



## TRIBUNALE DI PISA



RELAZIONE DEL CONSULENTE TECNICO INCARICATO  
DELLA VALUTAZIONE DEL RAMO D'AZIENDA NEL

Fallimento [REDACTED]

n. 4/2018

GIUDICE DELEGATO: Dott. Giovanni ZUCCONI  
CURATORE: Dott. Stefano CARLI

**Dott.ssa Laura Agudio**  
Dottore Commercialista e Revisore Contabile  
Via Atene n.10 – 56038 Ponsacco (PI)  
Tel 0587-735484 Fax 0587-735494  
e.mail: [laura.agudio@studiosartini.com](mailto:laura.agudio@studiosartini.com)  
pec: [laura.agudio@pec.odcecpisa.it](mailto:laura.agudio@pec.odcecpisa.it)



## Sommario

1. OGGETTO DELL'INCARICO .....	3
1.1 INDIPENDENZA DEL PERITO.....	4
1.2 DOCUMENTAZIONE ESAMINATA.....	4
1.3 OGGETTO, FINALITA' E DATA DI RIFERIMENTO DELLA VALUTAZIONE .....	4
2.CRITERI DI VALUTAZIONE .....	5
2.1 METODI PATRIMONIALI.....	6
3.SCELTA DELLA METODOLOGIA VALUTATIVA.....	10
3.1 VALUTAZIONE DEL PATRIMONIO .....	10
3.2 VALORE DEGLI INTANGIBLES ASSETS.....	11
3.2.1 Capitale umano e know how:.....	11
3.2.2 Marchio , logo e ditta: .....	13
3.3 SINTESI FINALE DELLA VALUTAZIONE DEL RAMO D'AZIENDA.....	19
4. DEFINIZIONE DELLA CONGRUITA' DEL CANONE DI AFFITTO DEL RAMO DI AZIENDA.....	19
5.CONCLUSIONI .....	23

## 1. OGGETTO DELL'INCARICO

La sottoscritta Dott.ssa Laura Agudio, nata a Seregno (MI), il 06/07/1973, Dottore Commercialista in Pisa, iscritta nella sezione A - Dottori Commercialisti dell'Albo Professionale e al Registro Nazionale dei revisori contabili al n. 131675 pubblicato in g.u. del 09/03/2004 n. 19 - IV serie speciale, è stata nominata dal giudice delegato Dott. Giovanni Zucconi, con provvedimento del 30/01/2018 quale esperto per la valutazione del ramo di azienda della società [REDACTED] in fallimento, su istanza del Curatore Dott. Stefano Carli.

Il fallimento della società della [REDACTED] con sede in [REDACTED] ( [REDACTED]), frazione [REDACTED] è stato dichiarato con sentenza n. 4/2018 del 19/01/2018 dal Tribunale di Pisa . La società ha quale oggetto sociale l'attività di produzione di camicie e capi di abbigliamento in genere.

A seguito della stipula di due contratti di affitto di azienda in data 21 novembre 2016, di due atti modificativi di affitto di azienda in data 9 dicembre 2016, di due verbali di assemblea in data 9 gennaio 2017 e in data 26 ottobre 2017, il compendio aziendale di proprietà della fallita [REDACTED] è stato complessivamente concesso in affitto alla società [REDACTED] con decorrenza dal 12 dicembre 2016, per la durata di dieci anni, ad un canone complessivo annuo pari ad Euro 120.000,00. Sono parte integrante dei contratti di locazione del ramo d'azienda:

- i beni strumentali costituiti dagli impianti, i macchinari, le attrezzature industriali e gli arredi di proprietà della fallita;
- il know-how e l'avviamento commerciale in generale;
- i rapporti di lavoro con il personale dipendente come da modifiche intervenute in data 09/12/2016
- facoltà di acquisto del ramo d'azienda non oltre il termine di durata del contratto, ad un prezzo determinato di comune accordo o, in caso di mancato accordo, determinato mediante perizia giurata di un esperto nominato dal Presidente del Tribunale su istanza della parte più diligente.

I contratti, le modifiche e i verbali di assemblee sono allegati in proseguito alla presente perizia.



### 1.1 INDIPENDENZA DEL PERITO

Lo scrivente perito dichiara di essere indipendente dalla società oggetto di valutazione, non avendo mai avuto rapporti di alcun genere con la stessa, e di non avere alcun interesse diretto o indiretto in eventuali operazioni riguardanti la cessione del ramo d'azienda *de quo*.

In adempimento al mandato ricevuto il sottoscritto espone qui di seguito i risultati a cui è pervenuto, dettagliando il criterio di valutazione adottato.

### 1.2 DOCUMENTAZIONE ESAMINATA

Per l'adempimento del mandato professionale, la scrivente ha esaminato la sotto elencata documentazione:

- inventario redatto dall'Istituto Vendite Giudiziarie s.r.l. nella persona del Dott. Endrian Mancka con l'assistenza del Cancelliere Dott.sa Laura Buti e relativa stima dei beni;
- situazioni contabili economiche e patrimoniali della fallita degli anni 2014, 2015, 2016, 2017;
- bilanci [REDACTED] relativi agli esercizi 2014, 2015, 2016, 2017;
- bilanci [REDACTED] srl relativi agli esercizi 2014, 2015, 2016;
- visura camerale [REDACTED]
- contratti di affitto d'azienda e successive modifiche;
- libro cespit [REDACTED]



### 1.3 OGGETTO, FINALITA' E DATA DI RIFERIMENTO DELLA VALUTAZIONE

Oggetto della presente valutazione è il valore attuale del ramo d'azienda della società [REDACTED] così come definita dall'art. 2555 del Codice Civile, ovvero il

complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per lo svolgimento dell'attività d'impresa. L'azienda comprende quindi, secondo tale definizione, beni materiali e beni immateriali, nonché rapporti giuridici, cioè contratti, debiti e crediti. Tuttavia, nel caso specifico, essendo la società fallita, i crediti ed i debiti relativi all'azienda non saranno oggetto di cessione e, pertanto, verranno esclusi dalla presente valutazione.

Aspetto particolarmente rilevante ai fini della presente valutazione, che pertanto verrà di seguito analizzato, risulta essere il trasferimento dei contratti di lavoro dipendente in essere, in quanto trattasi di personale qualificato. Le capacità produttive, organizzative e gestionali acquisite dal personale dipendente nel corso degli anni rappresentano senz'altro una risorsa immateriale di indubbio valore. In questa valutazione verranno comunque escluse tutte le eventuali passività connesse ai rapporti di lavoro (TFR, indennità maturate, stipendi arretrati, etc.) che resteranno a carico della fallita società.

L'analisi del ramo di azienda tiene in considerazione anche i fattori qualificanti, quali marchio, ditta e logo, per ottenere una valutazione specifica del ramo d'azienda oggetto di valutazione.

Ciò premesso si ritiene opportuno fornire una breve esposizione dei principali metodi valutativi elaborati dalla teoria aziendale nel corso degli anni al fine di comprendere le scelte valutative adottate dalla scrivente. Per ogni metodo verranno sinteticamente esposti pregi e difetti, precisando l'impossibilità di determinare a priori una metodologia che risulti preferibile alle altre.

## 2. CRITERI DI VALUTAZIONE

La dottrina aziendale è concorde nel ritenere che il valore dell'azienda sia da individuarsi nel suo capitale economico, ossia nel valore di scambio teorico dell'azienda. La determinazione di tale valore, essendo questo un'entità astratta, non si fonda esclusivamente su dati obiettivi, su quantità e misure automaticamente determinabili, ma impone il ricorso a stime ed ipotesi fondate sulla documentazione fornita al perito e sulle informazioni che questo è riuscito a reperire, il quale, in base alla tipologia di azienda oggetto di valutazione, alla situazione economica/patrimoniale in cui si trova la società,

alla finalità della stessa valutazione ed in base alla qualità/quantità delle informazioni reperite, dovrà scegliere la metodologia che meglio si adatta a rappresentare quanto più oggettivamente possibile il valore dell'azienda.

A prescindere dal metodo di valutazione adottato, al fine di determinare il capitale economico in maniera attendibile, il perito dovrà seguire i seguenti principi generali:

- *razionalità*. Il metodo deve essere razionale, ossia avere una propria consistenza teorica e una validità concettuale;
- *dimostrabilità*. Il metodo deve essere applicabile in concreto ovvero fondato su dati certi o comunque connotati da un alto grado di probabilità;
- *stabilità*. Il valore cui deve giungere il processo di stima del capitale economico non deve fondarsi su elementi provvisori o instabili, ma deve basarsi su valori effettivi e concreti e quindi tendenzialmente validi finché non si ha un cambiamento significativo dei dati posti quale premessa del ragionamento seguito per la stima;
- *generalità*. Il valore cui deve giungere il processo di stima del capitale economico dell'azienda deve avere valenza generale, e non essere influenzato da situazioni particolari e contingenti, quali ad esempio la forza contrattuale dei potenziali acquirenti o venditori, oppure particolari situazioni soggettive.

Di seguito si illustrano i principali metodi che generalmente vengono utilizzati per la determinazione del valore economico dell'azienda.

## 2.1 METODI PATRIMONIALI

I metodi patrimoniali attribuiscono all'azienda un valore uguale a quello corrente degli elementi patrimoniali, ottenuto abbandonando i costi storici e adottando criteri idonei a rappresentare i valori attuali di attività e passività. Possono essere suddivisi in metodi patrimoniali semplici e metodi patrimoniali complessi. La differenza tra i due metodi risiede nel fatto che nei metodi patrimoniali semplici non si tiene conto del valore dei beni intangibili, ossia quei beni che non trovano rappresentazione in contabilità.

- Il metodo patrimoniale semplice considera il valore economico del capitale dell'azienda pari al valore del capitale netto opportunamente rettificato.

$$W = K$$

Dove:

W è il valore dell'azienda;

K è il valore del patrimonio netto rettificato.



Una volta noto il capitale netto contabile, il perito procede con l'individuare le rettifiche da apportare ad ogni posta, attiva e passiva, presente in stato patrimoniale, al fine di adeguare ogni singolo elemento al valore corrente, ossia al valore di mercato o valore di sostituzione in quel determinato momento.

- Il metodo patrimoniale complesso, si differenzia dal metodo patrimoniale semplice in quanto al valore del patrimonio netto rettificato (K) va ad aggiungere il valore dei beni immateriali non contabilizzati - *intangibles assets*.

In generale viene effettuata una stima autonoma dei marchi d'impresa, insegne, portafoglio clienti, know-how, capitale umano, organizzazione aziendale, rete commerciale, etc.

Il metodo patrimoniale complesso va a considerare tutte le componenti immateriali non contabilizzate che costituiscono un indubbio fattore di arricchimento per l'azienda, tenuto conto che, nel caso di nuova costituzione di azienda ex novo, occorrerebbe sostenere tutta una serie di costi per poter portare a regime il funzionamento e l'ottimizzazione delle risorse interne.

Appare evidente che se si adottasse come metodo di valutazione il metodo patrimoniale semplice si rischierebbe di sottostimare il reale valore del capitale economico, escludendo dalla valutazione tutti quei beni intangibili presenti nell'impresa, idonei ad incrementarne, spesso in maniera sostanziale, il reale valore.

La precedente formula si modifica con l'aggiunta del valore degli *intangibles assets*:

$$W = K + \text{intangibles assets}$$



Il vantaggio del metodo patrimoniale, sia semplice che complesso, è rappresentato dal limitare valutazioni soggettive del perito ed inoltre è utile nel caso si debba valutare società in perdita.

- Il metodo reddituale si fonda sull'assunto che l'azienda ha un valore in relazione alla sua capacità di generare redditi futuri e, contrariamente ai metodi patrimoniali sopra illustrati, non basa le proprie valutazioni sulle consistenze patrimoniali.

Il valore viene quindi determinato mediante l'attualizzazione dei redditi futuri attesi.

Nella prassi aziendale esistono molte varianti del metodo reddituale che si distinguono, *in primis*, dalla previsione di vita limitata o illimitata dell'azienda e dalla possibilità di determinare anno per anno redditi previsionali in maniera puntuale.

È possibile sintetizzare i vari metodi in 2 tipologie: i metodi reddituali semplici ed i metodi reddituali complessi.

Nel primo metodo, si va a capitalizzare il reddito medio futuro atteso prodotto dall'azienda, ottenuto dalla media dei vari redditi degli anni presi in esame normalizzati, ossia depurati da tutte le componenti non ricorrenti o non caratteristiche dell'attività aziendale, utilizzando un congruo tasso di interesse, rappresentativo della rischiosità dell'azienda.

La formula normalmente adottata prevede una durata di vita illimitata:

$$W = R / i$$

dove:

W è il valore del capitale economico dell'azienda

R è il reddito medio normalizzato atteso;

i è il tasso di capitalizzazione.

Nel metodo reddituale complesso non viene utilizzato un unico reddito medio normalizzato ma vengono formulate delle previsioni puntuali, anno per anno, dei flussi reddituali che ci si aspetta di ottenere in un arco di tempo significativo. Ognuno di questi flussi verrà attualizzato ad un congruo tasso "i". Alla fine dell'arco temporale considerato, l'azienda, tuttavia, non cesserà di produrre flussi di reddito e pertanto, alla somma dei singoli redditi attualizzati precedentemente calcolati, dovrà essere

aggiunto un valore di sintesi che esprima, in termini quantitativi, la capacità dell'azienda di continuare a produrre flussi reddituali anche dopo il periodo di previsioni analitiche. Il limite dei metodi reddituali risiede, ovviamente, nella mancata considerazione della struttura patrimoniale dell'azienda e nella determinazione delle valutazioni unicamente sulla capacità reddituale dell'azienda. Per tale motivo, i metodi reddituali trovano applicazione soprattutto nelle aziende ad alto contenuto innovativo informatico, dove ad un contenuto investimento patrimoniale conseguono grossi risultati reddituali.

- I metodi finanziari possono considerarsi una variante di quelli reddituali, in quanto ottengono il valore dell'azienda attualizzando non già i flussi di redito previsti quanto piuttosto quelli finanziari. Metodo interessante, ma di difficile applicazione per le difficoltà di stima dei flussi finanziari per periodi non brevi e soprattutto per gli elementi di discrezionalità insiti in tale metodo.
- Il metodo misto patrimoniale - reddituale tiene conto sia della componente patrimoniale, valutandola a valori funzionali, sia di quella reddituale, riflessa nella valutazione autonoma dell'avviamento. Questo metodo consente di calibrare e dosare tutte le varie componenti aziendali e considera che, in occasione del trasferimento di un'azienda, pare logico riconoscere per intero il valore dei beni materiali di cui è composto il patrimonio nonché valutare le qualità che si ricomprendono nell'avviamento. In sostanza, secondo questo metodo, il valore dell'azienda è determinato sommando il valore di stima dell'avviamento funzionale al patrimonio netto rettificato, a valori correnti. L'avviamento, si ottiene attualizzando il cosiddetto sopra/sottoreddito, che rappresenta il differenziale di redito dell'azienda considerata, rispetto a quello che sarebbe ritenuto soddisfacente investendo finanziariamente un capitale pari al patrimonio netto rettificato.

### 3. SCELTA DELLA METODOLOGIA VALUTATIVA

Nel caso di un'azienda in fallimento i metodi di valutazione più indicati dalla dottrina risultano essere i metodi tradizionali ed in particolare il metodo patrimoniale e il metodo misto. Meno utilizzato è il metodo reddituale e quello finanziario, sia per la negatività dei dati storici di riferimento, sia per le difficoltà di effettuare delle previsioni sul futuro, poiché le aziende fallite necessitano sovente di profondi interventi di ristrutturazione e validi piani di rilancio.

Nel caso in esame, data l'impossibilità della scrivente di conoscere l'attuazione e l'entità di eventuali piani di rilancio dalla società e, quindi, dell'impossibilità di effettuare una stima realistica e puntuale dei futuri flussi reddituali e finanziari, unito al trend di risultati economici negativi che la stessa ha avuto negli ultimi anni, si è deciso di adottare il metodo patrimoniale nella sua forma complessa.

Il valore dell'azienda viene così determinato:

$$W = K + \text{intangibles assets}$$

#### 3.1 VALUTAZIONE DEL PATRIMONIO

Per il calcolo del **capitale netto rettificato**, indicato nella formula come **K**, come precedentemente accennato, non verranno presi in considerazioni né i crediti né i debiti della società, in quanto esclusi dal contratto di affitto d'azienda e rimarranno, quindi, in "pancia" della società fallita, non formando oggetto di valutazione. Verrà preso in considerazione solamente il valore delle immobilizzazioni materiali rientranti nel contratto di locazione (in allegato). Esse sono rappresentate prevalentemente da impianti e macchinari industriali, attrezzature, arredi e macchine d'ufficio. Tali beni sono identificati in apposito elenco risultante dell'inventario fallimentare in allegato.

L'Istituto Vendite Giudiziarie S.r.l., all'uopo nominato dal Giudice Delegato su istanza del Curatore, in data 15/05/2018 ha depositato l'inventario dei beni costituenti la massa attiva fallimentare e ne ha redatto la stima per ogni bene inventariato. La somma dei singoli valori valutati atomisticamente ammonta a Euro 46.768,00.

La sottoscritta, riprendendo i dei valori dei beni indicati dell'inventario fallimentare, ha considerato che in caso di determinazione del valore in continuità di detti beni, essi debbano essere valutati come costituenti un "unicum" complessivo. Risulta, quindi, opportuno effettuare una rivalutazione almeno pari al 15% in quanto, essendo posizionati ed installati in modo organizzato in un'azienda di fatto operativa, continuano ad avere un'utilità funzionale che garantisce loro un maggior valore complessivo rispetto ad una vendita atomistica.

Ne consegue che, considerando una rivalutazione al tasso del 15% della stima effettuata dall'I.V.G., il valore del patrimonio **K** risulta pari ad Euro 53.783,20, che viene arrotondato ad **Euro 54.000**.

### 3.2 VALORE DEGLI INTANGIBLES ASSETS

La seconda componente della formula nel metodo reddituale complesso, è rappresentata dagli *intangibles assets*.

Nel ramo d'azienda oggetto di valutazione, tale componente è stata così individuata:

- Capitale umano e know how
- Marchio, azienda e insegna

#### 3.2.1 Capitale umano e know how:

Con il contratto d'affitto di ramo d'azienda sono stati trasferiti alla società locataria la maggior parte dei dipendenti della società fallita, trasferendo, quindi, alla nuova società, il bagaglio esperienziale e fattuale rappresentato dalla manodopera. La forza lavoro aziendale rappresenta senza ombra di dubbio un importante *asset* da tenere in considerazione per la valutazione del ramo di azienda. Si rileva che proprio le medesime persone impiegate in quel preciso processo produttivo, mediante l'utilizzo dei medesimi macchinari e impianti, già dislocati nel processo produttivo in modo conosciuto e già processato, con la conoscenza diretta dei materiali impiegati e delle tempistiche produttive richieste, sono le stesse impiegate nel ciclo produttivo mediante affitto d'azienda.

Insieme alla forza lavoro viene trasferito tutto il saper fare tacito, l'esperienza e la competenza acquisita nel corso degli anni lavorativi; questi dipendenti non dovranno essere formati a partire da "zero" e non avranno bisogno dei consueti tempi di inserimento per poter raggiungere un'operatività a regime, dato che possiedono già piena conoscenza di tutte le dinamiche e di tutti i processi che si compiono in azienda ed, anzi, sono in grado di poter formare altre eventuali nuove risorse.

Ipotizzando che la nuova società avesse dovuto acquisire forza lavoro dall'esterno, per poter ottenere una forza lavoro paragonabile a quella inserita con i contratti di affitto di ramo aziendale, avrebbe sostenuto tutta una serie di costi sia diretti, in formazione e addestramento, sia indiretti, dati dal gap di produttività degli ipotetici nuovi dipendenti rispetto a personale già esistente.

Tali costi sono sicuramente individuabili, misurabili e trasferibili e, pertanto, l'esperienza del personale dipendente trasferito viene considerato un elemento di valutazione.

La scrivente ritiene di poter stimare il tempo di acquisizione delle competenze lavorative in un lasso di almeno 2 mesi, necessario agli ipotetici nuovi dipendenti per adeguarsi ad un livello paragonabile ai dipendenti trasferiti.

Il valore di questo asset viene, quindi, determinato, calcolando il costo medio di 2 mesi di lavoro dei dipendenti che in data 18.11.2016 sono passati alla [REDACTED] la quale è subentrata in 22 dei 27 contratti di lavoro dipendente in essere in quel determinato momento.

Il costo medio per dipendente mensile viene desunto dai dati di bilancio della società [REDACTED] relativi all'esercizio 2016, e successivamente viene moltiplicato per il numero dei dipendenti presenti nel ramo di azienda oggetto di trasferimento.

Si precisa che i dipendenti interessati dalla presente valutazione derivano sia direttamente dalla società [REDACTED] (già [REDACTED]) sia dalla società [REDACTED] successivamente (in data 09/01/2017) conferita all'interno della società [REDACTED].

Totale costi per il personale anno 2016	269.465 Euro
N. dipendenti 2016 [REDACTED]	14
Costo mensile medio per dipendente	22.455 Euro
Costo per dipendente medio mensile	1.603 Euro
N. dipendenti trasferiti [REDACTED]	12
N. dipendenti trasferiti [REDACTED]	10
Totale dipendenti trasferiti	22
Costo mensile medio dipendenti trasferiti	35.266 Euro
Valore forza lavoro trasferita (calcolata su 2 mesi)	70.532 Euro

Dai dati riepilogati nella tabella che precede, si giunge a determinare che il valore dell'intangible asset “Forza lavoro” è pari a Euro 70.532, che si arrotonda a Euro **70.000**.

### 3.2.2 Marchio, logo e ditta:

Marchio, logo e ditta sono i beni immateriali che rappresentano i tre segni distintivi dell'impresa.

La ditta identifica l'imprenditore e la sua impresa (il nome commerciale), l'insegna identifica l'azienda, in particolare la sua sede, mentre il marchio identifica i prodotti o i servizi dell'impresa, e consiste in una parola, un nome, una fotografia, un emblema un colore o qualsiasi altro segno idoneo a distinguere i prodotti o i servizi forniti rispetto a quelli di altre imprese concorrenti e può anche coincidere con il nome commerciale della società. La principale funzione del marchio, tanto per l'impresa che ne è titolare che per i consumatori, consiste nella possibilità di identificare la matrice, la provenienza di un prodotto o di un servizio in modo univoco, differenziandolo dai prodotti e servizi forniti da imprese concorrenti. Un marchio affermato sul mercato, generalmente per effetto di significativi investimenti pubblicitari, può consentire all'impresa che lo usa di avere considerevoli vantaggi competitivi, che si possono manifestare sia in termini di prezzo, che di volume di vendita.



Detti fattori, unitamente alla tutela giuridica di cui il marchio gode, sono quelli che determinano il valore dell'*asset* in esame.

Alla data del fallimento i marchi di proprietà della società, osservabili dalla documentazione consegnata alla scrivente, risultano essere i seguenti:

numero	immagine	ID	paese	n° domanda	data deposito	n° registrazione	data registrazione	data rinnovo
[REDACTED]		104.r	Brasile	621146962	12-apr-11	621146962	05/09/2014	12/04/2021
[REDACTED]	denominativo	103.r	Italia	PI2008C000249	08-set-08	0001345641	27/09/2010	09/09/2018
[REDACTED]	denominativo	114.r	Comunitario	1304518	09-set-03	1304518	30/09/2008	09/09/2019
[REDACTED]	denominativo	342	Hong Kong	300976032	18-ott-07	300976032	18/10/2007	18/04/2018 con sovrattassa
[REDACTED]	denominativo	341	Internazionale: Singapore Usa Giappone Australia Repubblica di Corea Repubblica Democ. Popolare di Corea Russia	18005D/2007-50	18-ott-07	856457	18/02/2008	18/02/2018
[REDACTED]	[REDACTED] REGISTRAZIONE	654	Toscana	2016-07591	15-nov-16			15/11/2026

Per gli stessi è stato possibile riscontrare dal Libro Cespiti, alla voce Marchi e Brevetti, un valore contabile di Euro 10.609,00, ammortizzato per Euro 4.423,47, quindi con valore residuo pari a **Euro 6.185,53**. Assumendo tale importo quale reale valore del marchio, lo stesso andrebbe a risultare sottostimato; il marchio, a cui si assimilano anche il nome della ditta e l'insegna, nel corso dei suoi 60 anni di storia ha acquisito, anche se con modesta entità, visibilità e riconoscibilità in diversi Paesi del mondo dove lo stesso viene distribuito, come: Austria, Australia, Belgio, Canada, Cina, Dubai, Emirati Arabi, Francia, Germania, Gran Bretagna, Kuwait, Giappone, Olanda, Russia, Brasile, Scandinavia, Spagna, Sud Africa, USA.

Alla sua riconoscibilità internazionale vi è senz'altro da aggiungere la riconoscibilità ottenuta in Italia e più in particolare nella regione Toscana.

Si è ritenuto opportuno, al fine di dare una corretta valutazione agli *intangibles assets* in esame, adottare una metodologia di valutazione che tenga conto dei suddetti fattori. Tra i vari metodi valutativi si è optato per il "metodo dei risultati differenziali". Tale criterio parte dal presupposto concettuale che un intangibile sia all'origine di specifici e misurabili

vantaggi differenziali rispetto a situazioni medie o normali di concorrenti che non ne fruiscono (ad esempio produttori senza marchio o brevetto). Si tende a quantificare l'apporto che il marchio fornisce alla complessiva redditività aziendale, ovvero all'incremento del differenziale positivo di fatturato. In ossequio a tale metodologia estimativa si procede all'attualizzazione, mediante l'applicazione di un tasso opportunamente determinato e per un congruo periodo di riferimento, dei redditi differenziali direttamente attribuibili all'apporto che il marchio è idoneo ad assicurare nel contesto commerciale della specifica impresa.

Nella valutazione degli intangibili specifici è fondamentale individuare il periodo per il quale si ritiene ottenibile il sovrareddito legato alla presenza degli *assets* in esame. La scrivente ritiene che, nel caso di specie, la durata della vita utile in cui i marchi possano generare redditi differenziali, considerando i ridotti investimenti degli ultimi esercizi e le incertezze circa le prospettive future, debba essere prudenzialmente individuata in 3 esercizi.

In assenza di informazioni puntuali sulla contabilità analitica della società e sulla suddivisione per aree geografiche di prezzi di vendita e fatturato, si è ritenuto opportuno effettuare una stima, in via prudenziale, calcolando un *premium price* medio sul fatturato medio ponderato degli ultimi 2 anni di attività, prima che la gestione della società passasse all'attuale affittuaria [REDACTED] dando un maggior peso al fatturato dell'ultimo anno:

ANNO	FATTURATO	PESO DI PONDERAZIONE
2015	Euro 1.794.351	1
2016	Euro 1.108.535	2

$$\text{Fatturato medio ponderato} = (1.794.351 * 1 + 1.108.535 * 2) = \text{Euro } 1.337.140$$

Dal fatturato medio ponderato così calcolato ipotizziamo che la parte attribuibile al *premium price* sia calcolata all'1%, ovvero, stimiamo che grazie al marchio i prodotti venduti ottengano un prezzo mediamente superiore dell'1% rispetto ad un ipotetico

prodotto con uguali caratteristiche ed una similare struttura dei costi di produzione, ma in assenza di marchio.

Al fine di calcolare il valore del marchio è necessario individuare anche un congruo tasso di interesse al quale attualizzare i flussi differenziali attesi. Per far ciò, è stato utilizzato il metodo del *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*.

Si individua un tasso di remunerazione di un investimento privo di rischio (*risk free - rf*) al quale viene aggiunto un premio per il rischio (*mark risk premium - Mrp*); quest'ultimo è sottoposto ad un coefficiente moltiplicato (*beta - β*) espressivo del valore del rischio sistematico<sup>1</sup>.

Le assunzioni circa i tassi in oggetto, al pari della determinazione del reddito normale atteso, hanno un impatto significativo nel calcolo del valore economico del marchio e, perciò, meritano alcune riflessioni circa la loro definizione. In particolare, il costo del capitale proprio del settore specifico da utilizzare per determinare il saggio di attualizzazione dei sovraredditi è strutturato come segue:

$$Ke = \text{Risk free} + \text{Beta} * \text{Mark Risk Premium}$$

ove:

Rf = rendimento dei titoli privi di rischio

β = coefficiente di rischio specifico proprio del settore

Mrp = premio per il rischio sistematico riconosciuto dal mercato.

Tale tasso, esprime il saggio di rendimento richiesto da un generico investitore, detentore di un portafoglio diversificato, per investire nella specifica realtà aziendale oggetto di analisi. Ciò posto, il riferimento preso per rappresentare il saggio normale di remunerazione degli investimenti senza rischio (*risk free*), o comunque caratterizzati da rischio così basso da poter essere considerato sostanzialmente nullo, è stato assunto pari al rendimento medio dell'ultimo semestre dei BTP con scadenza decennale, determinato pari al 1,95 per cento.

<sup>1</sup> ossia del rischio non diversificabile dell'azienda, espresso dalla volatilità del suo rendimento rispetto a quello dell'intero mercato e fatto pari al rapporto tra la covarianza fra i rendimenti attesi dell'azienda e quelli del portafoglio di mercato (al numeratore) e la varianza dei rendimenti attesi del portafoglio di mercato stesso (al denominatore)

Per la determinazione del premio per il rischio sistematico, proprio di ciascun mercato azionario, viene effettuato il differenziale tra il rendimento degli investimenti privi di rischio ed il rendimento medio del mercato azionario del paese di riferimento.

Per tale dato, si è ritenuto opportuno fare riferimento a quanto indicato nelle tabelle del Prof. Aswath Damodaran<sup>2</sup>, individuando il premio per il rischio specifico per l'Italia pari a 7,27 per cento, composto da un premio per il rischio di mercati maturi pari al 5,08 per cento più il Country Risk Premium specifico nazionale pari al 2,19 per cento<sup>3</sup>.

Al fine di determinare il  $\beta^4$  si è fatto ancora riferimento agli studi del Prof. Damodaran, il quale ha individuato il fattore  $\beta$  del settore «Apparel» (abbigliamento) in Europa pari a 0,91, mediante l'analisi finanziaria di 127 aziende europee del settore<sup>5</sup>.

Raggiunto tale risultato, il passaggio successivo previsto dalla formula iniziale di determinazione del tasso di attualizzazione consiste nel moltiplicare il premio per il rischio (7,27 per cento) per il beta (0,91) ottenendo la maggiorazione per l'investimento azionario pari al 6,62 per cento. Tale valore, sommato al tasso di rendimento senza rischio precedentemente determinato, corrispondente al 1,95 per cento, fornisce un saggio complessivo pari al 8,57 per cento.

Tuttavia, il beta di riferimento prende spunto da un beta medio di settore di aziende con rischio senz'altro inferiore e dimensioni superiori rispetto all'azienda oggetto di valutazione. Per poter adeguare il tasso di attualizzazione così trovato deve essere, quindi, sommata una componente che tiene conto della minor dimensione rispetto alle società prese come riferimento per la formazione degli indici fino ad ora utilizzati. Tale componente viene individuata dalla dottrina con il termine small size premium ed assume valori compresi tra il 4 ed il 5 per cento<sup>6</sup>.

---

<sup>2</sup> Aswath Damodaran insegna Finanza aziendale e valutazione presso la Stern School of Business della New York University. Laureato presso l'Università della California, si occupa principalmente di valutazione aziendale, gestione del portafoglio e finanza aziendale applicata. Autore di numerosi articoli pubblicati nelle più prestigiose riviste del settore, è anche autore di diversi libri sulla valutazione e la finanza aziendale.

<sup>3</sup> si veda il file "ctrypren" aggiornato al 1 gennaio 2018 dal sito [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com)

<sup>4</sup> Il rischio specifico  $\beta$  risulta correlato alla singola impresa e consiste nella misurazione della sensibilità del corso dei titoli ai movimenti del mercato. Il portafoglio costituito da tutte le azioni del mercato presenta un  $\beta$  pari ad 1; i titoli con  $\beta$  maggiore di 1 tendono ad amplificare i movimenti globali del mercato, presentando livelli di rischio più elevati, mentre, al contrario, valori di  $\beta$  compresi tra 0 ed 1 sono associati a titoli che tendono a smorzare i movimenti del mercato risultando, quindi, meno rischiosi.

<sup>5</sup> si veda file "betaEurope" nel sito [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com)

<sup>6</sup> vedi banca dati messa a disposizione da Ibbotson Associated Yearbook, che raccoglie dati utili alla valutazione del rischio dovuto alle piccole dimensioni a partire dal 1926

In questa analisi viene assunto pari al 4 per cento.

In sintesi, il riepilogo dei parametri utilizzati per la determinazione del costo del capitale è il seguente:

#### RIEPILOGO DETERMINAZIONE COSTO DEL CAPITALE PROPRIO

Descrizione	Parametro	Valore
Rendimento senza rischio	Rf	1,95 %
Premio per il rischio	Mrp	7,27 %
Coefficiente di rischio specifico	$\beta$	0,91
Small size premium	Ssp	4,00 %
Costo del capitale proprio	Ke	12,57 %

Utilizzando i dati individuati, applicando la formula del CAPM, si giunge a determinare il tasso espressivo della rischiosità aziendale (12,57%).

Il valore del marchio è infine individuato dalla sommatoria del sovrareddito annuo che si ipotizza che l'azienda produrrà nei tre anni a venire, attualizzato al tasso di rischiosità individuato.

$$W_{\text{marchio}} = \sum (\text{sovrareddito}) / (1+i)^n$$

Parametro	Valore
Premium price	1%
Fatturato medio ponderato	€ 1.337.140
Sovrareddito annuo	€ 13.371
Durata della vita utile (n)	3 anni
Tasso di attualizzazione (i)	12,57%

La valutazione economica dei marchi di proprietà di [REDACTED] è pertanto stimata in complessivi Euro 31.803, arrotondati ad **Euro 32.000**.

### 3.3 SINTESI FINALE DELLA VALUTAZIONE DEL RAMO D'AZIENDA

Il metodo patrimoniale complesso ha consentito di stimare il valore del capitale economico del ramo di azienda della società fallita [REDACTED] (oggetto del contratto di affitto);

$$W=K+ \text{forza lavoro} + \text{marchio}$$

Dove:

K= Euro 54.000 valore patrimonio rettificato

Forza lavoro= Euro 70.000

Marchio= Euro 32.000

$$\mathbf{W= Euro 156.000}$$

Il valore del ramo d'azienda della società [REDACTED] è stato definito pari ad Euro 156.000

### 4. DEFINIZIONE DELLA CONGRUITÀ DEL CANONE DI AFFITTO DEL RAMO DI AZIENDA

La società [REDACTED], (già [REDACTED]), in data 21/11/2016, ha stipulato un contratto di affitto con la [REDACTED] (già [REDACTED]), con il quale concedeva in locazione l'intero ramo operativo della società [REDACTED] [REDACTED] ad un canone annuo euro 96.000,00 per la durata di 10 anni.

Nella stessa data veniva stipulato un ulteriore contratto di affitto di ramo di azienda tra la società [REDACTED] (in seguito conferita nella [REDACTED]) e la società [REDACTED] (in seguito [REDACTED]) ad un canone annuo di euro 24.000,00 ed anch'esso di durata 10 anni.

In data 09/12/2016 entrambi i contratti di affitto subiscono delle modifiche che, tuttavia, non vanno ad incidere sull'ammontare dei canoni pattuiti e sulla durata del contratto.

In questa valutazione di congruità del canone, verranno considerati entrambi i contratti di affitto di ramo di azienda congiuntamente, in quanto, in data 09/01/2017, la società

[REDACTED] è stata conferita nella società [REDACTED] con atto notaio Di Lella del 09/01/2017 rep n. 16448 registrato a San Miniato in data 16.01.2017 al n. 178 serie 1T.

I canoni di locazione del ramo d'azienda ammontano complessivamente ad Euro 120.000 annui, ovvero Euro 10.000,00 mensili.

La stipula dei contratti di locazione del ramo aziendale ha preservato il patrimonio aziendale e la continuazione dell'attività di produzione di camicie, riuscendo a conservare gran parte della forza lavoro presente in azienda anche in seguito alla dichiarazione di fallimento.

Molteplici sono le metodologie per la determinazione del congruo canone di locazione e di seguito si riepilogano quelle applicabili nello specifico alle procedure concorsuali;

- Calcolo del congruo canone di affitto di azienda come prodotto fra il valore del capitale economico e un tasso di remunerazione del capitale investito nell'azienda locata;
- Determinazione del canone come prodotto fra il valore dell'azienda determinato con il metodo patrimoniale e una percentuale rappresentante, in maniera inversamente proporzionale, la deperibilità delle componenti immateriali dell'azienda;
- Congruo canone individuato dal prodotto fra valore d'uso del patrimonio locato ed un tasso di congrua remunerazione dell'investimento effettuato.

Tra queste metodologie è stata ritenuta appropriata la determinazione della congruità come prodotto tra il valore dell'azienda ed un appropriato tasso di rendimento.

Posto che è già stato determinato il valore dell'azienda e che risulta pari ad euro 156.000, rimane da definire il tasso di rendimento: tale tasso deve essere calcolato in relazione all'alea di rischio sopportata dal locatore, in funzione di molteplici fattori di rischio quali la solidità del conduttore, il rischio operativo, le garanzie prestate, ecc.

Si tende ad assimilare il valore dell'azienda oggetto del contratto di locazione alla stregua di un prestito che il locatore concede all'affittuario, il quale riceve tale valore e lo rende produttivo garantendosi degli utili. I canoni di locazione, in questa analogia, rappresentano dei rimborsi con i quali viene remunerato il finanziamento e, proprio come avviene nel mercato finanziario, più il conduttore (soggetto che riceve il prestito) presenta profili di rischiosità, più l'investimento è rischioso e maggiore sarà la remunerazione richiesta dal locatore (soggetto che eroga il prestito).

La formula con la quale si determina il congruo canone di affitto d'azienda viene rappresentata come segue:

$$C = i * W$$

Dove:

C = congruo canone di affitto d'azienda

i = tasso che riflette il rischio di inadempimento della controparte

W = valore economico dell'azienda oggetto del contratto

Per poter assegnare un valore ad "i" la scrivente ha tenuto conto che il conduttore risulta essere una società a responsabilità limitata, con capitale sociale limitato al

minimo richiesto dalla legge, tendenzialmente assimilabile al ramo di azienda oggetto della presente valutazione e senza sufficienti garanzie patrimoniali.

Pertanto, ritiene di poter equiparare la rischiosità del conduttore, [REDACTED] alla rischiosità del ramo di azienda oggetto di valutazione, assegnando ad "i" lo stesso valore determinato con l'applicazione del modello del CAPM modificato con l'aggiunta dello Small Size Premium, ottenendo il valore di 12,57%.

Si riportano di seguito le variabili determinate e i calcoli per giungere alla stima del congruo canone di affitto d'azienda:

$$W = 156.000 \text{ euro}$$

$$i = 12,57\%$$

$$C = 156.000 * 12,57\% = 19.609,20 \text{ euro}$$

Che viene arrotondato ad **Euro 20.000**.

Il valore del congruo canone di affitto del ramo di azienda (costituito da beni strumentali, marchi e personale dipendente), concesso in locazione alla società [REDACTED], deriva direttamente dal valore economico del capitale dell'azienda in esame; a tale valore pari ad Euro 156.000 si è applicato un tasso di sconto che contempla i rischi derivanti dal contratto stesso, giungendo all'individuazione di un congruo canone di affitto di ramo di azienda pari ad Euro 20.000 annui.

In riferimento alle considerazioni svolte dalla sottoscritta nella presente relazione, l'attuale canone di locazione contrattuale, pari a Euro 120.000 annui, è da considerarsi superiore al canone definito "congruo", riferito al valore del ramo d'azienda locato.

## 5. CONCLUSIONI

In esito alle analisi condotte la sottoscritta è pervenuta al valore del ramo di azienda stimato attraverso il metodo patrimoniale complesso pari a **Euro 156.000** e ne ha individuando un canone “congruo” di locazione fissato in **Euro 20.000** annui, corrispondenti a Euro 1.667 mensili.

Con quanto sopra esposto la sottoscritta ritiene di aver assolto l'incarico affidatole in ottemperanza alle disposizioni di legge ed ai principi della tecnica professionale.

Rimanendo a disposizione per qualunque chiarimento dovesse occorrere, ringrazia per la fiducia accordata

Pisa, 31/07/2018

Il Professionista incaricato

Dott.ssa Laura Agudio

