

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®



ASTE
GIUDIZIARIE®

TRIBUNALE DI ROMA

ASTE
GIUDIZIARIE®

SEZIONE III MOBILIARE

ASTE
GIUDIZIARIE®

G.E. DOTT.SSA CHIARA AYTANO

R.G.E. 13885/2022

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

FINO 2 SECURITISATION S.R.L.

VS

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

CONSULENZA TECNICA D'UFFICIO

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

PROF. DOTT. BRUNO MARSIGALIA

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

INDICE

1. OGGETTO DELL'INCARICO	3
2. DOCUMENTAZIONE ESAMINATA	4
3. BREVE RICOSTRUZIONE DELLA VICENDA	5
4. LO SVOLGIMENTO DEI LAVORI PERITALI	6
5. LE METODOLOGIE DI STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO DELLE AZIENDE	9
5.1. LA NOZIONE DI CAPITALE ECONOMICO	9
5.2. I METODI DI VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO	9
5.2.1. PREMESSA	9
5.2.2 I METODI DIRETTI	10
5.2.3. I METODI INDIRETTI	13
6. LA SCELTA DELLA METODOLOGIA VALUTATIVA	27
6.1. LA METODOLOGIA VALUTATIVA UTILIZZATA	27
7. LA STIMA DELLA QUOTA SOCIALE PIGNORATA IN BM CONSULTING S.R.L.	29
7.1. IL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE	29
7.2 LA STIMA DEI REDDITI ATTESI DELLA BM CONSULTING S.R.L.	30
7.3 L'ORIZZONTE TEMPORALE DI RIFERIMENTO DELLA STIMA	31
7.3 LA STIMA DEL VALORE ECONOMICO DELLA QUOTA DEL 98% DI BM CONSULTING S.R.L.	32
8. CONCLUSIONI	33

1. OGGETTO DELL'INCARICO

In data 17 ottobre 2023, l'Ill.mo G.E. Dott.ssa Chiara Aytano nominava lo scrivente - Prof. Dott. Bruno Marsigalia, Docente di Economia Aziendale, Dottore Commercialista e Revisore Legale - Consulente Tecnico d'Ufficio nell'esecuzione promossa da FINO 2 SECURITISATION S.R.L. (di seguito anche più semplicemente "Parte Attrice", o "FINO2" o "Società"), nei confronti del sig. ***

(di seguito anche più semplicemente "Parte Convenuta" o "***"), fissando al 14 maggio 2024 l'udienza per il giuramento (all. 1).

In data 14 maggio 2024 lo scrivente accettava l'incarico e prestava giuramento dinanzi al Giudice (all. 2), che poneva alla CTU il seguente quesito di cui all'ordinanza del 17 ottobre 2023:

"Dica il CTU, previo esame della documentazione in atti, quale sia il valore commerciale delle quote oggetto di esecuzione e se vi siano cause di prelazione in favore di eventuali altri soci".

Con riferimento al quesito e sulla base dei documenti in atti, l'incarico in parola ha ad oggetto, in sostanza, l'individuazione del valore economico della quota sociale pignorata da parte di FINO2 detenuta dal soggetto esecutato, sig. *** , nella BM CONSULTING S.R.L..

Conseguentemente, dapprima si procederà ad effettuare la stima del valore economico della BM CONSULTING S.r.l. (di seguito anche "BM" o "valutanda" o ancora "BM Consulting") e, successivamente, si procederà a determinare il valore della quota sociale del 98% detenuta dal sig. *** in BM Consulting.

La data di riferimento della stima sarà la data più attuale sulla base dei documenti contabili a disposizione dello scrivente CTU, pertanto il 31.12.2022.

La presente relazione costituisce adempimento all'incarico affidato.



2. DOCUMENTAZIONE ESAMINATA

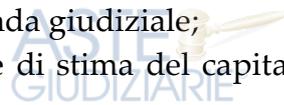
La presente relazione è stata redatta sulla base dei dati e delle informazioni depositati in atti nel fascicolo telematico.

Lo scrivente CTU ha provveduto ad integrare l'incartamento in atti con documenti prelevati presso pubblici uffici.

Inoltre, sono stati analizzati ulteriori documenti richiesti dallo scrivente CTU agli uffici dell'Agenzia delle Entrate su formale autorizzazione del giudice dell'esecuzione.

Tanto premesso, nel prosieguo si procede ai seguenti adempimenti:

- breve presentazione della vicenda giudiziale;
- illustrazione delle metodologie di stima del capitale economico delle aziende/rami di azienda;
- scelta della metodologia valutativa;
- valutazione della quota sociale oggetto di esecuzione;
- conclusioni.





3. BREVE RICOSTRUZIONE DELLA VICENDA

La BM CONSULTING S.R.L. (c.f.: 13319841006), costituita in data 27 marzo 2015 in forma giuridica di Società in Accomandita Semplice (s.a.s.), è una società operante nel settore della consulenza manageriale, contabile, aziendale con sede a Roma.

Da quanto risulta dalla visura storica della società effettuata dallo scrivente CTU (all. 3), l'amministratore unico è il sig. ***

il quale è socio con quota del 98% mentre il sig. ***
) è socio con quota del 2%.

In data 19 ottobre 2021 la società risulta trasformata da società in accomandita semplice a società a responsabilità limitata, con capitale pari a euro 10 mila e quote 98% per *** e 2% ***.

La società FINO 2 SECURITISATION S.R.L. è creditrice nei confronti del sig. *** della somma di euro 171.884,46 oltre interessi e oneri accessori di legge come da precetto notificato in data 4.7.2022, come previsti in virtù di decreto ingiuntivo n. 617/2012 del Tribunale di Santa Maria Capua Vetere notificato il 21.11.2012 e reso esecutivo in data 22.11.2013.

Essendo l'atto di precetto rimasto infruttuoso, successivamente con pignoramento del 12.10.2022 veniva pignorata la partecipazione detenuta dal sig. *** nella società BM CONSULTING SRL.

Nelle more del giudizio, il Giudice dell'Esecuzione provvedeva a nominare lo scrivente CTU allo scopo di stimare il valore economico della quota pignorata dell'esecutato nella BM Consulting Srl.



4. LO SVOLGIMENTO DEI LAVORI PERITALI

In data 23 maggio 2024, ore 16.00 iniziavano le operazioni peritali (**all. 4**).

Erano presenti:

- il CTU Prof. Bruno Marsigalia;
- il delegato del CTP di FINO2 nominato in atti, Dott. Fabrizio Palmieri;

Parte convenuta risultava contumace.

Letto il quesito, il CTU ricordava il calendario previsto dal G.E.:

- termine fino al 23/07/2024 per la trasmissione da parte del CTU della minuta dell'elaborato peritale alle parti;
- termine fino al 23/09/2024 per la comunicazione al CTU di eventuali osservazioni sull'elaborato;
- termine fino al 23/10/2024 al CTU per il deposito dell'elaborato definitivo.

Il CTU rilevava dai documenti in atti che le quote oggetto di esecuzione, e di stima per quanto attiene all'incarico de quo, erano detenute dal sig. ***

(esecutato) nel capitale sociale della BM CONSULTING S.R.L., C.F.: 13319841006, società con sede in Roma 00195 alla Via Giovanni Nicotera n. 31.

Lo scrivente CTU informava che dalla visura della società BM CONSULTING SRL in proprio possesso risultava che l'amministratore unico fosse il sig. ***

e che il capitale sociale fosse suddiviso come segue:

- 98% - ***
- 2% - ***

La società risultava costituita e attiva dal 2 aprile 2015 e risultava non aver depositato alcun bilancio d'esercizio.

Il CTU, pertanto, richiedeva al creditore pignorante di consegnare copia di ogni documento contabile in proprio possesso ritenuto utile al fine della stima delle quote pignorate (solo a titolo di esempio dichiarazioni dei redditi della società degli ultimi 3/5 anni, situazioni contabili, economiche e patrimoniali della società degli ultimi 3/5 anni); a tal fine per l'invio dei documenti concedeva termine fino al 7 giugno p.v. invitando il creditore procedente ad utilizzare l'indirizzo e-mail ordinario: studio@marsigalia.com.



E, in ottemperanza a quanto previsto dall'art. 194 c.p.c. il CTU concedeva facoltà alle Parti di produrre proprie considerazioni tecniche con riferimento ai quesiti posti alla consulenza assegnando termine fino al 21.06.2024.

Nei giorni successivi, non avendo ricevuto riscontro da parte del creditore pignorante riguardo alla documentazione richiesta e all'invio delle note tecniche, il CTU provvedeva a depositare formale istanza al GE al fine di essere autorizzato a richiedere all'Agenzia delle Entrate le copie delle dichiarazioni dei redditi della società BM Consulting Srl dal 2015 al 2022 (ultima dichiarazione depositata).

- **Pre-relazione**

In data 18.7.2024 il sottoscritto ha trasmesso alle parti l'elaborato provvisorio di risposta ai quesiti (**all. 7**), rimanendo in attesa di ricevere le osservazioni entro il termine del 23.9.2024 stabilito dal G.I..

- **Osservazioni del CTP di FINO 2 SECURITISATION**

In data 23.9.2024 sono pervenute allo scrivente le osservazioni del CTP di FINO 2 SECURITISATION (**all. 8**) il quale, pur condividendo la metodologia utilizzata per la stima della quota oggetto di esecuzione, ritiene sovrastimato il valore attribuito alla medesima rilevando che:

- I flussi reddituali passati non siano realistici rispetto alle prospettive future;
- L'orizzonte temporale scelto dal CTU (5 anni) non appare giustificato riguardo alla durata;
- I pesi attribuiti ai fini della determinazione del reddito medio dovrebbe tener conto della diminuzione dei redditi più recenti.

Conclude il CTP chiedendo al CTU di fornire ulteriori ipotesi di valore della quota con riguardo a quanto rilevato permettendo all'organo giudicante di poter decidere in base a differenti orientamenti.

- **Valutazioni del CTU**

Lo scrivente CTU, in ordine ai rilievi di parte attrice, ritiene di aver tenuto conto della differenza tra redditi passati e redditi più recenti avendo utilizzato una media ponderata applicando pesi maggiori proprio ai redditi recenti, pertanto, su tali rilievi non considera di poter accogliere la proposta del CTP.

In ordine alla previsione dell'arco temporale di 5 anni il CTU ritiene di poter accogliere il rilievo del CTP nella considerazione che il mercato attuale di riferimento per attività di consulenza aziendale e manageriale è connotato di



elevata variabilità e di difficoltà nella previsione esplicita, pertanto, un arco temporale di 1-2 anni può essere considerato congruo lasciando all'organo giudicante la possibilità di orientarsi sulle due diverse opzioni. Peraltro, un arco temporale di 1-2 anni da applicare al parametro reddituale risulta utilizzato nella prassi commerciale di riferimento per transazioni di aziende similari.



5. LE METODOLOGIE DI STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO DELLE AZIENDE

5.1. LA NOZIONE DI CAPITALE ECONOMICO

Il capitale d'impresa è, come noto, una quantità astratta variamente configurabile nel suo valore in funzione delle finalità della stima e delle ipotesi e congetture assunte a fondamento del processo estimativo.

Tra le diverse configurazioni di capitale – l'unica che rileva ai fini della presente relazione - figura il capitale di trasferimento, ovvero quella configurazione del capitale d'impresa stimata ai fini del "trasferimento" del complesso aziendale. Tale nozione di capitale può essere, a sua volta, variamente articolata sulla base della posizione assunta dal soggetto valutatore di fronte al processo estimativo. In particolare, si possono distinguere tre ottiche valutative: quella del soggetto acquirente ("valore strategico" nell'ottica dell'acquirente), quella del soggetto venditore ("valore strategico" nell'ottica del venditore) e quella del perito indipendente ("valore economico" del capitale e cioè il capitale stimato nell'ottica del perito indipendente).

E', pertanto, solo in relazione alla posizione valutativa del perito indipendente che la configurazione di capitale di trasferimento può definirsi "capitale economico".

5.2. I METODI DI VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO

5.2.1. Premessa

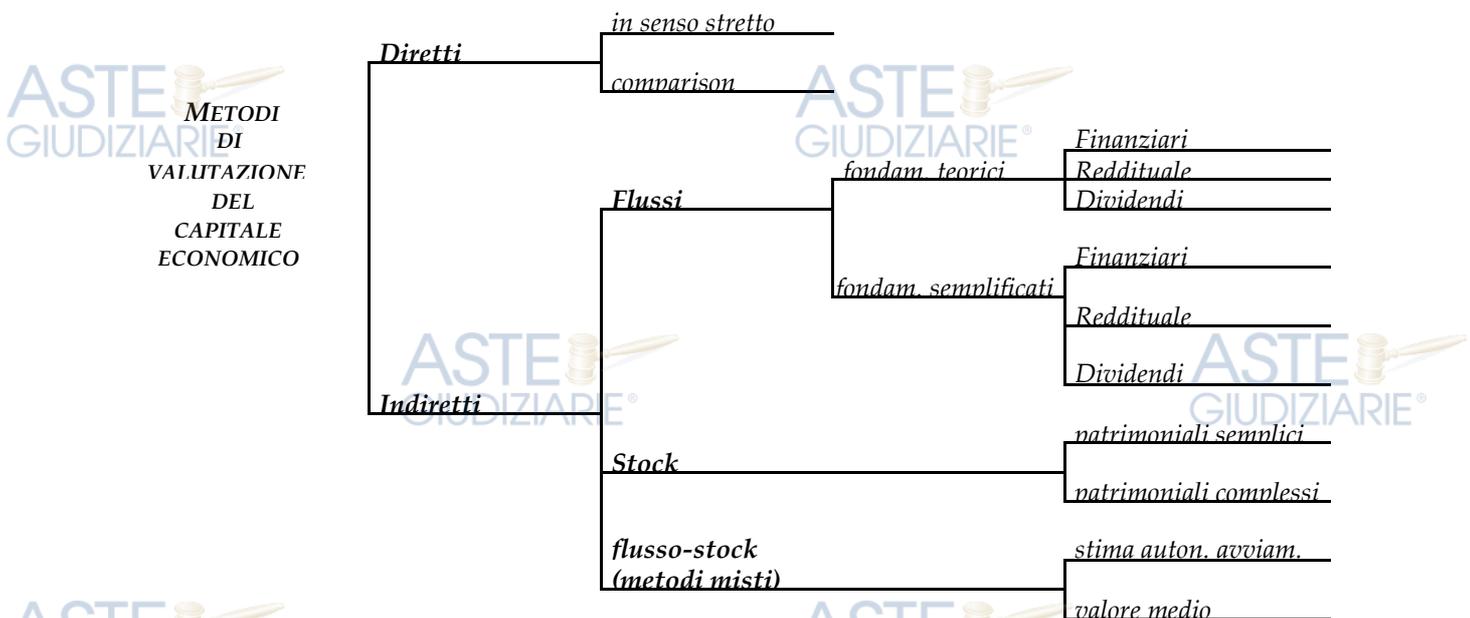
Il valore economico di un'azienda/ramo di azienda è - come si è detto - una quantità astratta, cioè non fondata su dati obiettivi automaticamente determinabili: la sua valutazione impone il ricorso a stime, ipotesi, congetture che potranno variare da perito a perito dando luogo a valutazioni differenti anche in riferimento alla medesima impresa. Naturalmente, questi elementi di soggettività debbono essere analizzati alla luce di fondati requisiti. Di norma, si conviene sull'affermazione che almeno tre sono i requisiti che un'attendibile metodologia di valutazione del capitale economico d'impresa deve tentare di soddisfare; essi sono:

- RAZIONALITÀ: il metodo deve essere valido concettualmente e dotato di consistenza teorica.
- OBIETTIVITÀ: il metodo deve essere concretamente applicabile ovvero fondato su dati certi o almeno credibili e/o controllabili.
- GENERALITÀ: il metodo deve prescindere dalle caratteristiche e dagli

interessi delle parti coinvolte nella negoziazione.

Secondo alcuni autori, il metodo in oggetto dovrebbe essere dotato dell'ulteriore requisito della *stabilità*, nel senso di una plausibile perduranza del valore nel tempo; va tuttavia, sin da subito, precisato che tale requisito assume diverse configurazioni a seconda delle tipologie di aziende oggetto di stima.

I metodi di valutazione delle aziende che, in linea generale, sono in grado di soddisfare in misura ragionevolmente adeguata i suddetti principi possono così essere classificati:



5.2.2 I metodi diretti

I metodi diretti fondano la stima del valore economico d'impresa su grandezze desunte dal mercato. In particolare, si distinguono:

- *metodi diretti in senso stretto* che determinano il valore del capitale economico sul fondamento dei prezzi espressi dal mercato;
- *metodi diretti fondati su moltiplicatori empirici* che eguagliano il valore del capitale economico al prodotto tra un moltiplicatore di mercato e una grandezza espressiva del valore economico del capitale d'impresa.

5.2.2.1. I metodi diretti in senso stretto

I metodi diretti in senso stretto si articolano in due categorie a seconda che l'azienda da valutare sia o meno quotata presso una Borsa valori. Nel primo caso il capitale economico dell'impresa valutanda viene calcolato utilizzando il seguente algoritmo:

$$W = \sum_{i=1}^n P_i \times m_i$$

dove:

W è il valore del capitale economico;

P_i è il prezzo di mercato di un'azione della tipologia "i" (ordinaria, privilegiata, ...);

m_i è il numero di azioni della tipologia "i".

Nel caso, invece, in cui l'azienda non sia quotata, il valore economico del suo capitale viene stimato come media aritmetica, semplice o ponderata, dei valori economici assunti da un selezionato numero di aziende assimilabili, per caratteristiche qualitative e quantitative, a quella oggetto di valutazione; in formula:

$$W = \frac{\sum_{i=1}^n W^s_i \times p_i}{\sum_{i=1}^n p_i}$$

dove:

W è il valore del capitale economico;

W^s_i sono i valori economici delle aziende facenti parte del campione, calcolati sulla base dei "prezzi fatti" in transazioni aventi ad oggetto imprese simili a quella valutanda;

p_i sono i "pesi" attribuiti a ciascuna valutazione.

5.2.2.2. I metodi diretti fondati sui moltiplicatori empirici

I metodi in parola si sogliono distinguere in criteri basati sull'*equity approach to valuation* e metodi fondati sull'*entity approach to valuation*.

I metodi diretti fondati sull'equity approach to valuation

I metodi diretti basati sul c.d. "*equity approach to valuation*" conducono alla stima del valore economico del capitale *in via diretta* e trovano fondamento sulla seguente eguaglianza:

$$\left(\frac{W}{k}\right)_T = \left(\frac{P}{k}\right)_S$$

dove:

$(W/k)_T$ è il moltiplicatore dell'azienda oggetto di stima, dato dal rapporto tra il valore economico dell'impresa valutanda (W_T) e una grandezza (k) espressiva del valore dell'impresa (utile, *cash flow*, fatturato, ecc.);

$(P/k)_s$ è il moltiplicatore di mercato di un campione di imprese simili, per caratteristiche qualitative e quantitative, a quella oggetto di valutazione, costruito ponendo a rapporto il prezzo di mercato di tali imprese (P) con la medesima grandezza impiegata per il calcolo del moltiplicatore dell'impresa *valutanda* (k).

Il valore del capitale economico, si determina, pertanto, nel seguente modo:

$$W_T = \left(\frac{P}{k} \right)_s \times k_T$$

L'applicazione di tale formula comporta, a tutta evidenza, la necessità di stimare: la grandezza k (da utilizzare ai fini della determinazione dei moltiplicatori delle imprese facenti parte del campione di aziende simili all'azienda *valutanda*) e il valore attribuibile alla grandezza k_T .

In ordine all'aspetto di cui *sub a*), va rammentato che molteplici sono le grandezze (k) e, quindi, i moltiplicatori proficuamente utilizzabili ai fini del calcolo; i moltiplicatori maggiormente utilizzati sono: il *price/earning* (P/E), ove la grandezza k è rappresentata dall'utile medio atteso; il *price/cash flow* (P/CF), dove il denominatore è costituito dal flusso di cassa *levered* o *unlevered*; il *price/book value* (P/BV), dove al denominatore del moltiplicatore è iscritto il patrimonio netto contabile.

Per quanto riguarda le modalità estimative della grandezza k_T (aspetto di cui *sub b*)), va subito precisato che il fatto che k_T deve essere coerente con le scelte operate in sede di individuazione del moltiplicatore.

I metodi diretti basati sull'entity approach to valuation

I metodi diretti fondati sul c.d. "*entity approach to valuation*" si caratterizzano in quanto la stima del capitale economico d'impresa viene effettuata *in via mediata* sottraendo al valore economico delle attività (*firm value*) il valore di mercato dei debiti finanziari; ne deriva che i metodi in parola trovano fondamento sulla seguente eguaglianza:

$$\left(\frac{W + D}{k} \right)_T = \left(\frac{P + D}{k} \right)_s$$

dove ai simboli noti si aggiungono:

D_T : valore di mercato dei debiti finanziari dell'azienda *target*;

D_s : valore di mercato dei debiti del campione di imprese assunte per la valutazione.

Il valore economico del capitale si determina per differenza tra il valore economico delle attività dell'azienda oggetto di stima e l'ammontare dei debiti finanziari ad essa attribuibili; in formula:

$$W_T = \left(\frac{P + D}{k}\right)_s \times k_T - D_T$$

L'applicazione dell'algoritmo in parola comporta, a tutta evidenza, la necessità di stimare il valore del rapporto tra il *firm value* (somma del prezzo di mercato del capitale proprio, P , e del valore di mercato dei debiti finanziari, D) e la grandezza k prescelta per la valutazione, del campione, nonché di determinare il valore attribuibile alle grandezze k_T e D_T .

Per quel che riguarda la scelta della grandezza k , i moltiplicatori più impiegati nella pratica valutativa sono: il *firm value/earnings before interests and taxes*, ($FV/EBIT$); il *firm value/earnings before interests, taxes, depreciation and amortization* ($FV/EBITDA$).

Per quanto concerne il punto di cui *sub b)*, stima del valore attribuibile alla grandezza k_T , si ricorda che la grandezza deve essere coerente con le scelte operate nella fase di individuazione del moltiplicatore.

5.2.3. I metodi indiretti

I metodi indiretti si distinguono, come evidenziato precedentemente, in: metodi basati su grandezze flusso; metodi basati su grandezze *stock* e metodi basati su grandezze flusso-*stock*.

4.2.3.1. I metodi basati su grandezze flusso

I metodi indiretti fondati su grandezze flusso possono essere distinti in due classi di metodologie valutative denominate:

- *criteri fondamentali teorici;*
- *metodi semplificati.*

I metodi fondamentali teorici

I metodi fondamentali teorici si articolano, a loro volta, in:

- formula fondamentale finanziaria teorica;
- formula fondamentale reddituale teorica;
- formula fondamentale basata sui flussi di dividendo distribuibili.

La formula fondamentale finanziaria teorica stima il capitale economico dell'azienda sulla base del valore attuale dei flussi monetari totali, attivi e passivi, prodotti dall'azienda stessa.

L'algoritmo di valutazione è il seguente:

$$W = F_1v^1 + F_2v^2 + \dots + F_{n-1}v^{n-1} + F_nv^n$$

dove:

W è il valore del capitale economico dell'impresa;



$F_1, F_2, \dots, F_{n-1}, F_n$ sono i flussi monetari puntuali; l'ultimo flusso comprende anche il valore di liquidazione dell'azienda;

$v^1, v^2, \dots, v^{n-1}, v^n$ sono i coefficienti di attualizzazione dei flussi finanziari.

I flussi monetari sono calcolati come differenza tra uscite monetarie (acquisizione fattori produttivi, rimborso debiti di finanziamento e funzionamento, concessione prestiti) e entrate monetarie (riscossione dei ricavi, dei crediti di funzionamento e finanziamento, accensione debiti di finanziamento e disinvestimenti)

La *formula fondamentale reddituale teorica* eguaglia il valore del capitale economico dell'impresa al valore attuale dei redditi che essa è in grado di generare; in formula:

$$W = R_1 v^1 + R_2 v^2 + \dots + R_{n-1} v^{n-1} + R_n v^n + P_n v^n$$

dove:

W è il valore del capitale economico dell'impresa;

$R_1, R_2, \dots, R_{n-1}, R_n$ sono i redditi netti puntuali futuri;

P_n è il valore di realizzo dell'azienda all'epoca n , diminuito del valore delle riserve formate con utili non distribuiti;

$v^1, v^2, \dots, v^{n-1}, v^n$ sono i coefficienti di attualizzazione dei flussi reddituali.

La *formula fondamentale fondata sui flussi di dividendo distribuibili* si basa sull'assunto che il valore economico dell'impresa è pari al valore attuale di tutti i futuri incassi conseguiti da chi investe capitale di rischio nell'azienda; in formula:

$$W = D_1 v^1 + D_2 v^2 + \dots + D_{n-1} v^{n-1} + D_n v^n + P'_n v^n$$

dove:

W è il valore del capitale economico dell'impresa;

$D_1, D_2, \dots, D_{n-1}, D_n$ sono i flussi di dividendo che l'impresa sarà in grado di distribuire;

P'_n è il valore di realizzo dell'azienda all'epoca n ;

$v^1, v^2, \dots, v^{n-1}, v^n$ sono i coefficienti di attualizzazione dei dividendi.

I procedimenti teorici rispondono pienamente ai requisiti di «razionalità» e di "equità" in quanto definiscono esattamente tutti gli elementi che devono essere presi in considerazione per giungere ad un valore razionale ed equo del capitale economico. A questo proposito, va rilevato che, in assenza di inflazione e del fenomeno dell'attualizzazione, i risultati delle formule in parola conducono a valori coincidenti. Esse, però, non soddisfano il requisito della "obiettività": sono cioè di assai difficile applicazione pratica. In particolare, le critiche mosse ai metodi in parola riguardano il fatto che le formule appena descritte utilizzano parametri difficilmente prevedibili (ad es. la misura dei flussi finanziari, i redditi, i dividendi o l'arco temporale da prendere in considerazione). Per tale motivo, le formule



considerate lasciano spazio ad un'eccessiva arbitrarietà in quanto richiedono il ricorso a ipotesi e congetture che possono variare da perito e perito, rendendo estremamente difficile anche il controllo dei parametri utilizzati.

Le rilevanti difficoltà di applicazione delle formule teoriche “fondamentali” impongono, pertanto, il ricorso a formule sostitutive semplificate che, pur non possedendo la stessa validità concettuale, possano essere proficuamente applicabili. Le semplificazioni previste da tali metodi riguardano essenzialmente:

- le modalità di espressione dei parametri (si fa riferimento, ad esempio, all'utilizzo di grandezze flusso medio-normali in sostituzione dei parametri puntuali di difficile determinazione);
- l'orizzonte temporale di riferimento della stima (ad esempio, è ridotto per consentire ragionevoli previsioni dei parametri).

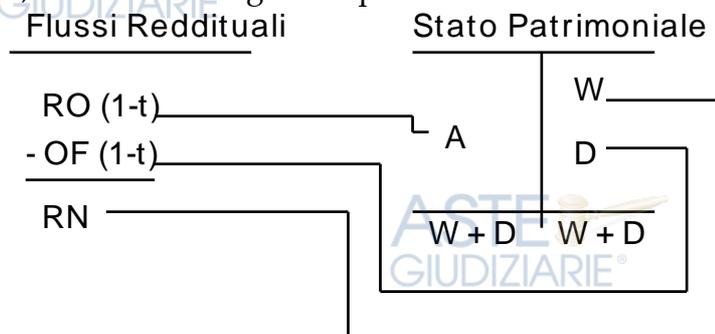
I metodi semplificati

I metodi semplificati si distinguono in metodi reddituali, metodi finanziari e metodi dei dividendi. In considerazione del fatto che, nella pratica valutativa, questi ultimi criteri non sono diffusamente utilizzati, di seguito si approfondiscono le problematiche valutative connesse ai soli metodi reddituali e finanziari.

5.2.3.1.1. I metodi reddituali semplificati

L'idea generale ispiratrice dei metodi reddituali è che il valore dell'azienda dipenda unicamente dai flussi di reddito che essa, in base alle attese, sarà in grado di produrre.

La relazione che intercorre tra i flussi di reddito relativi ad un conto economico riclassificato e «normalizzato» tale da rappresentare un periodo amministrativo *standard* e i *valori economici* del patrimonio, ovvero il valore degli *assets* operativi, dei debiti finanziari e del capitale valutati nell'ottica del perito indipendente, può essere semplicemente schematizzata, nell'ipotesi in cui l'impresa non abbia attività, passività o redditi di natura non operativa, ad eccezione degli elementi attinenti alla gestione finanziaria, nel modo di seguito esposto:





dove:

- RO è il valore del reddito operativo;
- t è l'aliquota fiscale societaria;
- OF è l'importo degli oneri finanziari;
- RN è il valore del reddito netto;
- A è il valore economico delle attività operative;
- W è il capitale economico;
- D è il valore economico dei debiti finanziari.

Tale schema consente di calcolare il capitale economico d'impresa sia in forma «diretta», che in forma «mediata» per differenza tra il *firm value* e il valore dei debiti finanziari.

Nel primo caso, il capitale economico è pari al valore attuale dei redditi attesi «normalizzati», ovvero in ipotesi di perpetuità dei flussi:

$$W = \frac{RN}{i_c}$$

dove:

- RN è il reddito medio normale atteso (o normale *standard*);
- i_c è il tasso di congrua remunerazione del capitale proprio.

Nel caso di valutazione dell'azienda «in forma mediata», il valore economico del capitale è pari alla differenza tra il valore economico dell'attivo operativo e il valore economico dei debiti finanziari, cioè:

$$W = A - D$$

Come appare dallo schema proposto, il valore economico dell'attivo operativo eguaglia il valore attuale dei redditi operativi normalizzati al netto delle imposte, ovvero nell'ipotesi di perpetuità dei flussi:

$$A = \frac{RO(1-t)}{WACC}$$

dove:

- A è il valore economico dell'attivo al netto dei debiti di funzionamento;
- RO è il reddito operativo medio normale atteso;
- WACC è il tasso di remunerazione dell'attivo calcolato come media aritmetica ponderata dei tassi di remunerazione delle singole fonti di finanziamento (del capitale proprio e dei debiti finanziari); i pesi sono rappresentati dalle proporzioni, calcolate a valori economici, del capitale di rischio e di credito, rispetto al totale dell'attivo (*Weighted Average Cost of Capital*: WACC):

$$WACC = i_c \frac{W}{W+D} + i_d (1-t) \frac{D}{W+D}$$

dove ai simboli noti si aggiungono:

- D: valore economico dei debiti finanziari;

i_d : il tasso di remunerazione dei debiti finanziari;

t : aliquota d'imposta.

Il valore economico dei debiti finanziari è pari al valore attuale degli oneri finanziari normalizzati al netto delle imposte, ovvero in ipotesi di perpetuità dei flussi:

$$D = \frac{OF(1-t)}{i_d(1-t)}$$

In definitiva, il valore del capitale economico secondo la maniera mediata risulta:

$$W = A - D = \frac{RO(t-t)}{WACC} - \frac{OF}{i_d}$$

Per quanto attiene alle problematiche di determinazione dei parametri previsti dalla formula valutativa reddituale, i punti da sviluppare sono molteplici.

Un primo aspetto riguarda la definizione dei metodi e delle tecniche di previsione del reddito. In questo senso si distinguono:

- METODO DEI RISULTATI STORICI: tecnica basata sull'ipotesi che il risultato atteso sia pari al reddito medio normale conseguito negli ultimi 3 - 5 anni.
- METODO DI PROIEZIONE DEI RISULTATI STORICI: tecnica che stima i redditi attesi sul fondamento del *trend* dei risultati storici. In questo modo si cerca di mediare l'oggettività dei dati passati con la possibilità di tenere conto di talune variabili rilevanti che possono modificare in futuro il reddito d'esercizio.
- METODO DEI RISULTATI PROGRAMMATI: tecnica che determina i redditi attesi sulla base delle previsioni relative all'andamento economico futuro atteso dell'azienda: più precisamente, i redditi vengono calcolati sul fondamento del *budget* annuale e dei piani pluriennali. Naturalmente *budget* e piani sono adeguatamente revisionati e rettificati dal perito che effettua la stima dell'azienda.
- METODO DELL'INNOVAZIONE: tecnica che studia l'andamento reddituale della gestione nell'ipotesi che si verifichino, in futuro, talune condizioni e innovazioni oggi considerate solo possibili.

Un secondo aspetto è quello relativo alla stima della durata del periodo di previsione. Per quanto riguarda tale questione, si può affermare che la scelta del periodo di riferimento ha natura necessariamente convenzionale. In generale, i comportamenti che più frequentemente si riscontrano nella realtà operativa sono due:

- la durata dell'orizzonte temporale viene agganciata a condizioni oggettive e specifiche dell'azienda oggetto di valutazione;
- l'orizzonte temporale di vita dell'azienda viene considerato infinito.

Una terza problematica da affrontare ai fini dell'applicazione del metodo reddituale riguarda la determinazione del tasso di attualizzazione dei flussi reddituali.

Ai fini del calcolo di detto tasso è indispensabile tenere conto del *principio di coerenza* tra tassi e flussi secondo il quale alle molteplici configurazioni di flussi reddituali o finanziari utilizzati di volta in volta nei vari metodi è opportuno associare altrettante configurazioni di tassi di attualizzazione.

In primo luogo, è bene precisare che detto tasso può essere espresso dal seguente algoritmo:

$$i_c = i_1 + i_2 + scr + md$$

dove:

i_1 è il *risk free rate* o *price of time*;

i_2 rappresenta il premio per il rischio;

scr (*specific company risk*) è una maggiorazione del tasso connessa al fatto che l'investimento in una specifica attività, anziché in un portafoglio titoli, non consente di eliminare il rischio diversificabile. Tale maggiorazione del tasso è atta a fronteggiare rischi specifici del complesso aziendale, legati alla sua struttura finanziaria, alla tipologia di attività svolta, ai luoghi dove essa è esercitata, alla concentrazione della clientela, e così via;

md (*marketability discount*) è una maggiorazione del tasso applicato alle società non quotate, in ragione del fatto che le azioni non negoziate presso la Borsa Valori scontano un rischio di negoziabilità maggiore rispetto a quello delle azioni quotate.

Ai fini dell'analisi della coerenza tra tassi e flussi è interessante rilevare come il premio per il rischio possa essere distinto in premio per il solo rischio operativo e premio per il rischio finanziario.

Ciò premesso, è possibile affermare che nelle metodologie indirette in cui si attualizzano flussi reddituali o finanziari derivanti dalla gestione totale (flussi netti) il tasso in base al quale scontare detti flussi è un tasso che incorpora anche il premio per il rischio finanziario.

Per quanto riguarda la stima del primo addendo (i_1), si suole prendere come riferimento il valore medio del rendimento dei Titoli di Stato degli ultimi 3/5 anni antecedenti all'epoca della valutazione, ovvero il rendimento atteso dei Titoli di Stato, qualora si sia in possesso di attendibili previsioni.

Per quanto riguarda il calcolo del premio per il rischio, due sono le tecniche di stima che hanno trovato ampia diffusione nella dottrina e nella prassi valutativa nazionale.

La prima, che consiste nell'applicazione della *Regola di Stoccarda*, si caratterizza in quanto i flussi reddituali, calcolati nei modi visti in precedenza, vengono abbattuti di una percentuale pari al 30%.

In questo caso, il tasso di attualizzazione dei flussi sarà, naturalmente, dato dal solo *risk free rate* o *price of time*. A risultati del tutto identici a quelli conseguibili con l'applicazione della *Regola di Stoccarda* si giunge - nel caso in cui si debba attualizzare un flusso di reddito normale costante per un periodo di tempo indefinito - se si sconta il flusso «pieno» (ovvero non abbattuto di alcuna percentuale) ad un saggio comprensivo del rischio, calcolato mediante la seguente relazione algebrica:

$$i_2 = i_1 \frac{X}{1 - X}$$

dove:

i_2 rappresenta il premio per il rischio;

i_1 è il *risk free rate* o *price of time*;

X è la percentuale di abbattimento del reddito.

La seconda tecnica di stima di i_2 è quella che si fonda sul *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Secondo tale metodica valutativa, il premio per il rischio viene determinato moltiplicando il *beta-factor* (β) (che rappresenta la misura del rischio operativo e finanziario del complesso aziendale) per il premio medio di mercato (dato dalla differenza tra il rendimento medio atteso del mercato azionario e il rendimento degli investimenti privi di rischio - i_1)

In tal caso i_2 viene determinato nel seguente modo:

$$i_2 = \beta (R_m - i_1)$$

dove:

i_2 è il premio per il rischio d'impresa;

β è il *beta-factor* relativo al capitale netto: in sostanza esso rappresenta la misura del rischio operativo e finanziario per l'impresa in esame;

$(R_m - i_1)$ è il premio di mercato, essendo R_m , il rendimento medio atteso del mercato azionario e i_1 il *risk free rate*.

Nel caso di complessi aziendali non quotati, per i quali non sia disponibile il *beta-factor* di mercato, è possibile utilizzare, quale *proxy*, il beta medio di un campione di imprese comparabili con il complesso aziendale oggetto di stima (1).

¹ Al fine di migliorare il grado di affidabilità del *beta-factor* desunto dal campione di imprese comparabili a quella oggetto di valutazione, è possibile, per il tramite della formula di Hamada, scorporare dal *beta-factor* di mercato la componente finanziaria così da determinare il c.d. *beta unlevered*, e applicare al *beta unlevered* medio di mercato il rischio finanziario dello specifico complesso aziendale oggetto di valutazione.

La formula di Hamada, si precisa, è la seguente: $\beta_u = \frac{\beta_l}{1 + \frac{D}{W}(1-t)}$ dove β_u è il *beta unlevered* di una

singola impresa, β_l è il *beta levered* della stessa impresa, D è il valore di mercato dei debiti finanziari dell'impresa; W è il valore economico del capitale dell'impresa; t è l'aliquota d'imposta.



Nel caso di utilizzo di un flusso reddituale o monetario lordo (relativo, cioè, alla gestione operativa) il tasso di sconto cui attualizzare il flusso in parola sarà, per il rispetto del principio di coerenza, una media ponderata dei costi delle singole fonti di finanziamento o WACC (*Weighted Average Cost of Capital*):

$$WACC = i_c \frac{W}{W + D} + i_d \frac{D}{W + D}$$

in cui:

i_c è il costo del capitale proprio;

i_d è il costo del capitale di credito;

W e D rappresentano rispettivamente i valori economici del capitale proprio e dei debiti finanziari.



Si dimostra che, se i costi del capitale proprio e del capitale di credito vengono espressi utilizzando il modello del CAPM, la formula di cui sopra equivale alla seguente:

$$i = i_1 + \beta_A (R_m - i_1)$$

in cui:

β_A è il beta relativo alle attività; esso cioè misura il solo rischio operativo e non anche quello finanziario.

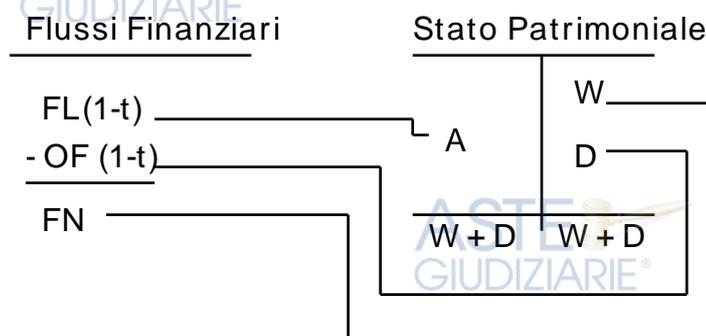


5.2.3.1.2. I metodi finanziari semplificati

I metodi finanziari semplificati determinano il valore del capitale economico in funzione dei flussi monetari prospettici dell'azienda.



Anche nel caso dei metodi finanziari è possibile individuare la modalità *mediata* e quella *diretta* del calcolo del capitale economico, sulla base del legame esistente tra flussi monetari/finanziari e valori economici delle attività e del capitale proprio. In particolare, nella stessa ipotesi semplificatrice prevista nel precedente paragrafo, in cui si supponga l'assenza di attività, passività, redditi e perdite di natura non operativa, ad eccezione degli elementi riguardanti la gestione finanziaria e si assuma che i flussi siano infiniti e costanti nel tempo, lo schema di valutazione del capitale economico con il metodo finanziario è rappresentabile nel seguente modo:



dove:

FL è il valore del flusso *unlevered* (o flusso della gestione operativa);

t è l'aliquota d'imposta;

OF è il valore del flusso generato dalla gestione finanziaria calcolato al netto delle imposte corrispondenti;

FN è il valore del flusso *levered* (flusso monetario netto complessivo disponibile); esso rappresenta il flusso di cassa disponibile generato dalla gestione che può essere destinato alla distribuzione senza provocare imbarazzi finanziari;

A è il valore economico dell'attivo (al netto dei debiti di funzionamento);

W è il valore economico del netto (capitale economico);

D è il valore economico dei debiti finanziari.

La fattuale applicazione del metodo finanziario richiede che vengano determinati:

- il flusso di cassa futuro relativo al periodo di valutazione considerato;
- la durata del periodo di previsione dei flussi attesi;
- il valore del tasso di sconto dei flussi attesi.

Per la determinazione dei parametri di cui ai punti due e tre si può fare riferimento a quanto detto a proposito dei metodi reddituali.

Per quanto riguarda le modalità di computo dei flussi è possibile procedere utilizzando diverse tecniche.

Una prima impiega il seguente schema di riferimento:

- Ricavi della gestione operativa corrente
- Costi della gestione operativa corrente
- Crediti della gestione operativa corrente (esclusi crediti vs l'erario)
- + Debiti della gestione operativa corrente
- Flusso della gestione operativa corrente al lordo delle imposte (A)*
- + Ricavi per disinvestimenti di capitale fisso strumentale
- Costi per investimenti di capitale fisso strumentale
- Crediti relativi ai disinvestimenti
- + Debiti relativi agli investimenti
- Flusso della gestione operativa fissa al lordo delle imposte (B)*
- (A)+(B) Flusso della gestione operativa al lordo delle imposte (C)*
- Imposte operative pagate
- Flusso unlevered (D)*
- + Accensione di debiti finanziari
- Rimborso di debiti finanziari
- Concessioni di crediti finanziari
- + Rimborso di crediti finanziari
- Oneri finanziari pagati
- + Proventi finanziari riscossi
- ± Imposte «finanziarie»

Flusso della gestione finanziaria al netto delle imposte (E)
(D)+(E) *Flusso levered*

Una seconda tecnica di determinazione dei flussi finanziari si sofferma, per il calcolo dei flussi netti relativi ai singoli periodi amministrativi, sull'esame di due situazioni patrimoniali consecutive.

Flusso *levered* = Δ Cassa + Rimborsi di capitale sociale - Versamenti per aumenti di capitale sociale - Incremento Riserva Sovrapprezzo Azioni + Dividendi;

Flusso *unlevered* = Flusso *levered* - Accensione di debiti finanziari + Rimborso di debiti finanziari + Concessione di crediti finanziari - Rimborso di crediti finanziari + Oneri finanziari pagati - Proventi finanziari riscossi

5.2.3.2. I metodi basati su grandezze *stock*

I metodi basati su grandezze *stock* vengono definiti patrimoniali e si fondano sul principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale dell'azienda.

I metodi patrimoniali di stima del valore economico del capitale d'impresa si distinguono in:

- METODO PATRIMONIALE SEMPLICE (O PURO);
- METODO PATRIMONIALE COMPLESSO.

La distinzione si fonda sul diverso grado di apprezzamento dei beni immateriali non contabilizzati (tecnologia, portafoglio lavori, organizzazione del personale, ecc.): essi sono del tutto tralasciati nel metodo patrimoniale puro, mentre sono ampiamente considerati nel metodo patrimoniale complesso.

5.2.3.2.1. Il metodo patrimoniale semplice (o puro)

Il metodo patrimoniale puro, che trova il suo punto di partenza nel capitale netto di bilancio, considera il valore dell'azienda da cedere pari al valore del capitale netto rettificato.

Il capitale netto rettificato viene, per norma, calcolato mediante la riespressione a valori correnti degli elementi dell'attivo e del passivo patrimoniale. In formula:

$$K' = A' - P'$$

dove:

K' è il patrimonio netto rettificato;

A' rappresenta l'attivo riespresso a valori correnti;

P' costituisce il passivo riespresso a valori correnti.

5.2.3.2.2. I metodi patrimoniali complessi

I metodi patrimoniali complessi sono di due tipi:

a) metodi patrimoniali complessi di I grado (sommano al valore del patrimonio netto rettificato " K " il valore dei beni immateriali non contabilizzati aventi però un valore di mercato);

b) metodi patrimoniali complessi di II grado (sommano al valore di " K " sia il valore dei beni immateriali di cui *sub a*), sia il valore dei beni immateriali non contabilizzati e non aventi valore di mercato - *know how*, marchi, portafoglio lavori, valore dell'organizzazione umana, ecc. - privi cioè di un riscontro diretto).

L'espressione sintetica che meglio può esprimere i metodi patrimoniali complessi è la seguente:

$$W = K' + Val. Imm.$$

dove Val. Imm. indica il valore dei beni immateriali non contabilizzati.

Più precisamente, tali metodi sono ispirati alla teoria del *going concern value*, secondo la quale per costituire una azienda "*ex novo*" è necessario sostenere dei costi che non vengono sopportati nel caso di acquisto di una azienda che già esiste e funziona.

Naturalmente, la formula di cui sopra suppone implicitamente che l'azienda sia in grado di remunerare congruamente il patrimonio netto rettificato comprensivo dei beni immateriali, ovvero:

$$R = i(K' + V.Imm)$$

in cui:

R = reddito atteso;

$i(K' + V.Imm)$ = *reddito congruo*.

Nel caso in cui tale situazione non si verifichi, la stima con il metodo patrimoniale complesso differirebbe da quella risultante dall'applicazione del metodo reddituale contraddicendo il principio dell'equivalenza delle formule valutative; pertanto, occorre rettificare il valore risultante dalla formula di valutazione patrimoniale con una correzione reddituale pari alla differenza tra il reddito atteso e il reddito congruo, attualizzata per un periodo infinito, ovvero per il numero di anni che il perito ritiene necessari a ricondurre l'impresa in condizioni di equilibrio economico.

5.2.3.3. I metodi basati su grandezze flusso-stock

I metodi misti, basati su grandezze flusso-*stock*, costituiscono una mediazione tra i metodi patrimoniali – dai quali prendono la caratteristica della verificabilità

oggettiva – e i metodi reddituali – dai quali prendono le considerazioni sulle aspettative reddituali. I metodi misti più diffusi sono: il metodo “tedesco” e il “metodo anglosassone” (o metodo della durata limitata dell’avviamento).

Come noto, l’impiego di tali metodi è stato raccomandato dalla *Union Européenne des Experts Comptables Economiques et Financiers* (Unione Europea degli Esperti Contabili Economici e Finanziari, UEECEF o più semplicemente, UEC) nella propria Raccomandazione del 1962, nella quale ha manifestato l’esigenza di rettificare il valore del patrimonio in funzione della capacità di reddito dell’azienda.

In particolare, con il metodo indiretto o dei pratici tedeschi, il valore di un’azienda è fatto pari alla media del valore delle attività e del valore di rendimento. In tal modo, il *goodwill* corrisponde alla differenza fra il valore dell’azienda ed il valore degli elementi attivi del suo capitale o alla metà della differenza fra il valore di rendimento ed il valore delle attività (cfr. p. 36 Raccomandazione UEC); si tratta, in sostanza, del metodo del valore medio che può sintetizzarsi nella seguente formula:

$$W = \frac{1}{2} \left(\frac{R}{i} + K' \right)$$

Con il metodo diretto o metodo anglosassone, il valore dell’azienda è assimilato al valore corrente dell’attivo aumentato del *goodwill*.

L’algoritmo di valutazione è il seguente algoritmo:

$$W = K' + C.R.$$

dove:

W costituisce il valore economico della società stimato mediante il metodo anglosassone;

K' rappresenta il patrimonio netto rettificato del complesso aziendale oggetto di valutazione;

C.R. il valore economico della correzione reddituale positiva o negativa, stimata mediante l’attualizzazione del sovra/sottoreddito che la Società sarà in grado di produrre nel corso della gestione; in formule:

in cui:

$$C.R. = \sum_{t=1}^n \frac{R_t - i \cdot K'}{(1+i)^t}$$

- $(R_t - i K')$ rappresenta il sovra/sottoreddito che la Società sarà presumibilmente in grado di produrre in ciascun esercizio futuro;
- R_t sono i redditi netti attesi della Società per gli anni di durata della correzione reddituale;
- i è il costo del capitale proprio;
- n costituisce l’orizzonte temporale di riferimento della correzione reddituale.

Ai fini dell'applicazione del metodo misto patrimoniale con correzione reddituale occorre:

- individuare i beni facenti parte del complesso aziendale;
- stimare il valore corrente degli stessi e conseguentemente le rettifiche da apportare al valore contabile delle attività e passività iscritte nella situazione patrimoniale di riferimento. Al riguardo, si fa presente che gli *asset* a fecondità ripetuta dovranno essere valutati al valore corrente d'uso, i beni a fecondità semplice al valore di presunto realizzo e le passività al valore di presumibile estinzione;
- verificare che la redditività implicita del complesso aziendale sia in linea con la remunerazione congrua del capitale in esso investito. In assenza di tale condizione, infatti, si deve apportare una correzione reddituale (positiva o negativa) al valore di natura patrimoniale in modo tale da apprezzare nella dovuta misura il *goodwill/badwill* aziendale. Nello svolgimento di tale verifica appare opportuno che i beni accessori - eventualmente presenti nel patrimonio del complesso aziendale oggetto di stima - vengano stimati autonomamente rispetto al valore del patrimonio "operativo" del complesso aziendale.

Laddove nella valutazione del capitale del complesso aziendale oggetto di trasferimento non si prenda in considerazione il patrimonio netto rettificato, ma il capitale operativo, la congruità della redditività del capitale investito (operativo) verrà giudicata mediante l'analisi del reddito operativo atteso (e non di quello netto atteso). In altri termini, la logica su cui si fonda l'algoritmo di valutazione è la stessa della tecnica "anglosassone", con la sola differenza che ci si basa su grandezze operative e non nette. In formula:

$$W = CIN' + \left[\sum_{j=1}^n (RO_j - WACC \times CIN') \times (1 + i_c)^{-j} \right] - D$$

dove:

W è il valore del capitale economico della Società;

CIN' è il valore corrente delle attività operative, (considerate al netto dei debiti non finanziari e non onerosi);

RO_j sono i redditi operativi conseguiti dalla Società negli n anni considerati ai fini della stima del valore della correzione reddituale;

$WACC$ è il costo medio ponderato del capitale;

i_c è il costo del capitale proprio;

n è il periodo di durata del "sovrareddito" o del "sottoreddito" operativi della Società;

D è il valore economico dei debiti finanziari della Società all'epoca della stima.



Per quanto attiene alla stima del tasso di attualizzazione per la determinazione del *goodwill/badwill* aziendale, si fa presente che, per il principio di coerenza tra flussi e tassi, ove si debbano attualizzare flussi netti (nominali o reali) essi andranno scontati al tasso di remunerazione del capitale proprio (nominale o reale); di converso, ove si debbano attualizzare flussi operativi (nominali o reali), essi andranno scontati al costo medio ponderato del capitale (nominale o reale).



6. LA SCELTA DELLA METODOLOGIA VALUTATIVA

6.1. LA METODOLOGIA VALUTATIVA UTILIZZATA

La scelta della o delle metodologie da utilizzare per la quantificazione del valore di un'azienda o di un ramo di azienda, in assenza di un criterio valutativo che soddisfi simultaneamente ed integralmente i tre noti requisiti di razionalità, obiettività ed equità e che di conseguenza possa essere, in via astratta, considerato il metodo ottimo, dipende in buona sostanza dalla finalità che la medesima valutazione si pone, dalla qualità e dalla quantità delle informazioni a disposizione e, infine, dalla situazione particolare del complesso aziendale oggetto di valutazione.

Nel caso in esame – determinazione del valore economico della partecipazione del 98% del capitale di BM Consulting – si precisa quanto segue:

- i documenti utili ai fini della redazione della relazione tecnica sono rappresentati dalle dichiarazioni dei redditi della BM Consulting del quinquennio dal 2018 al 2022, documenti consegnati dall'Agenzia delle Entrate su formale richiesta dello scrivente CTU all'uopo autorizzato dal G.E.;
- dapprima, verrà stimato il valore economico della società BM Consulting alla data del 31.12.2022;
- successivamente, sulla base della stima di cui sopra, verrà determinato il valore economico della partecipazione del 98% del sig. *** nel capitale di BM Consulting alla data del 31.12.2022;
- le stime in parola saranno effettuate applicando le metodologie descritte nel paragrafo 5.

Tanto premesso, ai fini della **stima del valore economico della BM Consulting alla data del 31.12.2022**, si farà riferimento al metodo di tipo reddituale complesso.

Tale scelta valutativa è particolarmente indicata nel caso di specie e appare idonea a valutare il capitale economico della società BM Consulting che esercita attività di consulenza aziendale e manageriale.

In primo luogo, verrà applicata la seguente formula:

$$W = \sum_{j=1}^n R(1+i)^{-j}$$

dove:



W

è il valore economico dell'azienda valutanda;

R

è il valore dei redditi futuri che la valutanda sarà presumibilmente in grado di produrre (per gli anni t di previsione esplicita);

i

è il tasso di attualizzazione, costo del capitale proprio;

n

è l'orizzonte temporale di riferimento della stima.



7. LA STIMA DELLA QUOTA SOCIALE PIGNORATA IN BM CONSULTING S.R.L.

La stima del valore economico della Società effettuato con il metodo reddituale complesso richiede, come si è detto, l'applicazione del seguente algoritmo:

$$W = \sum_{j=1}^n R(1+i)^{-j}$$

dove i simboli assumono il significato noto.

Nel prosieguo si provvederà a determinare il tasso di attualizzazione, il flusso reddituale atteso e l'orizzonte temporale di riferimento della stima.

7.1. IL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE

Il tasso di attualizzazione (i) è stato calcolato come somma di due addendi:

$$i = i_1 + i_2$$

dove:

i_1 è il *risk free rate* o *price of time*;

i_2 rappresenta il premio per il rischio.

Il tasso i_1 , in considerazione del rendimento riconosciuto dai titoli di Stato con scadenza tra 3 e 5 anni di recente posizionamento, è stato considerato un valore di 0,0095 al netto del tasso di inflazione.

$$i_1 = 0,95 \%$$

Il premio per il rischio (i_2) è stato calcolato sulla base del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). In termini di rischiosità, il CAPM postula che il rischio totale di un'impresa sia scindibile in una componente specifica e in una componente di origine macroeconomica non diversificabile (rischio sistematico).

Il premio per il rischio, stimato con la tecnica del CAPM, si determina mediante la seguente relazione algebrica:

$$i_2 = \beta(R_m - i_1)$$

dove ai simboli già noti si aggiungono:

β cioè il valore del rischio sistematico, fatto pari al rapporto tra la covarianza fra i rendimenti dell'azienda e quelli del portafoglio di mercato (numeratore) e la varianza dei rendimenti del portafoglio di mercato stesso



(denominatore). Si rammenta, infatti, che nel *CAPM* il rischio specifico dell'azienda è eliminabile mediante la diversificazione del portafoglio; R_m cioè il rendimento medio offerto dal mercato.

Da quanto detto consegue che il valore ($R_m - i_1$) esprime il premio offerto dal mercato per gli investimenti aleatori.

Nel caso di specie si è ritenuto ragionevole adottare un fattore *beta levered* pari a 0,96 per il periodo dicembre 2022 relativo al settore *Financial Services – non bank and insurance* (fonte: Stern – Scuola di *management* della *New York University - Damodaran*, www.stern.nyu.edu, Beta Europe).

Il premio per il rischio di mercato ($R_m - i_1$) è stato fissato pari a 6,3%².

Il premio per il rischio, calcolato con la tecnica del *CAPM* risulta, pertanto, pari al seguente valore:

$$i_2 = 6,05\%$$

Il tasso di congrua remunerazione (i), dato dalla somma del *risk free rate* (i_1), del premio per il rischio (i_2), viene determinato, in definitiva, nel modo che segue:

$$i = 0,95\% + 6,05\% = 7,00\%$$

7.2 LA STIMA DEI REDDITI ATTESI DELLA BM CONSULTING S.R.L.

Come è noto, i redditi attesi possono essere calcolati mediante quattro differenti tecniche:

- metodo dei risultati storici;
- metodo di proiezione dei risultati storici;
- metodo dei risultati programmati;
- metodo dell'innovazione.

Ai fini della determinazione dei flussi di reddito netto attesi, lo scrivente ha ritenuto di poter assumere come base il valore dei redditi ante imposte come indicati nelle dichiarazioni fiscali presentate dalla società all'Agenzia delle Entrate (**all. 5**), relativi all'arco temporale 2018-2022 (la dichiarazione redditi anno 2023 non è ancora stata presentata), riportati nella tabella che segue (valori in euro).



² Fernandez, P., Ortiz Pizarro, A., & Fernández Acín, I. (2016). Market Risk Premium used in 71 countries in 2016: a survey with 6,932 answers. Navarra: IESE Business School.

Tabella 1 – Redditi BM CONSULTING SRL - fonte: Agenzia delle Entrate

PERIODO	2018	2019	2020	2021	2022
REDDITO	243.068	290.629	79.677	70.430	32.677

Lo schema che segue riassume i risultati per la stima del reddito medio atteso al 31.12.2022, sulla base dei redditi del quinquennio 2018-2022, che è stato determinato attraverso una media ponderata avendo cura di concedere maggior peso ai redditi riferiti agli esercizi più recenti.

Tabella 2 – Determinazione del reddito medio normale atteso

PERIODO	2018	2019	2020	2021	2022
Reddito	243.068	290.629	79.677	70.430	32.677
Peso	10/100	10/100	25/100	25/100	30/100
Reddito ponderato	24.307	29.063	19.919	17.608	9.803
Reddito medio ponderato al 31.12.2022					100.700

In considerazione del fatto che i redditi esposti nelle tabelle superiori rappresentano nello specifico flussi reddituali ante imposte, pertanto lordi, al fine di determinare il flusso reddituale netto occorre “scontare” il flusso lordo dell’aliquota fiscale media del 30%; in sostanza, flusso reddituale lordo euro 100.700 $\times (1-30\%) =$ **euro 70.490 flusso reddituale netto atteso.**

7.3 L’ORIZZONTE TEMPORALE DI RIFERIMENTO DELLA STIMA

Al fine di effettuare la stima del valore economico della quota pignorata nella società BM Consulting Srl, come richiesto dall’algoritmo del metodo patrimoniale complesso, occorre individuare l’arco temporale di previsione dei redditi medio normali attesi. Come analizzato nel capitolo 4, accogliendo il rilievo del CTP di FINO 2 SECURITISATION, considerata la tipologia di attività svolta dalla società valutanda ed il mercato attuale di riferimento, lo scrivente provvederà a applicare una doppia ipotesi di stima dell’orizzonte temporale, 1 e 2 anni.



7.3 LA STIMA DEL VALORE ECONOMICO DELLA QUOTA DEL 98% DI BM CONSULTING S.R.L.

Sulla base del reddito medio normale atteso determinato nel paragrafo 7.2 e del tasso di attualizzazione stimato nel paragrafo 7.1, nelle tabelle 3 e 4 che seguono si riassumono i procedimenti per la stima del valore economico della quota del 98% della BM Consulting Srl nella doppia ipotesi, rispettivamente con durata della proiezione reddituale a 1 anno e a 2 anni (valori in euro):

Tabella 3 – Stima quota pignorata BM CONSULTING SRL

Reddito medio normale netto atteso (R)	€ 70.490
Tasso attualizzazione (i)	7,00%
Orizzonte temporale stima (n)	1
Valore economico BM CONSULTING SRL (W)	€ 65.878
W quota 98%***	€ 64.561

Tabella 4 – Stima quota pignorata BM CONSULTING SRL

Reddito medio normale netto atteso (R)	€ 70.490
Tasso attualizzazione (i)	7,00%
Orizzonte temporale stima (n)	2
Valore economico BM CONSULTING SRL (W)	€ 127.447
W quota 98%***	€ 124.898





8. CONCLUSIONI

In data 17 ottobre 2023, l'Ill.mo G.E. Dott.ssa Chiara Aytano nominava lo scrivente - Prof. Dott. Bruno Marsigalia, Docente di Economia Aziendale, Dottore Commercialista e Revisore Legale - Consulente Tecnico d'Ufficio nell'esecuzione promossa da FINO 2 SECURITISATION S.R.L., nei confronti del sig. *** fissando al 14 maggio 2024 l'udienza per il giuramento.

In data 14 maggio 2024 lo scrivente accettava l'incarico e prestava giuramento dinanzi al Giudice, che poneva alla CTU il seguente quesito di cui all'ordinanza del 17 ottobre 2023:

“Dica il CTU, previo esame della documentazione in atti, quale sia il valore commerciale delle quote oggetto di esecuzione e se vi siano cause di prelazione in favore di eventuali altri soci”.

Con riferimento al quesito e sulla base dei documenti in atti, l'incarico in parola ha ad oggetto, in sostanza, l'individuazione del valore economico della quota sociale pignorata da parte di FINO2 detenuta dal soggetto esecutato, sig. *** , nella BM CONSULTING S.R.L..

In risposta al quesito formulato dal GE, sulla base delle considerazioni e delle determinazioni dello scrivente CTU, esposte nei paragrafi precedenti, il valore della quota del 98% di * nella società BM CONSULTING SRL alla data di riferimento del 31.12.2022 è indicato nelle tabelle seguenti (valori in euro) nella doppia ipotesi di durata della previsione reddituale per 1 anno (tabella 3) ovvero 2 anni (tabella 4) permettendo all'organo giudicante di orientarsi sulla base di due diverse opzioni:**





Tabella 3 – Stima quota pignorata BM CONSULTING SRL

Reddito medio normale netto atteso (R)	€ 70.490
Tasso attualizzazione (i)	7,00%
Orizzonte temporale stima (n)	1
Valore economico BM CONSULTING SRL (W)	€ 65.878
W quota 98%***	€ 64.561



Tabelle 4 – Stima quota pignorata BM CONSULTING SRL

Reddito medio normale netto atteso (R)	€ 70.490
Tasso attualizzazione (i)	7,00%
Orizzonte temporale stima (n)	2
Valore economico BM CONSULTING SRL (W)	€ 127.447
W quota 98%***	124.898



Inoltre, sulla base dello statuto (all. 6) della società BM CONSULTING SRL, in merito al diritto di prelazione dei soci, all'art. 10 viene testualmente stabilito che:

“Spetta ai soci in qualsiasi caso di trasferimento per atto tra vivi il diritto di prelazione”.



Ritenendo, con la presente relazione, di aver adempiuto all'incarico affidato, si resta disposizione per eventuali chiarimenti e si porgono distinti saluti.

Roma, 25 settembre 2024



Prof. Dott. Bruno Marsigalia





ELENCO DEGLI ALLEGATI:

1. Verbale di nomina CTU
2. Verbale giuramento CTU
3. Visura storica BM Consulting Srl
4. Verbale operazioni peritali
5. Dichiarazioni redditi BM Consulting Srl 2018-2022
6. Atto costitutivo e statuto BM Consulting Srl
7. Bozza CTU inviata alle parti
8. Osservazioni CTP di FINO 2 SECURITISATION

