.093
120	b) quiescenza e obblighi simili	1.400.000	200.000
	c) altri fondi per rischi e oneri		
130	Capitale	26.404.442	26.458.052
140	Azioni proprie (-)	(495.747)	(53.610)
150	Strumenti di Capitale		
151	Sovrapprezzi di emissione		
160	Riserve	528.421	471.489
161	Riserva statutaria	1.010.513	980.642
165	Riserve da valutazione		
170	Riserve da attualizzazione	(132.670)	(128.182)
	Utili (perdita) d'esercizio	17.589	47.616
	TOTALE PASSIVO E PATRIMONIO NETTO	57.492.450	58.454.982

Per quanto concerne la variabile *K*, si precisa che la documentazione a disposizione, prevalentemente costituita dai bilanci 2021-2020-2019 e dalle relative relazioni sulla gestione, relazioni del collegio sindacale e della società di revisione, non permette di poter considerare rettifiche rispetto ai valori iscritti contabilmente in bilancio.

Infatti, in primo luogo, tra le attività materiali sono compresi terreni, immobili strumentali e investimenti immobiliari; tuttavia, non si hanno a disposizione perizie immobiliari che possano condurre a rettifiche del patrimonio netto contabile. Si ricorda inoltre che il bilancio è certificato dalla società di revisione e non si ritiene perciò necessario apportare alcuna rettifica agli altri valori contabili. Per tale ragione la valutazione economica della Società sarà effettuata considerando i soli *valori di bilancio* (capitale netto al 31/12/2021).



$$W = K$$

K = patrimonio netto rettificato

Il valore economico di CentroFidi Terziario S.c.p.a. con il metodo patrimoniale è pari a Euro 27.332.548.

VIII. Il valore del capitale economico di CentroFidi Terziario

L'esito valutativo derivante dall'applicazione del metodo patrimoniale semplice conduce ad un valore dell'Equity Value pari ad euro 27.332.548.

Si ritiene quindi di poter concludere che il valore del capitale economico della società CENTROFIDI TERZIARIO S.C.P.A. alla data del 31 dicembre 2021 sia pari a euro 27.332.548.



IX. Individuazione del minor valore della partecipazione in base allo "sconto di minoranza" e "sconto di negoziabilità"

Il valore dei pacchetti azionari o delle quote sociali cambia in funzione del valore dell'azienda, della percentuale di partecipazione al capitale sociale e dei diritti attribuiti dai titoli al loro possessore. Frequentemente, alle partecipazioni di maggioranza viene riconosciuto un premio, in quanto assicurano il controllo assoluto di una società/gruppo.

Al valore ottenuto dopo aver valutato le singole partecipazioni, si aggiunge, infatti, una maggiorazione a titolo di *premio di maggioranza*, che può essere applicato più volte nel caso delle partecipazioni a catena.

Il calcolo del premio è aleatorio in quanto discrezionale: nella prassi professionale oscilla tendenzialmente dal 10% al 40% (solitamente intorno al 30%), a seconda delle condizioni economiche.

Alle partecipazioni di minoranza, di contro, spesso viene detratto uno *sconto di minoranza*, in quanto, anche se di rilievo, non possono garantire il controllo della società e quindi la possibilità di esercitare un'influenza gestionale.

La diminuzione del valore delle partecipazioni è resa, nei fatti, necessaria dal ridotto contenuto di poteri spettanti al pacchetto minoritario e dalla conseguente inappetibilità dei titoli partecipativi nell'ottica di eventuali transazioni.

Nella prassi professionale, la riduzione oscilla dal 15% al 50% ed è proporzionale alla percentuale di partecipazione. Per prassi professionale lo sconto di minoranza, applicato esclusivamente al valore di capitale economico, diminuisce mano a mano che l'entità delle partecipazioni si avvicina al 50% del capitale.

Qualora la partecipazione sia difficilmente negoziabile, può essere quantificato un apposito *sconto di liquidità* (definito anche sconto di mercato o sconto di negoziabilità), che rappresenta il premio necessario a compensare i rischi associati ad un probabile lungo e indeterminato periodo di possesso di partecipazioni non agevolmente negoziabili (ad esempio, per assenza di dividendi distribuibili, per partecipazioni fortemente minoritarie, per accordi sulla limitazione alla trasferibilità, ecc.).

Lo sconto di liquidità si applica anche quando si registra un minor gradimento riservato ai pacchetti di minoranza, nel contesto dell'ottenimento di finanziamenti e di prestazione di garanzie. Quantitativamente la sua misura è, di norma, compresa tra il 30% ed il 60%.

Nel nostro caso provvederemo ad individuare una percentuale adeguata a rappresentare il limitato potere di influenza nelle decisioni legato ad una percentuale di possesso di capitale del 0.82%. Scegliamo tale percentuale nel 30% (*sconto di minoranza*), in linea con la prassi professionale più frequente e con la percentuale di azioni detenute dalla Centro Fidi Terziario. Bisogna altresì individuare una percentuale adeguata a rappresentare la difficoltà di negoziabilità di tali titoli che scegliamo nel 30% (*sconto di liquidità*). Va sottolineato infatti che, data la tipologia dell'azienda in trattazione, la negoziabilità di tali azioni appare difficoltosa ma non impossibile.

La definitiva percentualizzazione del danno sarà pertanto così calcolata:

fatto pari a 100 il valore economico nominalmente attribuibile sopra calcolato, tale valore verrà abbattuto dei due sconti come segue:

100 - 30% = 70 (valore percentuale della partecipazione dopo l'applicazione dello sconto di minoranza)

70 - 30% = 49 (valore percentuale della partecipazione dopo l'applicazione degli sconti di minoranza e liquidità).

Abbiamo tralasciato l'effetto della applicazione ripetuta sulle partecipazioni a catena a causa della complessità del calcolo e perché abbiamo ritenuto poco influente tale effetto sulla sostanza del danno.

Arrotondando il risultato scegliamo il 50% come percentuale di abbattimento della quota di valore economico della partecipazione nella società analizzata. Ne consegue quanto sotto evidenziato.

X. Il valore della partecipazione di [REDACTED] in CentroFidi Terziario

Il sottoscritto dichiara che il capitale economico della società CentroFidi Terziario S.c.p.a. alla data del 31 dicembre 2021, possa quantificarsi in euro 27.332.548 e che, di conseguenza, risulta essere tale il valore delle azioni rappresentative dell'intero Capitale Sociale.

Pertanto, il valore delle quote di partecipazione del socio [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED] capitale sociale del CENTROFIDI TERZIARIO S.C.P.A. alla data del 31/12/2021 è quantificato in misura proporzionale al valore della società diminuita del 50% secondo i parametri di abbattimento per sconto di minoranza e sconto di liquidità sopra individuati e quindi è pari ad euro 112.063,00, come di seguito indicato:

Socio	Quota nominale in euro	Valore Capitale Economico CentroFidi Terziario	Quota percentuale	% di abbattimento Sc.Min. & Sc. Liq.	Valore Partecipazione in CentroFidi Terziario
[REDACTED]	216.906	27.332.548	0,82%	50,00%	112.063

Tutto ciò premesso e documentato, si ritiene di avere assolto l'incarico conferito nell'osservanza delle disposizioni di legge e dei principi della tecnica professionale.

Livorno, 22 luglio 2022

ASTE
GIUDIZIARIE.it

In fede
ALESSANDRO VANNI
Dottore Commercialista
Via Marradi n. 4 - LIVORNO
Partita IVA 01091710492
C.F. VNN LSN 62H09 E625M