

**TRIBUNALE CIVILE DI FORLÌ  
PROCEDURE CONCORSUALI**

**RELAZIONE DI STIMA AI SENSI DELL'ART. 216, CO. 1, C.C.I.**

DENOMINAZIONE: **BIPRES S.P.A.**

LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE: **TRIBUNALE DI FORLÌ N.° 11/2026**

GIUDICE DELEGATO: **Dr.ssa BARBARA VACCA**

CURATREICE: **Dott.ssa DANIELA CAMPANA**

(nel prosieguo indicata per brevità anche soltanto come “**Bipres**” o “**Liquidazione Giudiziale**” o “**la Procedura**” o “**Curatela**”)

\* \* \* \*

**BENI OGGETTO DI STIMA**

*Ramo aziendale avente ad oggetto:*

- *L'attività di lavorazioni per conto terzi metalliche, di montaggi idraulici, meccanici, elettrici, pneumatici, componentistica per macchine, lavorazioni di materiali ferrosi e non ferrosi e di carpenteria svolta nella sede di Portico e San Benedetto (FC) in via Tosco Romagnola n. 45-47-49 costituito dai beni materiali ed immateriali utilizzati per tale attività, di pertinenza di Bipres S.p.A. (nel prosieguo indicato per brevità anche soltanto come “**Ramo Azienda**”)*

\* \* \* \*

La sottoscritta, Dott.ssa Carolina Rago, iscritta all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili della Provincia di Bologna al n. 1712/A, nonché iscritto al Registro dei Revisori Contabili al N. 132097, incaricato dalla dott.ssa Daniela Campana, Curatore della Liquidazione Giudiziale di BIPRES S.p.A., pendente presso il Tribunale di Forlì, di stimare il valore del Ramo d'Azienda di pertinenza della Procedura.

La scrivente ha depositato giuramento al Giudice, dott.ssa Barbara Vacca del Tribunale di Forlì in data 19 maggio 2026, dichiarando – anzitutto – di non trovarsi in situazioni di incompatibilità previste da norme analogicamente applicabili ed, in particolare, di non trovarsi in una situazione di conflitto d'interessi nei confronti della società in liquidazione giudiziale e/o i suoi soci, dipendenti e creditori in genere,

nonché impegnandosi a depositare la relazione entro 45 giorni e pertanto con scadenza il 02 luglio 2026.

Tutto ciò premesso

PRESENTA

la seguente relazione di stima, redatta ai sensi e per gli effetti dell'art. 216, comma 1, del Codice Della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (Decreto legislativo del 12 gennaio 2019 – nel prosieguo indicato per brevità anche soltanto come “Codice della Crisi” o “C.C.I.”), che si suddivide come da seguente sommario

\*\*\*\*\*

## Sommario

1	PREMESSA .....	3
1.1	OGGETTO DELLA VALUTAZIONE.....	3
1.2	LE FINALITÀ ED I DESTINATARI DEL PRESENTE ELABORATO.....	3
1.3	I FONDAMENTI LINGUISTICI ED IL SIGNIFICATO DELLA PRESENTE RELAZIONE.....	5
1.4	IL QUADRO TEORICO DI RIFERIMENTO.....	8
1.5	I DOCUMENTI ESAMINATI .....	9
2	DESCRIZIONE DEI BENI OGGETTO DI STIMA .....	10
2.1	L'AZIENDA .....	10
2.1.1	Brevi cenni storici.....	11
2.1.2	Il compendio aziendale oggetto di stima.....	12
3	SCOPO DELLA VALUTAZIONE .....	14
3.1	I FONDAMENTI LINGUISTICI ED IL SIGNIFICATO DELLA VALUTAZIONE .....	18
4	CRITERI E METODOLOGIE DI VALUTAZIONE .....	20
4.1	METODI PATRIMONIALI .....	24
4.2	METODI MISTI.....	26
4.3	METODI FINANZIARI .....	48
4.4	METODI REDDITUALI .....	52
4.5	METODI BASATI SULLE TRANSAZIONI COMPARABILI .....	53
4.6	SCELTA DEI CRITERI E DELLE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE .....	57
5	LA VALUTAZIONE .....	63
5.1	ASSUNZIONI FONDAMENTALI ALLA BASE DELLA SCELTA DEI CRITERI DI VALUTAZIONE.....	63
5.1.1	Prospettiva della valutazione: ottica di prosecuzione della gestione («going concern»).	63
5.1.2	Unità di valutazione: il compendio patrimoniale/aziendale Bipres (Portico). .....	64
5.1.3	Data di riferimento della valutazione. ....	65
5.1.4	Migliore destinazione d'uso.....	65
5.1.5	Valore sinergico .....	65
5.1.6	Costi di negoziazione .....	66

5.1.7	Fiscalità.....	66
<b>5.2</b>	<b>CRITERI DI VALUTAZIONE.....</b>	<b>66</b>
5.2.1	Immobilizzazioni materiali: immobili.....	66
5.2.2	Arredi, macchinari e attrezzature, autoveicoli .....	67
5.2.3	Stima autonoma dell'avviamento .....	67
5.2.4	Sulla determinazione del valore di mercato del Ramo d' Azienda di Portico .....	80
<b>6</b>	<b>IL PREZZO BASE D'ASTA .....</b>	<b>80</b>

\*\*\*\*\*

## 1 PREMESSA

### 1.1 Oggetto della valutazione

L'oggetto del presente elaborato è la determinazione del più probabile valore di mercato del/i bene/i meglio descritto/i al successivo § 2, funzionale alla sua/loro vendita secondo le procedure competitive previste dall'art. 216 del Codice della Crisi.

L'incarico non ha interessato la redazione di atti del procedimento.

### 1.2 Le finalità ed i destinatari del presente elaborato

La presente relazione è predisposta a beneficio della Procedura e le considerazioni, nonché i risultati espressi nella stessa costituiscono (fra i vari possibili) un elemento informativo a supporto ed uso della Curatela nell'ambito delle attività finalizzate alla liquidazione del ramo aziendale in esame e per indire le relative procedure competitive ex art.216 CCII. Restano, quindi, in capo alla Curatela le decisioni in merito alla convenienza e fattibilità di tale processo di cessione.

La presente non è destinata a scopi o soggetti diversi da quanto sopra indicato e/o precisato nella stessa e non si assumono, pertanto, responsabilità in relazione ad altri scopi e/o nei confronti di altri soggetti cui il presente documento sia consegnato e/o che ne siano venuti in possesso.

Come si evidenzierà nel seguito:

- ✓ In considerazione dell'esercizio provvisorio e della data di riferimento della presente, sono stati richiesti aggiornamenti sull'andamento aziendale al fine di supportare le considerazioni e le stime effettuate;

- ✓ La stima di un ramo aziendale è influenzata da vari fattori (criteri di valutazione adottati descrizione fornita dell'asset analizzato, status giuridico, decorso del tempo, ecc.) e il valore complessivo espresso nella presente risente dell'inevitabile discrezionalità che una stima comporta;
- ✓ gli eventuali interessati all'acquisto dovranno, comunque, esprimere un proprio giudizio sulla consistenza e sul valore del ramo aziendale, potendo questi essere influenzati dal tempo e da fattori non considerati e/o non considerabili.

Lo scopo della presente valutazione è infatti quello di identificare il più probabile valore di mercato dei beni oggetto di stima, in funzione della loro vendita con le procedure competitive di cui all'art. 216 C.C.I. Quindi questa relazione è predisposta in funzione di tali finalità ed è strettamente limitata ad esse. Le attività e il perimetro di valutazione sono stati determinati in costruttiva condivisione con la curatela committente.

In nessun caso, pertanto, i valori indicati e stimati possono essere interpretati come indicazioni di valori riferiti a contesti diversi da quelli esaminati.

La valutazione è stata espressa con riguardo alla data di presumibile avvio della procedura competitiva di vendita, sulla base delle informazioni e documenti resi disponibili sino alla data della redazione della presente relazione; conseguentemente, poiché per definizione le stime e le valutazioni scontano il duplice limite della variabilità nel tempo e della limitazione del quadro cognitivo, conoscitivo ed epistemologico del redattore alla data della stima, la valutazione espressa non può essere estesa, nemmeno per analogia o traslazione, ad alcun altro momento temporale di riferimento, senza un nuovo procedimento di stima. Del pari è perfettamente possibile che un altro esperto, che disponga di un set informativo differente e più o meno completo<sup>1</sup>, possa raggiungere conclusioni differenti da quelle qui esposte.

La sottoscritta ritiene di aver svolto l'incarico con la massima diligenza, professionalità ed indipendenza di giudizio possibili e non risponde della completezza,

<sup>1</sup> Come pure nulla esclude che anche la sottoscritta, disponendo di un ventaglio più ampio o comunque differente di informazioni, possa in astratto raggiungere conclusioni differenti, anche applicando le medesime metodologie valutative.

correttezza, accuratezza, veridicità, attendibilità e rappresentatività dei documenti, informazioni e dati trasmessi dalla Curatela

In particolare, con riferimento a tutte le informazioni che sono state recepite dalla sottoscritta, si è partiti dal presupposto della relativa veridicità e non discutibilità. Ciò in virtù della diversa competenza ripartita tra chi fornisce determinate informazioni ed il soggetto chiamato ad effettuare una valutazione d'azienda a partire da tali dati.

Resta pertanto ferma la responsabilità della Società per qualsiasi errore od omissione concernente documenti, dati ed informazioni che sono stati forniti e per qualsiasi errore e/o omissione che dovesse emergere in sede di valutazione a seguito del loro impiego, avvenuto a seguito di un mero apprezzamento di massima e ad una valutazione in termini di plausibilità e di ragionevolezza.

Si segnala pertanto che l'incarico ricevuto non ha previsto, con riferimento ai dati contabili ricevuti, lo svolgimento di controlli contabili integrativi o di revisione.

I dati di bilancio presi in considerazione sono esclusivamente quelli che, secondo chi scrive, possono avere una diretta incidenza per la determinazione del valore dell'azienda. Si sottolinea che la stima di seguito elaborata determina unicamente un "valore teorico" che potrebbe anche differire in modo significativo dal "prezzo" che un futuro potenziale acquirente potrebbe essere disposto a corrispondere sulla base di considerazioni legate a fattori soggettivi o strettamente negoziali qui non considerati e comunque al momento non disponibili.

Dalla disamina dei documenti acquisiti, nonché dagli aspetti affrontati nel corso degli approfondimenti effettuati, ho quindi tratto gli elementi necessari per redigere la presente relazione.

### **1.3 I fondamenti linguistici ed il significato della presente relazione**

Numerosi sono, in astratto, i metodi impiegabili per la valutazione di un'azienda o di una partecipazione in una società non quotata che, non occorrerebbe sottolinearlo per timor di ovvietà, non sono beni fungibili aventi un corso di mercato,

ma ciascuno un *unicum* difficilmente comparabile ad altri beni omogenei e di cui non è dato stabilire un valore unico ed obiettivo, bensì una mera approssimazione, un intorno di valori entro i quali ragionevolmente possa collocarsi quello che si vuole stimare.

È noto che tra le quantità economiche osservate nelle elaborazioni della ragioneria e delle scienze aziendali si distingue tra quantità-misure e quantità astratte (dette anche congetture), ed è acquisita la consapevolezza che la comprensione dei dati esposti in un bilancio o in una relazione di valutazione fondata su elementi contabili (storici o prospettici che siano) può avvenire solo se li si osserva tramite il prisma costituito dal sistema di regole di cui sono applicazione.

A seconda del metodo impiegato, i valori ottenuti da chi si accinge ad operare la stima dei patrimoni aziendali, funzionale alla determinazione del probabile valore di mercato, possono risultare costituiti in tutto od in parte da valori certi, ovvero da semplici stime, oppure finanche da vere e proprie congetture.

Pertanto l'attribuzione di un significato ai segni linguistici rappresentativi della realtà economica contenuti nei bilanci e nelle relazioni peritali di stima deve tenere in debito conto la natura dei valori in essi rappresentati.

La prima, ancorché ovvia, osservazione che si ricava come corollario di questa semplice constatazione è che se i dati contabili presi in esame risultano falsi, inattendibili, o comunque redatti in modo scorretto e non corrispondenti ai fatti di gestione, i valori che si ricaveranno dai dati contabili risulteranno altrettanto inattendibili, se non addirittura fuorvianti. Lo stesso si verificherà (allo stesso modo) se i medesimi dati, pur rispettosi delle norme vigenti, siano rappresentati secondo schemi e principi confliggenti con quelli funzionali all'analisi che interessa il lettore. È il caso di chi, ad esempio, desiderasse formulare qualche opinione sulla situazione finanziaria dell'impresa aggregando dati calcolati con metodi differenti.

Anche al più scrupoloso valutatore è impossibile sfuggire al principio per cui se l'input è scadente il risultato non può che esserlo altrettanto, indipendentemente dalla qualità del modello di analisi (c.d. paradigma GIGO: *garbage in garbage out*).

Una seconda, meno banale considerazione è che l'intrinseca limitatezza dell'informazione contabile – che, come subito infra si cercherà di illustrare, ha natura in gran parte convenzionale – rende altrettanto limitata qualunque analisi di detti dati. Le conclusioni che si traggono da tali analisi, quindi, vanno valutate senza atteggiamenti fideistici né tantomeno con l'illusione di poter misurare i fatti economici con la stessa precisione deterministica con cui le scienze esatte ci hanno abituato a rappresentare le grandezze fisiche.

In termini di linguaggio, l'attribuzione di un significato all'informazione economico-contabile può avvenire sui tre distinti piani: semantico, sintattico e pragmatico.

Ciascuno di essi ha implicazioni assai diverse:

a) approccio semantico: si assume che il dato contabile sia una rappresentazione di fenomeni economici reali, ovvero un “segno” che rinvia ad un referente empirico. Questa accezione è ben rappresentata dalla metafora, di largo impiego, per cui il bilancio sarebbe la “mappa” del territorio economico. Tale accezione implica che la verifica dei valori contabili sia costituita principalmente dalla verifica di rispondenza del segno ai fatti sottostanti. In altre parole, si assume che la qualità della “fedeltà rappresentativa” non possa esistere se il dato contabile non sia, anzitutto, dotato di “rappresentatività”<sup>2</sup>;

b) approccio sintattico: si assume che il dato contabile non rappresenti direttamente fenomeni reali, ma costituisca l'espressione di una corretta applicazione di regole predeterminate. Il giudizio sulla qualità dell'informazione contabile si sposta allora dal piano della verifica di corrispondenza ai fatti a quello del controllo sull'applicazione delle regole prestabilite, a prescindere da un giudizio di “qualità” del risultato che deriva applicandole<sup>3</sup>;

<sup>2</sup> Cfr. Rosenfield, *Contemporary issues in financial reporting*, Routledge, New York, 2006.

<sup>3</sup> Cfr. Richard Macve: «*profit figures are not facts, they are just opinions – opinions arrived at by adopting some acceptable rule for their calculation*» (Macve, *Quaere verum vel recte numerare*, lezione magistrale alla Aberystwyth University tenuta il 16.9.1979), ora in Macve, *A Conceptual Framework for Financial Accounting and Reporting: Vision Tool or Threat?*, Garland, New York, 16. Cfr. West, *Professionalism*, cit., 174-175 per l'osservazione che «*regulatory fiat rather than cognition is what impels the actions of practitioners*» cosicché «*compliance with accounting standards has become an end in itself*». Cfr. Sterling, *Towards a science of accounting*, Houston, Scholar Books, 1979, p. 134 per cui spesso l'unico controllo possibile è in tal caso è «*[to] check the arithmetic*».

c) approccio pragmatico: si ricerca il significato del dato contabile non in sé, ma in quanto trasmetta informazioni che vengono utilizzate in modelli decisionali o in quanto risulti idoneo a generare conseguenze giuridiche per effetto dell'uso, appunto, pragmatico del linguaggio contabile. Enfatizzando il profilo pragmatico si giunge a ritenere che al lettore dell'informazione contabile debbano essere fornite le informazioni che questi si attende di trovarvi, sospendendo il giudizio sulla "qualità intrinseca" di ciò che si comunica<sup>4</sup>.

Ancora una volta, all'applicazione di diversi metodi di stima, meglio illustrati nel § 5 "Criteri e metodologie di valutazione", consegue un diverso valore linguistico dei risultati ottenuti: ferma l'importanza del profilo pragmatico nella sua duplice accezione, i metodi che poggiano in prevalenza su misure e stime tendono ad attribuire un significato anche semantico ai segni quantitativi impiegati, mentre molti metodi, e soprattutto quelli fondati sulle previsioni, tendono ad abbandonare completamente ogni valore strettamente semantico<sup>5</sup>.

#### 1.4 Il quadro teorico di riferimento

Come meglio illustrato in prosieguo, è stata quindi condotta un'attività estimativa tradotta in un giudizio professionale, reso necessariamente nel contesto delle acquisizioni attuali delle conoscenze nell'ambito dell'economia aziendale. Al fine di individuare lo "stato dell'arte" della tecnica valutativa la sottoscritta ha consultato, tra l'altro, le seguenti opere (in ordine alfabetico):

- G. Pellati – L. Rinaldi, *Guida alla valutazione d'azienda*, Il Sole 24ore Spa, 2006, Milano;

<sup>4</sup> Nel contesto anglosassone il profilo pragmatico è dominante, in quanto collegato alla utilità delle informazioni per il destinatario e, quindi, alla teoria della *decision-usefulness* dell'informazione, elaborata e sistematizzata da George J. Staubus (i cui scritti sono oggi raccolti in Staubus, *The decision-usefulness theory of accounting*, New York, Garland, 2000), cui hanno prestato adesione il FASB e lo IASB fin dalla enunciazione dei rispettivi *Framework*. Del pari nella letteratura italiana è ormai da tempo assodata la funzione (anche) informativa (e quindi pragmatica) del bilancio di esercizio. Il c.d. "sistema del netto" è l'esempio forse più lampante del valore pragmatico dell'informazione: l'iscrizione delle poste ideali del patrimonio netto, lungi dall'aver una funzione rappresentativa o semantica, altro non è se non l'enunciazione riassuntiva dei vincoli di destinazione gravanti sulle risorse sociali.

<sup>5</sup> Sempreché si tenga ben presente la differenza tra stima in senso stretto, come approssimazione di una verità esterna che si suppone esistente e misurabile, e una più lata accezione del termine stima – fatta propria anche dai nostri principi contabili nazionali – che comprende anche le congetture e le previsioni.

- International Valuation Standards Council, *International valuation standards*, IVSC, Londra, 2013, traduzione dall'inglese dell'Ufficio Traduzioni del CNDCEC;
- D. Balducci, *La Valutazione dell'Azienda*, VI ed., Edizioni FAG Milano, Milano, 2002;
- G. Zanda – M. Lacchini – T. Onesti, *La valutazione delle aziende*, Iv ed, G. Giappichelli Editore, Torino, 2001;
- Guatri – Bini, *La valutazione delle aziende*, ed. Il Sole 24 Ore - Univ. Bocconi editore – La Repubblica, titolo originale *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea Spa, Milano, 2005;
- Guatri, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2000;
- OIV Organismo italiano di valutazione, *La valutazione delle aziende in crisi – Discussione paper n. 1/25*, Fondazione OIV, 2025;
- *Valutazione aziende in crisi: criticità e spunti di riflessione -Documento commissione di studio CNDCEC di agosto 2025*;
- Brealey, Myers, Allen e Sandri, *Principi di finanza aziendale*, VIII ed., McGrawHill, Milano, 2020;

La sottoscritta ha quindi tenuto debitamente conto di quanto statuito dai principi italiani di valutazione (PIV) e dai principi internazionali di valutazione (IVS) in vigore nonché, se del caso, dei principi contabili nazionali (OIC).

La sottoscritta ha consultato altresì articoli, atti di convegni e/o altre pubblicazioni scientifiche che di volta in volta verranno citate nel corso del presente elaborato.

### 1.5 I documenti esaminati

Per giungere alla formazione in ordine al parere da esprimere con la presente relazione la sottoscritta ha esaminato i seguenti atti e documenti, messi a disposizione dalla Curatela della Liquidazione Giudiziale di Bipres S.p.A..

Tutta la documentazione qui elencata è conservata su supporto elettronico e/o in formato cartaceo presso lo Studio della sottoscritta in Bologna, in Via Guidotti n. 47.

A titolo esemplificativo e non esaustivo, ai fini della predisposizione del presente elaborato ho pertanto acquistato/visionato la seguente documentazione della società Bipres S.p.A:

- Visura storica di Bipres S.p.A. alla data del 21/03/2026;
- Bilanci Cee (depositati al registro imprese) degli esercizi chiusi al 31/12 degli anni 2023-2024;
- Bilanci Contabili (cd Bilanci di Verifica) degli esercizi chiusi al 31/12 degli anni 2023-2024-2025;
- Schede contabili (partitari) di Bipres degli esercizi chiusi al 31/12 degli anni 2024-2025-2026;
- Perizia estimativa dell'immobile sito nel comune di Portico e San Benedetto in via Tosco Romagnola n. 45-47-49 depositata il 23/06/2026 dal Geom. Giampiero Galassi su incarico della Curatela;
- Perizia estimativa dei beni mobili siti in Portico (nel prosieguo indicata per brevità anche soltanto come “**Perizia stima beni mobili**”) di pertinenza del compendio aziendale di Bipres, limitatamente a quelli presenti nel sito di Portico e sinteticamente composti da: Arredi, macchine da ufficio, attrezzature, macchinari, muletti, mezzi di sollevamento, autocarri, impianti, autoveicoli, depositata il 23/06/2026 dal Geom. Giampiero Galassi su incarico della Curatela;
- Bilanci Cee (depositati al registro imprese) degli esercizi chiusi al 31/12 degli anni 2023-2024 delle società AMC S.r.l. con sede a Casalfiumanese (BO); Effeti S.r.l. con sede a Fontanelice (BO) e Elettromeccanica Misileo S.r.l. con sede a Palazzuolo sul Senio (FI);

## 2 DESCRIZIONE DEI BENI OGGETTO DI STIMA

### 2.1 L'Azienda

### 2.1.1 Brevi cenni storici

La società è stata fondata nel 1984, inizia la propria attività il 2/4/1985 ed è stata iscritta nella sezione ordinaria del Registro Imprese il 19/02/1996.

Attiva fin dalla nascita nella montagna forlivese della Valle del Montone, la Bipres nata dall'idea del fondatore Biserni Emilio, come realtà artigianale per la lavorazione di particolari metallici stampati e con clientela localizzata soprattutto nelle aree limitrofe, ha visto il suo sviluppo negli anni 90-2000. L'attività era svolta in due stabilimenti ma con produzioni tra loro differenziate. Nello specifico a Portico e San Benedetto si concentrava l'assemblaggio gruppi a commessa, le lavorazioni meccaniche, i montaggi meccanici, elettrici, idraulici e pneumatici, la tornitura di materiali ferrosi e non ferrosi.

L'unità locale di Rocca invece svolgeva attività di carpenteria, principalmente a servizio delle lavorazioni della sede di Portico, nonché attività di stampaggio. Le attività di tale filiale erano effettuate principalmente in favore della Electrolux per la produzione dei piani cottura.

Nel corso dell'ultimo periodo di attività la carpenteria è stata trasferita presso la sede di Portico. Alla data di apertura della liquidazione giudiziale il trasferimento non era ultimato per necessari adeguamenti dell'immobile che potranno essere completati dall'aggiudicatario.

Il ramo d'azienda che qui interessa è identificato con l'attività attualmente svolta presso la sede di Portico e San Benedetto, inclusa pertanto la carpenteria.

In base alle informazioni fornite dalla Curatela, e dal Delegato all'esercizio provvisorio, dott. Oscare Santi, allo stato attuale pare che lo stato di insolvenza di Bipres S.p.A. tragga le proprie radici da un complesso intreccio di criticità strutturali e contingenze esterne, sintetizzabili:

- ✓ nella contrazione di quasi il 20% del fatturato riconducibile a situazioni soggettive di tre clienti strategici: la riorganizzazione aziendale operata da Electrolux nel proprio stabilimento di Forlì, il calo degli ordini da parte di Sacmi, azienda operante nel settore della ceramica (settore

anch'esso in crisi), l'apertura della Liquidazione giudiziale a carico di Fontanot S.p.A.;

- ✓ nel ritardo dell'assetto organizzativo aziendale nel reagire agli effetti di una contrazione del fatturato e della marginalità operativa.

### **2.1.2 Il compendio aziendale oggetto di stima**

Come già accennato nei superiori paragrafi, Bipres S.p.A. è una società meccanica che ha per oggetto dell'attività lavorazioni metalliche, assemblaggio, carpenteria e stampaggio

Oggetto della valutazione è **unicamente** il ramo d'azienda specializzato sito presso la sede di Portico e San Benedetto in via Tosco Romagnola n. 45 e dunque il compendio dei beni organizzati per l'esercizio dell'attività di lavorazioni per conto terzi metalliche, di montaggi idraulici, meccanici, elettrici, pneumatici, componentistica per macchine, lavorazioni di materiali ferrosi e non ferrosi e di carpenteria costituita da:

- Complesso immobiliare sito nel Comune di Portico e San Benedetto in via Tosco Romagnola n. 45-47-49 costituito da capannone artigianale e servizi annessi oltre a fabbricato ad uso magazzino staccato con soprastante impianto fotovoltaico a tetto, manufatti secondari e terreni catastalmente identificato al catasto fabbricati al foglio 26, particella 506 sub 2, sub 5, sub 6, sub 8 (ex sub 4) sub 9 (ex sub 7) e particella 503; al catasto terreni al foglio 26 particelle 506 e 568 meglio descritto nella perizia redatta dal Geom. Giampiero Galassi, alla quale si rimanda per un maggior dettaglio;
- Tutti i beni materiali inventariati e descritti sotto la voce "Beni mobili presso l'immobile sito in Portico di Romagna e San Benedetto" nella "Perizia stima beni mobili" redatta dal Geom. Giampiero Galassi ossia gli arredi, macchine da ufficio, attrezzature, impianti, macchinari, mezzi di sollevamento, alla quale si rimanda per un maggior dettaglio, nonché i seguenti autoveicoli:  
AUTOCARRO FIAT DOBLO' (furgone) TARGATO DB785DY;

**CAROLINA RAGO**

Dottore Commercialista – Revisore Contabile

Via Guidotti n. 47 - 40134 Bologna

Tel. 051- 6440859

E-mail: studiocarolarago@gmail.com



AUTOCARRO FIAT DOBLO' (furgone) TARGATO CX702MP;

AUTOCARRO FORD TRANSIT 190 2.5 TARGATO EV215RG;

- Tutte le autorizzazioni, le licenze, i permessi e le certificazioni relative all'attività d'impresa svolta presso i locali di Portico;
- Le insegne, il dominio internet <https://www.bipres.it>, il know-how, i software, proprietà industriale ed intellettuale, tangibile ed intangibile, in generale in quanto utilizzati di fatto e/o registrati da Bipres S.p.A. per l'esercizio dell'attività di impresa del ramo d'Azienda;



- I seguenti contratti:

- ✓ Contratto con il Gestore dei Servizi Energetici (GSE) n.° SSP00671696 dell'8/08/2018 (prot. GSEWEB/P20180232691- codice POD IT001E00034464);
- ✓ Contratto di leasing n.° 1146893/1 del 30/10/2019 sottoscritto con la società Alba Leasing S.p.A avente ad oggetto una gru a ponte su capannone e quadro elettrico e allacci a servizio del carro ponte;
- ✓ Contratto di leasing n.° 1555816 del 30/7/2021 sottoscritto con la società Crédit Agricole Leasing Italia S.r.l. avente ad oggetto un carrello elevatore CAT mod. NR14N2S con batteria e accessori;
- ✓ Contratto di leasing n.° 1555818 del 30/7/2021 sottoscritto con la società Crédit Agricole Leasing Italia S.r.l. avente ad oggetto scaffalature porta pallets;
- ✓ Contratti attinenti la gestione del ramo d'azienda tra cui a titolo esemplificativo e non esaustivo: utenze, obbligazioni passive in corso d'esecuzione, noleggi attrezzature, contratti in materia di sicurezza e di salute degli ambienti di lavoro ecc.



- La forza lavoro attualmente costituita da n.° 18 lavoratori dipendenti occupati nella sede di Portico, come elenco sottoriportato con distinzione di funzioni e RAL:

qualifica	assunzione	qualifica	livello	Costo annuo
Operaio/a	14/07/1999	MAGAZZINIERE	C3	<b>43.582,20</b>
Impiegato/a	14/03/2005	IMPIEGATO TECNICO	B2	<b>58.092,52</b>
Operaio/a	10/01/2011	ADD. Macchine UTENSILI	C3	<b>46.888,14</b>



Operaio/a	01/08/2011	ADDETTO MONTAGGIO	C3	<b>51.656,21</b>
Operaio/a	10/05/1999	VERNICIATORE	D2	<b>37.904,14</b>
Operaio/a	02/05/2006	ADDETTO MONTAGGIO	C3	<b>59.795,19</b>
Operaio/a	15/09/1993	MAGAZZINIERE	C3	<b>46.262,95</b>
Operaio/a	20/10/2004	ADDETTO MONTAGGIO	C2	<b>39.987,79</b>
Operaio/a	01/07/2021	ADDETTO MONTAGGIO	D1	<b>32.916,23</b>
Impiegato/a	03/09/1998	IMPIEGATO/A	B2	<b>68.495,74</b>
Operaio/a	03/05/2021	ADD. Macchine UTENSILI	C2	<b>39.403,52</b>
Impiegato/a	26/03/2001	DIRETTORE PRODUZIONE	A1	<b>105.661,07</b>
Operaio/a	01/09/2015	ADD. Macchine UTENSILI	C3	<b>53.420,57</b>
Operaio/a	11/03/2021	ADDETTO MONTAGGIO	D1	<b>32.916,23</b>
Operaio/a	02/05/2007	ADD.MACCHINE UTENSILI	C3	<b>43.034,74</b>
Operaio/a	04/11/2019	ADDETTO MONTAGGIO	C3	<b>55.055,01</b>
Operaio/a	11/06/2001	SALDATORE	C2	<b>39.591,61</b>
Impiegato/a	07/01/2019	IMPIEGATO/A	D2	<b>36.022,95</b>

Sono esclusi dal perimetro dell'Azienda le rimanenze di materie prime, semilavorati e prodotti finiti e tutti i debiti ed i crediti di qualsiasi natura, ivi inclusi quelli verso i dipendenti.

### 3 Scopo della valutazione

Come anticipato in premessa, scopo del presente elaborato è la determinazione del valore dell'Azienda, acquisita all'attivo della Liquidazione Giudiziale, meglio descritta al precedente § 2, funzionale alla sua vendita secondo le procedure competitive previste dall'art. 216 del Codice della Crisi.

È noto che tra le numerose metodologie di valutazione, *infra* meglio dettagliate nel paragrafo dedicato alla teoria generale dei metodi valutativi, la letteratura e la prassi da tempo si interrogano quale sia quello più adatto per la valutazione dell'ipotesi di liquidazione fallimentare (*rectius* giudiziale).

In linea generale, secondo la migliore prassi, espressa nei Principi Italiani di Valutazione (PIV), pubblicati nel 2015 a cura della Fondazione OIV-Organismo Italiano di Valutazione<sup>6</sup>, esistono cinque differenti configurazioni di valore di

<sup>6</sup> Come noto OIV è una fondazione indipendente promossa da AIAF, ANDAF, ASSIREVI, Borsa Italiana, CNDCEC,

riferimento comuni a tutte le attività<sup>7</sup>:

1. Valore di mercato ossia il prezzo al quale un'attività reale o finanziaria, o una passività, potrebbe essere verosimilmente negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obbligati a comprare o a vendere);
2. Valore d'investimento che esprime i benefici offerti da un'attività reale o finanziaria (o un'entità aziendale) al soggetto che la detiene, o che potrà detenerla in futuro, con finalità operative o a puro scopo d'investimento;
3. Valore negoziale equitativo che esprime il prezzo al quale un'attività reale o finanziaria (o un'entità aziendale) potrebbe essere verosimilmente negoziata alla data di riferimento fra due o più specifici soggetti identificati, correttamente informati e concretamente interessati, bilanciando in modo equo i rispettivi interessi;
4. Valore convenzionale che discende dall'applicazione dei criteri specifici (particolari) che sono stati fissati per la sua determinazione dalla legge, e/o da regolamenti, e/o da principi contabili, o da contratti (la correttezza di tale valore discende esclusivamente dalla puntuale applicazione dei criteri medesimi);
5. Valore di smobilizzo ossia il prezzo fattibile in condizioni non ordinarie di chiusura del ciclo d'investimento: il valore di liquidazione è ad es. un particolare valore di smobilizzo.

Inoltre, nel caso di valutazioni di aziende, partecipazioni azionarie, singole azioni, strumenti finanziari e/o beni immateriali si può fare riferimento ad una ulteriore configurazione di valore rappresentata dal valore intrinseco (o fondamentale). Questa

Università L. Bocconi con lo scopo, tra gli altri, di predisporre e mantenere aggiornati principi di valutazione per la redazione di perizie, *fairness opinion* ed analisi economiche, attraverso un processo in grado di garantire il pubblico interesse ed un'elevata qualità.

<sup>7</sup> Cfr P.I.V. I.6.2 e ss.

configurazione di valore esprime, nello specifico, *“l’apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall’attività medesima e dei relativi rischi”*<sup>8</sup> ed ancora *“... Il valore intrinseco (chiamato frequentemente anche valore economico del capitale nel caso delle aziende) è frutto dell’analisi fondamentale poiché pur tenendo presenti gli indicatori di mercato per la quantificazione degli input (in particolare del tasso di attualizzazione), richiede la stima dei benefici economici (dei flussi di risultati e della consistenza patrimoniale nel caso delle aziende) e l’apprezzamento del quadro di rischio ad essi associato...”*

Più in dettaglio, il commento al PIV-IV.6.2 precisa che: *“il valore intrinseco è un prezzo che si dovrebbe formare in un mercato efficiente in senso fondamentale. Se il valore di liquidazione coincide con il valore intrinseco non vi è trasferimento di ricchezza fra soci. Anche quando il valore intrinseco è superiore al valore di mercato della partecipazione detenuta dal socio recedente, quest’ultimo non si avvantaggia di un trasferimento di ricchezza ma solo della differenza tra prezzo e valore intrinseco che si sarebbe atteso di guadagnare dal proprio investimento. Nella teoria economica il prezzo è ciò che si paga il valore è ciò che si ottiene.”* In altre parole, il prezzo è una grandezza empirica ed in quanto tale è influenzata da tutte le variabili che incidono sulla domanda e sull’offerta e, pertanto, può discostarsi dal valore dell’attività. Quest’ultimo, invece, non è una grandezza empirica ma è il risultato di una stima che, nel caso di specie, ha per oggetto i benefici economici offerti dall’attività medesima ad un generico operatore presente sul mercato (valore intrinseco).

Nelle procedure concorsuali, nel nostro Paese, la forma d’asta più in uso è quella ad offerta segreta (con o senza incanto) con aggiudicazione al prezzo più elevato. Non di rado, tuttavia, queste vendite comportano sconti significativi nel prezzo di aggiudicazione, in quanto nel caso in cui l’asta vada deserta normalmente si

<sup>8</sup> Cfr P.I.V. I.6.8.

applicano i criteri dell'art. 591 c.p.c. che prevede una riduzione di prezzo base del 25% ad ogni asta successiva. Uno degli errori più frequenti delle aste in parola, consiste nella fissazione di un prezzo base d'asta corrispondente al valore di mercato (nel caso di attività) o al valore fondamentale o intrinseco (nel caso di aziende, partecipazioni azionarie, singole azioni, strumenti finanziari e/o beni immateriali). L'errore consiste nel ritenere che il prezzo base d'asta debba corrispondere al valore medio più probabile, che ci si attenderebbe di realizzare in una negoziazione diretta. Far coincidere il prezzo base d'asta con il prezzo che sarebbe richiesto in una negoziazione diretta, disinnescava il meccanismo competitivo alla base dell'asta, perché disincentiva i partecipanti con minori probabilità di assegnazione a partecipare all'asta, e lascia liberi i partecipanti con maggiore probabilità di vincita di adottare comportamenti opportunistici a proprio favore. L'asta si trasforma così nei fatti in un'asta "chiusa" a prezzo segreto a prezzo decrescente (per via della riduzione del 25% del prezzo ad ogni asta) con risultati insoddisfacenti, ma del tutto allineati a quanto prevedibile sulla base della teoria delle aste.

Di conseguenza, la sottoscritta condivide il pensiero di chi ha evidenziato che: *“il risultato dell'asta dovrebbe condurre a realizzare un prezzo sostanzialmente allineato al valore fondamentale (o intrinseco) dell'azienda (in assenza di crescita) o un prezzo superiore (in presenza di crescita), ma attraverso un processo che per stimolare la domanda deve muovere da un prezzo di riserva a sconto rispetto al valore intrinseco (che finisce con il diventare il prezzo obiettivo minimo dell'esito dell'asta).”* Infatti, *“Il prezzo di riserva non esprime il risultato obiettivo dell'asta, ma un prezzo ragionevolmente conveniente così da permettere anche ai partecipanti che possono ritenere di avere meno probabilità di successo di parteciparvi.”* Ration per cui, *“L'esperto deve quindi esprimere due valori: il valore fondamentale (aggiustato per considerare i vincoli imposti all'acquirente, l'assenza di garanzie, i rischi connessi alle passività potenziali, ecc.) ed il valore di riserva. Poiché quest'ultimo è ricavato*

*dal primo, occorre partire dal valore fondamentale.”<sup>9</sup>*

### 3.1 I fondamenti linguistici ed il significato della valutazione

Numerosi sono, in astratto, i metodi impiegabili per la valutazione di un'azienda o di una partecipazione in una società non quotata che, non occorrerebbe sottolinearlo per timor di ovvietà, non sono beni fungibili aventi un corso di mercato, ma ciascuno un *unicum* difficilmente comparabile ad altri beni omogenei e di cui non è dato stabilire un valore unico ed obiettivo, bensì una mera approssimazione, un intorno di valori entro i quali ragionevolmente possa collocarsi quello che si vuole stimare.

È noto che tra le quantità economiche osservate nelle elaborazioni della ragioneria e delle scienze aziendali si distingue tra quantità-misure e quantità astratte (dette anche congetture), ed è acquisita la consapevolezza che la comprensione dei dati esposti in un bilancio o in una relazione di valutazione fondata su elementi contabili (storici o prospettici che siano) può avvenire solo se li si osserva tramite il prisma costituito dal sistema di regole di cui sono applicazione.

A seconda del metodo impiegato, i valori ottenuti da chi si accinge ad operare la stima dei patrimoni aziendali, funzionale alla determinazione del probabile valore di mercato, possono risultare costituiti in tutto od in parte da valori certi, ovvero da semplici stime, oppure finanche da vere e proprie congetture.

Pertanto l'attribuzione di un significato ai segni linguistici rappresentativi della realtà economica contenuti nei bilanci e nelle relazioni peritali di stima deve tenere in debito conto la natura dei valori in essi rappresentati.

La prima, ancorché ovvia, osservazione che si ricava come corollario di questa semplice constatazione è che se i dati contabili presi in esame risultano falsi, inattendibili, o comunque redatti in modo scorretto e non corrispondenti ai fatti di gestione, i valori che si ricaveranno dai dati contabili risulteranno altrettanto

<sup>9</sup> Cfr Mauro Bini in *La valutazione d'azienda a fini di una liquidazione forzata in asta*, in *La Valutazione delle Aziende, OIV con il contributo del CNDCEC, Volume 3, Luglio 2020*, reperibile in rete all'indirizzo <https://www.fondazioneoiv.it/uploads/2020/09>.

inattendibili, se non addirittura fuorvianti. Lo stesso si verificherà (allo stesso modo) se i medesimi dati, pur rispettosi delle norme vigenti, siano rappresentati secondo schemi e principi confliggenti con quelli funzionali all'analisi che interessa il lettore. È il caso di chi, ad esempio, desiderasse formulare qualche opinione sulla situazione finanziaria dell'impresa aggregando dati calcolati con metodi differenti.

Anche al più scrupoloso valutatore è impossibile sfuggire al principio per cui se l'input è scadente il risultato non può che esserlo altrettanto, indipendentemente dalla qualità del modello di analisi (c.d. paradigma GIGO: *garbage in garbage out*).

Una seconda, meno banale considerazione è che l'intrinseca limitatezza dell'informazione contabile – che, come subito infra cercherò di illustrare, ha natura in gran parte convenzionale – rende altrettanto limitata qualunque analisi di detti dati. Le conclusioni che si traggono da tali analisi, quindi, vanno valutate senza atteggiamenti fideistici né tantomeno con l'illusione di poter misurare i fatti economici con la stessa precisione deterministica con cui le scienze esatte ci hanno abituato a rappresentare le grandezze fisiche.

In termini di linguaggio, l'attribuzione di un significato all'informazione economico-contabile può avvenire sui tre distinti piani: semantico, sintattico e pragmatico.

Ciascuno di essi ha implicazioni assai diverse:

a) approccio semantico: si assume che il dato contabile sia una rappresentazione di fenomeni economici reali, ovvero un "segno" che rinvia ad un referente empirico. Questa accezione è ben rappresentata dalla metafora, di largo impiego, per cui il bilancio sarebbe la "mappa" del territorio economico. Tale accezione implica che la verifica dei valori contabili sia costituita principalmente dalla verifica di rispondenza del segno ai fatti sottostanti. In altre parole, si assume che la qualità della "fedeltà rappresentativa" non possa esistere se il dato contabile non sia, anzitutto, dotato di "rappresentatività"<sup>10</sup>;

b) approccio sintattico: si assume che il dato contabile non rappresenti direttamente fenomeni reali, ma costituisca l'espressione di una corretta applicazione

<sup>10</sup> Cfr. Rosenfield, *Contemporary issues in financial reporting*, Routledge, New York, 2006.

di regole predeterminate. Il giudizio sulla qualità dell'informazione contabile si sposta allora dal piano della verifica di corrispondenza ai fatti a quello del controllo sull'applicazione delle regole prestabilite, a prescindere da un giudizio di "qualità" del risultato che deriva applicandole<sup>11</sup>.

c) approccio pragmatico: si ricerca il significato del dato contabile non in sé, ma in quanto trasmetta informazioni che vengono utilizzate in modelli decisionali o in quanto risulti idoneo a generare conseguenze giuridiche per effetto dell'uso, appunto, pragmatico del linguaggio contabile. Enfatizzando il profilo pragmatico si giunge a ritenere che al lettore dell'informazione contabile debbano essere fornite le informazioni che questi si attende di trovarvi, sospendendo il giudizio sulla "qualità intrinseca" di ciò che si comunica<sup>12</sup>.

Ancora una volta, all'applicazione di diversi metodi di stima, meglio illustrati nel § 4 "Criteri e metodologie di valutazione", consegue un diverso valore linguistico dei risultati ottenuti: ferma l'importanza del profilo pragmatico nella sua duplice accezione, i metodi che poggiano in prevalenza su misure e stime tendono ad attribuire un significato anche semantico ai segni quantitativi impiegati, mentre molti metodi, e soprattutto quelli fondati sulle previsioni, tendono ad abbandonare completamente ogni valore strettamente semantico<sup>13</sup>.

#### 4 Criteri e metodologie di valutazione

Come è noto non esistono formule o regole definite cui attenersi per effettuare

<sup>11</sup> Cfr. Richard Macve: «*profit figures are not facts, they are just opinions – opinions arrived at by adopting some acceptable rule for their calculation*» (Macve, *Quaere verum vel recte numerare*, lezione magistrale alla Aberystwyth University tenuta il 16.9.1979), ora in Macve, *A Conceptual Framework for Financial Accounting and Reporting: Vision Tool or Threat?*, Garland, New York, 16. Cfr. West, *Professionalism*, cit., 174-175 per l'osservazione che «*regulatory fiat rather than cognition is what impels the actions of practitioners*» cosicché «*compliance with accounting standards has become an end in itself*». Cfr. Sterling, *Towards a science of accounting*, Houston, Scholar Books, 1979, p. 134 per cui spesso l'unico controllo possibile è in tal caso è «*[to] check the arithmetic*».

<sup>12</sup> Nel contesto anglosassone il profilo pragmatico è dominante, in quanto collegato alla utilità delle informazioni per il destinatario e, quindi, alla teoria della *decision-usefulness* dell'informazione, elaborata e sistematizzata da George J. Staubus (i cui scritti sono oggi raccolti in Staubus, *The decision-usefulness theory of accounting*, New York, Garland, 2000), cui hanno prestato adesione il FASB e lo IASB fin dalla enunciazione dei rispettivi *Framework*. Del pari nella letteratura italiana è ormai da tempo assodata la funzione (anche) informativa (e quindi pragmatica) del bilancio di esercizio. Il c.d. "sistema del netto" è l'esempio forse più lampante del valore pragmatico dell'informazione: l'iscrizione delle poste ideali del patrimonio netto, lungi dall'avere una funzione rappresentativa o semantica, altro non è se non l'enunciazione riassuntiva dei vincoli di destinazione gravanti sulle risorse sociali.

<sup>13</sup> Sempreché si tenga ben presente la differenza tra stima in senso stretto, come approssimazione di una verità esterna che si suppone esistente e misurabile, e una più lata accezione del termine stima – fatta propria anche dai nostri principi contabili nazionali – che comprende anche le congetture e le previsioni.

valutazioni di aziende o di parti di esse. La migliore dottrina e la prassi professionale ed aziendale hanno, tuttavia, sviluppato criteri e metodologie che riscuotono generale accettazione presso gli operatori.

Questi criteri si differenziano tra loro in quanto pongono l'attenzione su aspetti diversi dell'azienda da valutare. Essi, inoltre, seppure corretti sotto il profilo concettuale, presentano problemi peculiari nella loro applicazione pratica, derivanti dalla corretta identificazione delle variabili essenziali delle formule sottostanti.

I criteri di valutazione e, all'interno di questi, i metodi di valutazione debbono essere pertanto opportunamente scelti, a seconda della natura e delle caratteristiche dell'azienda da valutare, nonché delle finalità della valutazione stessa.

La teoria della valutazione, intesa come modello sulla cui base guidare il processo di attribuzione di un valore economico ad un compendio aziendale, inteso come l'insieme organizzato di beni per l'esercizio di un'attività economica, o anche solo ad un determinato elemento dell'attivo (materiale od immateriale), è considerata uno dei temi più importanti dell'economia aziendale. Da tempo, sia la più autorevole letteratura accademica, sia la pratica finanziaria, hanno individuato vari approcci alla valutazione. L'opinione più diffusa è che un qualunque bene d'impresa possa sempre essere valorizzato sulla base dei flussi di cassa attesi, mentre gli altri metodi di fatto non rappresenterebbero altro che un tentativo di rendere più semplice il processo di stima. Nella prassi e nella manualistica, specie quella più recente ricorre sovente l'affermazione che, tra i vari metodi, quelli più attendibili, più "esatti" e scientificamente fondati sono quelli basati sui flussi finanziari<sup>14</sup>.

Nella Guida alla Valutazione pubblicata dalla Borsa Italiana si legge infatti che *«è ormai opinione diffusa nei mercati finanziari che un'azienda possa essere valorizzata sulla base dei flussi di cassa che produrrà in futuro; in Italia tuttavia, all'interno del dibattito che si è evoluto nel tempo sul concetto di valore, si sono riscontrati storicamente approcci diversi e per anni si è mantenuta una certa distanza concettuale dall'idea che il valore di un'impresa fosse strettamente collegato ai flussi*

<sup>14</sup> Cfr. ex multis Massari e Zanetti, *Valutazione – Fondamenti Teorici e Best Practice nel Settore Industriale e Finanziario*, II ediz., McGraw-Hill, Milano, 2008.

di cassa».

In numerosi manuali si leggono analoghe affermazioni<sup>15</sup>, che accreditano i metodi basati sui flussi come quelli più attendibili. Tali metodi, comunemente impiegati, sono oggettivamente una delle basi su cui la comunità economica fonda i suoi giudizi di valore nel mercato del capitale. È tuttavia doveroso per chi scrive sottolineare che la c.d. «analisi fondamentale» si fonda su un quadro epistemologico che afferma e ritiene plausibile la capacità previsionale della mente umana.

Diversi contributi hanno tuttavia suggerito che l'approccio previsionale si fonda su un presupposto molto fragile poiché semplicemente non è dato conoscere il futuro.

Il fatto che nei settori della c.d. *hard science* – che ha ad oggetto realtà per lo più governate da principi deterministici o comunque pacificamente caratterizzate da variabili distribuite secondo modelli gaussiani – sia comunemente accettata la formulazione di previsioni, non significa affatto che i medesimi modelli previsionali siano acriticamente trasportabili in altri settori, specie nelle scienze sociali. Il mondo economico è caratterizzato, al contrario, da una radicale impossibilità di formulare previsioni scientificamente fondate.

Con riferimento alla valutazione operata con il metodo DCF lo stesso – indiscutibilmente autorevolissimo – Autore che ne ha elaborato i più solidi fondamenti è limpido nell'affermare espressamente<sup>16</sup> che nella elaborazione delle previsioni funzionali all'applicazione del metodo DCF non è corretto impiegare proiezioni basate su regressioni calcolate sui dati storici, ma è più corretto impiegare le proiezioni degli analisti finanziari o i piani aziendali elaborati dalla direzione aziendale<sup>17</sup>.

L'acritica proiezione di flussi basati su serie storiche si espone alla

<sup>15</sup> *Ex multis* cfr. Massari, *Guida alla Valutazione*, 2004, cit. a nota prec.; Brealey, Myers, Allen e Sandri, *Principi di finanza aziendale*, McGrawHill, 2010, p. 120 ss. Mostrano maggiore scetticismo sulla affidabilità dei metodi finanziari, privilegiando il metodo reddituale, Guatri e Uckmar, *Linee guida per le valutazioni economiche*, Egea, 2009, pp. 62 ss., testo e note. V. anche Santini, *Il metodo finanziario (D.C.F.): proprietà e limiti*, Il Torressino, n. 4/2002, p. 2.

<sup>16</sup> Damodaran, *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*, Kindle edition, loc. 2639 e ss.; già nell'edizione del 1996 (Damodaran, *Investment valuation*, Wiley & Sons, pp.285 e ss l'Autore sottolinea le difficoltà di stimare i tassi di crescita delle società *private* e l'inaffidabilità delle proiezioni dei dati storici per tali società (cfr. anche l'edizione italiana Damodaran, *Finanza aziendale*, Apogeo, 2001, pp. 597 ss.).

<sup>17</sup> Si noti che sul piano epistemologico l'adozione di proiezioni elaborate da terzi può giustificarsi in modo più razionale che non la formulazione in proprio di ipotesi sul futuro. Una previsione è, per chi la formula, una mera creazione mentale, un giudizio sul possibile futuro, come tale privo di qualunque consistenza reale. La previsione formulata (e comunicata) da altri è, invece, per chi la apprende, un fatto storico, e quindi può contenere un'informazione.

osservazione (facile) che essa risulta certamente soggetta al rischio della c.d. *silent evidence*<sup>18</sup> e, conseguentemente, a modesto (ma meditato) giudizio di chi scrive, di scarsa utilità.

La dottrina italiana, in ciò seguita dai PIV, ha del resto precisato che quando un piano aziendale non esiste o non è credibile, è da escludere (salvo in rare situazioni) che l'esperto cui è affidato il giudizio di stima possa elaborarlo direttamente. In secondo luogo anche il prof. Damodaran riconosce pacificamente che la stima dei flussi attesi e più in generale le valutazioni prospettiche di una *private company* è molto meno attendibile di quella di una grande *listed corporation*, ed è quindi necessaria molta maggiore attenzione nel primo caso per formulare ipotesi sulle previsioni dei tassi di crescita.

E del resto vengono stigmatizzati come errori:

- ✓ l'uso di *input* lacunosi o di povera qualità;
- ✓ l'attribuzione di un peso eccessivo al valore terminale, che «è fonte dei più "pesanti" errori da input»;
- ✓ usare i flussi in moneta costante e i tassi correnti (ossia corretti per l'inflazione), o viceversa;
- ✓ l'uso di piani non elaborati da manager che ne assumano la formale responsabilità.

Non pochi dubbi sono stati avanzati anche sulla attendibilità dei risultati ottenuti mediante l'applicazione del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), come pure di tutte le valutazioni economiche fondate su modelli di distribuzione gaussiana e sulla EMH (*Efficient Market Hypothesis*), assunti radicali sulla cui validità empirica il dibattito è lungi dall'essere concluso<sup>19</sup>.

Ciò detto, come ha avuto cura di sottolineare la maggior dottrina in materia di valutazione di azienda<sup>20</sup>, molteplici sono i criteri ed i metodi di calcolo che sono stati elaborati, sia nelle applicazioni pratiche che nelle formulazioni teoriche.

<sup>18</sup> Perché, da un lato, non tengono conto dei casi esistenti ma non osservati (c.d. «prove silenziose» o *silent evidence*) e dall'altro incorrono nel c.d. «overfitting» dei dati ossia la funzione di regressione incorpora non solo informazioni, ma anche molto «rumore di fondo» che non è in grado di discernere dai dati rilevanti, quindi risulta particolarmente (troppo) precisa nell'incorporare tutti i dati disponibili, senza distinguere quelli che hanno una reale valenza predittiva.

<sup>19</sup> Cfr., senza pretesa di esaustività, praticamente tutti gli autori finora citati, ed in particolare Guatri – Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Univ. Bocconi editore, Milano, 2005 pp 257-289, Brealey, Myers, Allen e Sandri, *Principi di finanza aziendale*, VIII ed., McGrawHill, Milano, 2020, pp 233-237.

<sup>20</sup> Cfr., *ex multis*, L. Guatri, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2000.

Sinteticamente, le metodologie si possono suddividere in cinque categorie:

- Quelle collegate ai valori-stock, che mirano a determinare il valore dell'azienda in relazione al valore corrente degli elementi patrimoniali di cui è composta;
- Le teorizzazioni che riconnettono il valore del patrimonio aziendale ai flussi economici e finanziari che saranno presumibilmente ritraibili dall'attività economico-produttiva, pervenendo alla determinazione del capitale economico sulla base dell'attualizzazione dei risultati attesi;
- Quelle che sintetizzano le metodologie di cui sopra (cosiddetti metodi misti);
- Le valutazioni desumibili dal mercato o dall'esperienza, realizzate attraverso il ricorso ai moltiplicatori desunti da società comparabili o altre formulazioni empiriche;
- Le valutazioni di liquidazione, che esprimono il prezzo di realizzo di un'azienda non in funzionamento.

In estrema sintesi, i singoli metodi utilizzabili nella valutazione di azienda si fondano sulle seguenti assunzioni.

#### 4.1 Metodi patrimoniali

I metodi patrimoniali si caratterizzano per il fatto che determinano il valore economico dell'azienda attraverso il raffronto fra gli elementi attivi dello stato patrimoniale e le voci del passivo, e quindi considerano il valore dell'azienda come legato essenzialmente a quello degli elementi patrimoniali da cui è composta la stessa, mirando a riesprimere a valori correnti ogni bene presente nel patrimonio aziendale.

Essi si distinguono in semplici e complessi: i primi prendono in considerazione solo i beni fisicamente individuati o, in ogni caso, emergenti dalla situazione contabile della società.

Presupposto della valutazione è la redazione di uno stato patrimoniale aggiornato.

Successivamente si procede a:

- Analizzare le voci attive e passive onde verificarne la consistenza;
- Riesprimere in termini di valori correnti gli elementi attivi non monetari, quali partecipazioni, immobilizzazioni tecniche, rimanenze.

I risultati di stima cui si perviene devono essere confrontati con il valore di carico a bilancio della società analizzata onde accertare eventuali plusvalenze o minusvalenze. Tutte le rettifiche e rivalutazioni risultanti dall'accennato procedimento di stima devono essere successivamente depurate degli oneri fiscali potenzialmente gravanti sulle stesse. Una volta dedotto il carico fiscale stimato si perviene al “capitale netto rettificato”, che rappresenta il risultato finale del metodo di valutazione patrimoniale semplice.

I metodi patrimoniali complessi costituiscono una estensione delle analisi e delle stime descritte per i metodi semplici, proponendosi di quantificare anche il valore dei beni immateriali, quali ad esempio marchi, brevetti, costi di ricerca e sviluppo, capitale umano, immagine aziendale, rete di vendita, posizione competitiva e simili.

In conclusione, è opportuno precisare che nella prassi i metodi di valutazione delle aziende basati solo su valori-stock appaiono in decadenza. Come ha limpidamente, affermato autorevole dottrina “*ciò si deve, in sostanza, alla mancanza di razionalità del criterio del valore-stock, mentre al criterio del valore-flusso (talora congiuntamente ad altri) si riconosce tale caratteristica.*” ad ancora “*Solo il requisito della semplicità, ed entro certi limiti dell’obiettività, lo sostiene (il criterio del valore-stock n.d.r.) a lungo in alcuni paesi*”.<sup>21</sup>

Ciò non deve tuttavia far incorrere nell’errore di pensare che l’informazione patrimoniale perda *tout court* di ogni significato.

In primo luogo, non v’è dubbio che l’informazione patrimoniale è ancora uno strumento necessario sul piano giuridico-formale, laddove il valore unico che deriva dall’attualizzazione dei flussi dev’essere scisso obbligatoriamente in una serie di attività e passività.

Inoltre, l’opinione più diffusa nella pratica professionale è che non si possa prescindere dall’informazione patrimoniale nel presentare una relazione valutativa, qualunque sia il metodo di valutazione adottato. “*L’informazione patrimoniale sia in termini contabili che di valori correnti o ancora, quando possibile, di stock di beni*

<sup>21</sup> Cfr., L. Guatri., *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2000 nonché, D. Balducci, *La Valutazione dell’Azienda*, VI ed., Edizioni FAG Milano, Milano, 2002.

immateriale, è sempre un'informazione utile.”<sup>22</sup> Essa può infatti consentire rilevanti informazioni ed osservazioni tra cui a titolo esemplificativo e non esaustivo:

- ✓ La misura dell'avviamento, inteso come differenza tra il valore dell'azienda ed il capitale netto investito;
- ✓ Lo stock di *Intangibles* e la sua dinamica nel tempo;
- ✓ Il processo di ammortamento delle immobilizzazioni, utile nella normalizzazione dei redditi storici e prospettici;
- ✓ La base del processo di normalizzazione attinente alla redistribuzione di plus-minusvalenze, di fondi rischi e di altri accantonamenti;
- ✓ L'interpretazione della dinamica del valore dell'impresa;
- ✓ La determinazione del *Leverage* che concorre alla definizione del profilo di rischio e quindi alla scelta dei tassi di attualizzazione dei flussi;
- ✓ La misura del valore generato: la misura del capitale impiegato (e del suo costo) in rapporto ai risultati conseguiti è rilevante per giudicare se si “produce” o si “distrugge valore”.

#### 4.2 Metodi misti

Anche i metodi misti hanno, come punto di partenza per la valutazione, il patrimonio, ma, diversamente dai metodi patrimoniali, tengono conto dell'avviamento, grandezza che esprime la situazione economico-produttiva e concorrenziale dell'azienda rispetto agli altri soggetti del settore.

Nella pratica, due sono i metodi più diffusi: il criterio del valore medio<sup>23</sup> e quello fondato sulla valutazione separata dell'avviamento.

A) Il criterio del valore medio determina il valore del capitale economico (W) come la media aritmetica tra il valore dell'azienda ottenuto con l'applicazione del metodo patrimoniale (capitale netto rettificato K) e il valore dell'azienda ottenuto con l'applicazione del metodo reddituale nella sua formula di capitalizzazione di rendita

<sup>22</sup> Cfr., L. Guatri, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2000 nonché, D. Balducci, *La Valutazione dell'Azienda*, VI ed., Edizioni FAG Milano, Milano, 2002.

<sup>23</sup> Cfr., *ex multis*, D. Balducci, *La Valutazione dell'Azienda*, VI ed., Edizioni FAG Milano, Milano, 2002.

perpetua del reddito atteso (R/i)<sup>24</sup>:

$$W = \frac{(K + \frac{R}{i})}{2}$$

È un metodo adoperato nella prassi professionale poiché tiene simultaneamente conto dell'aspetto patrimoniale ed economico dell'azienda, ma non è molto lineare dal punto di vista teorico. Il valore infatti si colloca, realisticamente, tra i limiti patrimoniale e di capitalizzazione del reddito, ma è molto raro che sia proprio esattamente la metà. Per ovviare a questo limite concettuale, negli ultimi anni, la prassi professionale tende ad applicare il metodo nella variante della media ponderata ossia attribuendo ai due addendi un peso proporzionale ai rispettivi valori. A modesto parere della scrivente, si tratta di un tentativo, seppur apprezzabile, comunque non scevro di analoghe critiche sul piano epistemologico-scientifico.

B) Il metodo della valutazione separata dell'avviamento tende a fissare il valore dell'azienda sommando al patrimonio netto rettificato il *goodwill*, ottenuto attualizzando, per un certo numero di anni, il sovrareddito, ovverosia quella quota di reddito eccedente una remunerazione "normale" del patrimonio netto rettificato.

La formulazione classica del metodo misto patrimoniale-reddituale *con stima autonoma dell'avviamento (Goodwill)* presenta varie alternative, fra le quali, quella di gran lunga più diffusa nella pratica professionale<sup>25</sup>, si basa sulla formulazione proposta dall'UEC/FEE<sup>26</sup>.

L'FEE sostiene che nella determinazione del capitale economico occorre partire dalla riespressione a valori correnti degli elementi patrimoniali pertinenti l'azienda da valutare. La valutazione analitico-patrimoniale verrà poi integrata dalla considerazione delle capacità reddituali prospettiche dell'azienda. Il metodo

<sup>24</sup> Cfr., L. Guatri,, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2000.

<sup>25</sup> Cfr D. Balducci, *La Valutazione dell'Azienda*, VI ed., Edizioni FAG Milano, Milano, 2002, cfr L. Guatri, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2000, cfr G. Pellati-L. Rinaldi, *Guida alla valutazione d'azienda*, Il Sole 24ore, Milano, 2006.

<sup>26</sup> Gli acronimi stanno ad indicare rispettivamente la "Union Européenne des Expert Comptables Economiques et Financiers" in italiano "Unione Europea degli Esperti Contabili Economici e Finanziari" e la "Fédération des Experts Comptables Européens" in italiano "Federazione degli Esperti contabili Europei" come è stata rinominata dal 1986. E' un organismo che ha associato diversi organismi professionali contabili dei Paesi europei (per l'Italia vi hanno aderito il Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e il Consiglio nazionale dei ragionieri, all'epoca ancora separati).

patrimoniale, che perviene alla determinazione del patrimonio netto rettificato, costituisce pertanto solo in punto di riferimento di partenza.

Come accennato all'inizio, secondo questo approccio valutativo, il capitale economico è determinato quale somma algebrica del patrimonio netto rettificato e del valore di avviamento (positivo o negativo), quest'ultimo configurato attualizzando, per un periodo limitato e a un tasso appropriato, il differenziale di redditività (sovra/sottoreddito) che l'azienda si stima potrà generare in futuro, rispetto a un livello giudicato normale. Il metodo presuppone l'applicazione della seguente formula<sup>27</sup>:

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

Dove:

W = Valore del capitale economico

K' = patrimonio netto rettificato

R = reddito medio normalizzato prospettico

i = saggio di redditività normale del settore

i' = tasso di attualizzazione

n = periodo di attualizzazione dei sovraredditi (sottoredditi)

$a_{n|i'}$  = coefficiente di attualizzazione della rendita posticipata, limitata a  $n$  anni, di rata costante pari a  $(R - iK')$ .

La formula in argomento di sovente viene anche "arricchita" della stima separata degli *intangibles*, qualora questi ultimi assumano valore rilevante:

$$W = K' + BI + a_{n|i'} (R - i K')$$

Dove, *ceteris paribus*:

BI = valore dei beni immateriali

Sul piano concettuale, il metodo di valutazione in commento considera

<sup>27</sup>

I.P.I.V. riportano la formulazione nella versione più articolata di attualizzazione dei flussi di sovrareddito  $W = K' + \sum_1^n (R_t - iK_{t-1})(1+i')^{-t}$

l'avviamento come l'attitudine di un insieme organizzato di fattori di produzione (più sinteticamente l'azienda) a generare stabilmente, per un certo numero di anni, un profitto superiore rispetto al rendimento medio-normale del settore (ossia rispetto al costo opportunità "i" dell'investimento nei mezzi di produzione impiegati dall'impresa – il K' della formula).

La determinazione di tali parametri è effettuata sulla base delle considerazioni che seguono.

I. Patrimonio netto rettificato K'.

Si tratta, in buona sostanza, del capitale netto rettificato calcolato applicando il metodo di stima patrimoniale illustrato al precedente § 4.3.1 cui si rimanda per un maggior dettaglio.

II. Reddito medio normalizzato prospettico R.

La teoria economico-aziendale identifica con il termine di *normalizzazione* dei redditi attesi quel procedimento tecnico-scientifico volto a determinare una misura di risultato atteso che sia espressione della stabile attitudine dell'azienda a produrre reddito.

Si consideri che tale processo di normalizzazione è particolarmente complesso quando oggetto di valutazione è l'azienda di una impresa di piccole o medie dimensioni, laddove colui che è chiamato a condurre la valutazione non può fare affidamento su informazioni esaustive e corrette sulla redditività aziendale. In effetti, non di rado, nella piccola e media realtà imprenditoriale italiana, il sistema informativo per le decisioni aziendali non è formalizzato ed il "bilancio di esercizio" – principale elemento del sistema informativo esterno – non è concepito come strumento di conoscenza degli andamenti gestionali, bensì come documento essenzialmente diretto all'Amministrazione finanziaria, attraverso il quale procedere al calcolo delle imposte (ovviamente di fa qui riferimento alle sole ditte individuali e società di persone non obbligate alla redazione dei bilanci ex art. 2423 e s.s. c.c.<sup>28</sup>). In taluni casi, quindi,

<sup>28</sup> Infatti il Legislatore con il Decreto Legislativo 17 gennaio 2003, n. 6, "Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative", tra le altre cose, ha soppresso nell'art. 2426 c.c. la previsione che consentiva di effettuare rettifiche di valore e accantonamenti esclusivamente in applicazione di norme tributarie. A seguito dell'eliminazione delle interferenze fiscali, è stato anche eliminato il punto 14 dell'art. 2427 c.c., che prevedeva un'informativa di dettaglio delle interferenze fiscali apportate al bilancio.

l'obiettivo impropriamente assegnato al "bilancio di esercizio" potrebbe far sì che la sua redazione sia influenzata, se non dominata, dall'applicazione delle norme tributarie specificamente statuite per la determinazione del reddito imponibile.

In estrema sintesi, la normalizzazione è un procedimento tecnico che comprende:

- ✓ La redistribuzione nel tempo di proventi e costi "straordinari", intesi come componenti non ripetitivi (in taluni casi, addirittura non ripetibili) del reddito d'esercizio: pertanto si vorrebbe in taluni casi eliminarli al fine di ricondurre il reddito d'esercizio ad un risultato "normale";
- ✓ L'eliminazione di proventi e costi "estranei alla gestione", che possono derivare da (a) beni giudicati "estranei" oppure (b) da fatti che non hanno attinenza alla gestione caratteristica: un caso particolare di costi non attinenti alla gestione è rappresentato, nelle aziende familiari od a ristretta base azionaria, da compensi eccessivi (rispetto alla norma) corrisposti ai proprietari o ad amministratori-proprietari (in taluni casi può verificarsi anche l'opposto ossia la mancanza o l'insufficiente remunerazione dei proprietari);
- ✓ La neutralizzazione di "politiche di bilancio" (comprese quelle tributarie già citate) giudicate "distorsive" rispetto al fine di una corretta misura (in senso contabile) dei risultati conseguiti, si pensi in particolare alle fondamentali stime di bilancio: ammortamenti, magazzini, fondi rischi, fondi rischi su crediti, ecc.;
- ✓ Il ricalcolo dell'imposizione fiscale, applicando l'aliquota effettiva (ossia il rapporto tra le imposte correnti e l'utile d'esercizio) o l'aliquota nominale di legge oppure ancora un'aliquota media, dopo aver determinato il reddito medio normale atteso ante imposte;

Alla normalizzazione si accompagna poi la determinazione dei flussi di reddito attesi. Esistono vari approcci<sup>29</sup> sulle tecniche di previsione del reddito futuro

<sup>29</sup> Cfr D. Balducci, *La Valutazione dell'Azienda*, VI ed., Edizioni FAG Milano, Milano, 2002, cfr L. Guatri, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2000, cfr G. Pellati-L. Rinaldi, *Guida alla valutazione d'azienda*, Il Sole 24ore, Milano, 2006.

da applicare alla formula precedentemente illustrata.

I principali sono:

- a) Viene supposta la conservazione dei risultati storicamente ottenuti in tempi recenti (metodo dei risultati storici), operando spesso una media semplice o ponderata dei medesimi;
- b) Vengono proiettati i risultati storici (spesso una loro media semplice o ponderata) nel futuro in funzione del possibile comportamento di alcune variabili (metodo di proiezione dei risultati storici);
- c) Vengono assunti i risultati economici espressi nei budget e nei piani aziendali per definiti periodi futuri (metodo dei risultati programmati);
- d) Vengono definite nuove condizioni di gestione futura, valutandone le probabili conseguenze in termine di reddito (metodo dell'innovazione).

I metodi c) e d) presuppongono ovviamente la disponibilità di documenti formalizzati atti ad esprimere, tra l'altro, le attese economiche del prossimo futuro: si tratta di *Budget* annuale (previsione analitica dei risultati del prossimo esercizio) e di Piani pluriennali (previsione di massima dei risultati a medio termine: di solito, da 3 a 5 anni, con punte anche fino ad 8-10 anni). Le opinioni circa la possibilità di utilizzare i risultati della programmazione aziendale per esprimere i redditi attesi ai fini delle valutazioni di imprese, sono generalmente positive (a condizione che vengano letti in modo critico valutando la qualità dell'attività di programmazione alla luce della sua organizzazione, delle previsioni passate rivelatesi attendibili, ecc., in modo da poter decidere se i dati esposti nei piani aziendali meritino fiducia o meno).

Il metodo b), pur essendo annoverato tra i metodi previsionali, è sostanzialmente una "evoluzione" del metodo dei risultati storici. Esso infatti si fonda comunque su di un'accurata analisi delle circostanze e dei dati del passato, con riferimento ad un periodo di tempo non troppo breve; circostanze e dati interpretati anche nella loro dipendenza da specifici fattori e dalle tendenze che dimostrano. Per essere applicato, il procedimento esige comunque due condizioni essenziali:

- ✓ Che siano individuabili alcune "variabili esplicative" i cui spostamenti influenzano notevolmente i risultati attesi;

- ✓ Che esista un meccanismo di calcolo idoneo a stimare con sufficiente chiarezza come la dinamica delle “variabili esplicative” si rifletta sulla misura del flusso atteso.

Il *metodo dei risultati storici* può quindi essere inteso come la versione “semplificata” del metodo pocanzi illustrato ed ha “*perciò, in riferimento anche a ripetuti comportamenti della pratica, diritto di cittadinanza tra i criteri di definizione quantitativa dei flussi attesi orientati al capitale economico*” (cfr L. Guatri, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, pag 149, Egea, Milano, 2000). Il medesimo autore più infra afferma che: “*esso pur apparendo la dichiarata negazione di qualsiasi tentativo di previsione e di proiezione, non è invece privo di significato se viene correttamente inteso. Se, cioè, è inteso come ragionata conferma dei risultati raggiunti nel recente passato: anche la semplice conferma esige, a ben vedere, una proiezione, che conclude affermando la stazionarietà del flusso già raggiunto equivalente all’esclusione di variazioni sostanziali sia in aumento sia in diminuzione. Questo non è però un rifiuto aprioristico a qualsiasi proiezione, dovuto al timore di commettere errori. Significa solo che in talune situazioni (non poi tanto rare) non vi sono elementi idonei per definire ragionevoli ipotesi di variazione dei flussi nell’uno o nell’altro senso.*”.

Ragion per cui, altra dottrina<sup>30</sup> reputa il metodo in questione come “*il principale, se non unico, punto di riferimento*” per le piccole e medie imprese, in ragione della loro struttura amministrativa non sufficientemente “*attrezzata*” rispetto alle esigenze informative delle altre tre metodiche pocanzi illustrate.

### III. Saggio di redditività normale del settore (i).

Il tasso di interesse normale (i), da applicare al capitale netto rettificato (K’), esprime una misura di rendimento giudicata soddisfacente, nei limiti della norma, tenuto conto del grado di rischio che l’azienda incontra.

In dottrina si è molto discusso se il *tasso normale di rendimento (i)* dovesse coincidere o meno con il tasso di attualizzazione (i’). Il metodo inizialmente proposto da UEC non faceva distinzione tra i due tassi. Con il tempo, tuttavia, si è diffuso in dottrina il convincimento che, considerata l’ottica del metodo di valutazione, il tasso

<sup>30</sup> Cfr G. Pellati-L. Rinaldi, *Guida alla valutazione d’azienda*, Il Sole 24ore, Milano, 2006.

di rendimento normale (i) debba comunque essere tenuto distinto dal tasso di attualizzazione (i'). Ciò indipendente dal fatto che il rendimento normale si riferisca al settore piuttosto che all'impresa specifica. In tal senso sono molto significativi gli studi americani: essi distinguono infatti tra un *reasonable rate of return* (il tasso i) ed un tasso di capitalizzazione dell'*excess return*<sup>31</sup>.

Ad ogni modo, c'è da dire che nella determinazione del tasso normale (i) si impone comunque il problema di scegliere se la normalità vada riferita al settore oppure alla singola impresa con i suoi rischi specifici (al di là di quelli settoriali). In quest'ultimo caso il tasso (i) sarebbe più basso per le imprese meno rischiose della media, e più alto per quelle in condizioni opposte.

L. Guatri evidenzia al riguardo, a titolo esemplificativo, che “*nell'esperienza mittel-europea, tassi di reddito giudicati normali, al netto dell'inflazione (cioè applicati a misure non inflazionate di sovraredditi attesi), sono stati compresi nei seguenti range:*

- *Nell'industria: dal 7 al 10% secondo i tipi di attività considerati;*
- *Nella banca: dal 6 al 8%;*
- *Nell'assicurazione: dal 5 al 7%;*
- *Nel commercio: dal 8 al 12%;*
- *Per investimenti di tipo immobiliare: dal 5 al 6%”<sup>32</sup>.*

Ad ogni modo nella scelta del tasso si può far riferimento tanto al c.d. tasso opportunità, generalmente costruito con approccio *build-up* secondo varie formule, sintetizzabili nel modello  $i = i^* + s' + s''$ <sup>33</sup>, che impiegare il criterio del costo del capitale, a sua volta individuabile o come costo del capitale proprio, o come costo medio ponderato del capitale (WACC).

Il tipico modello *build-up* consiste in due elementi principali, il secondo dei quali è scindibile in tre parti:

<sup>31</sup> Cfr. L. Guatri, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2000.

<sup>32</sup> Cfr. Guatri – Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Univ. Bocconi editore, Milano, 2005 p. 202 Tabella 7.10

<sup>33</sup> Dove:

i = tasso normale di rendimento atteso

i\* = tasso di rendimento di investimenti alternativi con rischio nullo o quasi nullo

s' = è il cosiddetto *equity risk premium*,

s'' = è un fattore correttivo di (s') destinato a considerare la rischiosità specifica dell'azienda esaminata rispetto ad una rischiosità media di mercato degli investimenti in capitale proprio

1. Un tasso risk free
2. Un premio per il rischio scindibile in:
  - a. Un premio per il rischio azionario
  - b. Un premio per il rischio dimensionale
  - c. Un premio per il rischio specifico dell'impresa

In caso di investimenti internazionali, può essere incluso anche un rischio specifico derivante dal paese di provenienza dell'azienda, che riflette l'incertezza dovuta a instabilità politiche e/o economiche locali.

Partendo da questa suddivisione possiamo ottenere una formula, con la quale calcoliamo il costo del capitale di rischio secondo il metodo build-up:

$$E(R_i) = R_f + R_{Pm} + R_{Ps} + R_{Pu}$$

dove:

$E(R_i)$  = tasso di rendimento atteso richiesto dal mercato

$R_f$  = tasso risk free

$R_{Pm}$  = premio per il rischio di mercato

$R_{Ps}$  = premio per il rischio dimensionale

$R_{Pu}$  = premio per il rischio attribuibile alla singola impresa o al settore di appartenenza di quest'ultima.

Il costo del capitale proprio ( $K_e$ ) in passato veniva determinato con approccio *build-up*, ma da molti anni anche in Italia è prevalente l'impiego del metodo CAPM (che determina un tasso espressivo della rischiosità specifica non diversificabile associata al complesso aziendale da valutare) secondo la formula

$$K_e = R_f + (R_m - R_f) \cdot \beta$$

dove:

$K_e$  = costo del capitale proprio

$R_f$  = tasso di rendimento di investimenti alternativi con rischio nullo o quasi nullo

$R_m - R_f$  = premio per il rischio di mercato.

$\beta$  = coefficiente di volatilità che misura la relazione strutturale tra il rendimento del settore e quello generale di mercato (rischio specifico dell'impresa).

Una versione più raffinata è espressa nella formula

$$K_e = R_f + \beta \text{ ERP} + \lambda \text{ CRP} + s_{zp}$$

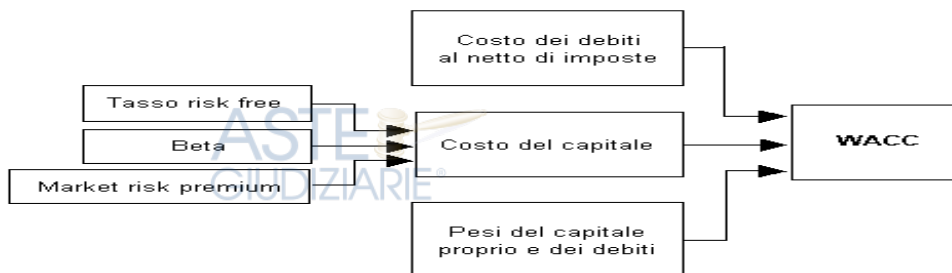
Dove:

ERP = premio per il rischio di mercato (equity risk premium)

CRP = premio per il rischio-paese (country risk premium), è il coefficiente che misura l'esposizione della specifica azienda al rischio paese

Szp = l'eventuale premio per la maggiorazione di rischio legata all'investimento in aziende di piccole dimensioni.

Il WACC è dato dalla media del costo del capitale proprio e del costo del debito, ponderata in funzione della leva finanziaria. Il procedimento di calcolo è riassunto nel seguente schema



e si risolve nella seguente formula:

$$WACC = K_e \times \frac{E}{E+D} + K_d \times (1-t) \times \frac{D}{E+D}$$

dove:

WACC = Weighted Average Cost of Capital

$K_e$  = costo del capitale proprio, esaminato poc' anzi

E = patrimonio netto (Equity)

D = indebitamento (Debt)

$K_d$  = costo medio del debito

t = aliquota fiscale sulle imposte sui redditi.

C'è da dire che per più di 30 anni gli autori nel campo della finanza hanno generalmente preferito l'utilizzo del CAPM come metodo migliore per la stima del costo del capitale di equity (in ragione soprattutto della sua semplicità di utilizzo). Esso

è ancora uno dei metodi più utilizzati ancorché con l'aggiunta di alcuni correttivi in ragione delle numerose critiche che gli sono state mosse, come sarà illustrato nel prosieguo, soprattutto con riguardo ai limiti riscontrati rispetto alla sua effettiva capacità di stimare in modo adeguato tutto il rischio.

La principale caratteristica del CAPM è l'introduzione del concetto di rischio di mercato o sistematico per uno specifico titolo quale quantificatore del premio per il rischio dell'impresa. Il premio per il rischio di mercato è misurato da un fattore chiamato beta. Questo fattore misura la sensibilità dell'extra-rendimento totale su ogni singolo titolo o su ogni singolo portafoglio di titoli rispetto al rendimento del portafoglio di mercato. La teoria del CAPM divide quindi il rischio in due componenti: il rischio sistematico (o di mercato) e quello idiosincratico.

Il rischio sistematico, noto come non diversificabile, è il fattore di rischio associato all'andamento del mercato nel suo complesso mentre il rischio idiosincratico è funzione delle caratteristiche del settore, dell'azienda singola e del tipo di investimenti intrapresi da essa. La porzione di rischio derivante dal settore di appartenenza dell'impresa dovrebbe essere catturata dal beta<sup>34</sup>, con l'assunzione che il settore nel suo complesso sia sensibile ai movimenti del mercato. I rischi specifici dell'impresa possono fare riferimento, ad esempio, alla capacità del management o ai vantaggi competitivi (o alle debolezze) di questa. Il rischio totale dipende dunque sia

<sup>34</sup> Il coefficiente beta esprime il rischio sistematico di un titolo azionario, cioè la covarianza standardizzata degli extrarrendimenti del titolo rispetto all'extrarrendimento del portafoglio di mercato. Per una società quotata esso è strutturalmente legato: 1) al criterio di stima (via equazione o via regressione), al periodo storico di riferimento su cui è calcolato; 2) alla frequenza con cui sono calcolati i rendimenti alla base del coefficiente beta; 3) al benchmark utilizzato per rappresentare il rendimento del portafoglio di mercato; 4) agli aggiustamenti al beta per renderlo prospettico; 5) agli aggiustamenti al beta per tener conto della struttura finanziaria; 6) agli aggiustamenti al beta per considerare l'effetto dimensionale.

Quanto al punto 5), secondo le tesi più accreditate, il beta di qualsiasi società dipenderebbe sia dal suo beta operativo sia da un aggiustamento connesso al peso dell'indebitamento nella struttura finanziaria. Ragion per cui, laddove si faccia ricorso ai beta estratti dai rendimenti di società comparabili, per tener conto di questa caratteristica si è soliti aggiustare il beta per riflettere le differenze di *leverage* mediante l'utilizzo della seguente formula

$$B_f = B_0 + B_0(1-t) \times D/C$$

Dove

$B_f$  è il beta di un'azienda con un dato *leverage* (D/C)

$B_0$  è il beta di un'azienda con D/C=0 comunemente detto beta operativo o beta *unlevered*

t è l'aliquota fiscale (imposte dirette)

D/C è il rapporto debiti/capitale proprio (in versione più raffinata rapporto tra valore corrente dei debiti e valore corrente del capitale proprio)

Quanto al punto 6), muovendo dall'osservazione empirica che il beta storico di un titolo non sembrerebbe essere un buon predittore del beta prospettico, sono state sviluppate alcune tecniche per trasformare il beta storico in beta prospettico. Tra queste, quella più in uso è la c.d. tecnica di Blume. Essa prende spunto dall'evidenza empirica secondo cui tutti i coefficienti beta mostrano una tendenza a convergere verso la media del mercato nel corso del tempo (su dove si diriga il beta all'aumentare del tempo è un problema molto dibattuto, c'è chi sostiene che si diriga verso il beta di mercato, chi verso il beta del settore di appartenenza dell'impresa). Considerato che il beta di mercato è pari ad 1, la tecnica di Blume consiste nello stimare il beta prospettico come media ponderata del beta storico e del beta di mercato. Ai fini della ponderazione si adoperano i pesi individuati da Blume: 1/3 per il beta del portafoglio di mercato e 2/3 per il beta storico del titolo.

dal rischio sistematico che da quello non sistematico. La tesi fondamentale del CAPM è che il premio di rendimento atteso per un determinato rischio è funzione del solo rischio di mercato di quel titolo, in quanto quello non sistematico può essere annullato mediante la diversificazione del portafoglio<sup>35</sup>.

Nonostante sia il metodo largamente più utilizzato per la stima del costo del capitale, la precisione e la capacità di analisi da parte del beta come unica misura del rischio è costantemente messa sotto

discussione e molti accademici e studiosi si sono interrogati sulla sua effettiva utilità per la stima (con precisione) del costo del capitale e del beta quale misura del rischio. Il tutto nasce dalla constatazione che nel loro storico lavoro (i.e. la teoria del *Capital Asset Pricing Model*<sup>36</sup>) William Sharpe, John Lintner e Jack Treynor estesero il modello di Markowitz<sup>37</sup> aggiungendo delle assunzioni<sup>38</sup> che da molti vengono considerate eccessivamente semplificate rispetto al reale mondo finanziario.

Infatti, come già detto, il CAPM nella sua formulazione tradizionale afferma che deve essere remunerato soltanto il rischio sistematico. Tuttavia, l'incapacità di poter detenere (nella realtà) un portafoglio di mercato ideale costringe gli investitori a considerare altri rischi oltre a quello di mercato. Molti sono stati al riguardo gli articoli che hanno riscontrato incongruenze nel modello<sup>39</sup>. Fama e French (2004) sostennero

<sup>35</sup> La teoria del mercato dei capitali assume che l'investitore possieda, o abbia la capacità di possedere, un portafoglio ben diversificato, normalmente molto grande.

<sup>36</sup> Cfr. W. F. Sharpe; *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*, The Journal of Finance, 1964, Vol. 19, No. 3 (1964). Cfr. J. Lintner; *The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*, Review of Economics and Statistics, 1965. L'articolo di Treynor non è stato pubblicato.

<sup>37</sup> Markowitz, padre della moderna teoria del portafoglio, mise insieme i concetti e la metodologia per la scelta del portafoglio ideale usando tecniche statistiche, con l'obiettivo di aiutare l'investitore a trovare il portafoglio M ideale calcolando la varianza minima, dato un determinato rendimento o il rendimento massimo; Cfr. H Markowitz, *Portfolio selection: efficient diversification of investments*, New York, John Wiley & Sons, 1959.

<sup>38</sup> Le otto assunzioni sottintese nel CAPM sono:

- gli investitori ambiscono alla massimizzazione della ricchezza finale e sono avversi al rischio;
- il periodo di investimento è unico e le previsioni sono formulate all'inizio dell'arco temporale;
- il valore atteso e la deviazione standard dei rendimenti sono i due soli parametri necessari per la scelta;
- le attività sono perfettamente divisibili, non esistono costi di transazione e tasse;
- il mercato è atomistico, non esistono barriere alla possibilità di investire, tutti hanno le medesime opportunità anche se l'ammontare della ricchezza disponibile differisce tra gli individui.
- tutte le attività sono negoziabili;
- il mercato è perfetto, ossia le informazioni sono liberamente ed istantaneamente disponibili agli operatori;
- le aspettative degli investitori sono omogenee, ossia essi hanno le medesime percezioni circa i rendimenti attesi, le varianze e le covarianze: quindi la frontiera è unica e valida per tutti;
- possibilità di concedere ed ottenere prestiti (senzalimite) ad un unico tasso di interesse privo di rischio.

<sup>39</sup> Miller e Scholes nel 1972 riportarono che la semplice media degli errori standard nella stima dei beta di tutto il NYSE era intorno allo 0,32, confrontato con la media stimata del coefficiente beta di 1,00. Pertanto, un valore all'interno di questa distribuzione dei beta può assumere un valore da 0,36 a 1,64 per un intervallo di confidenza del 95% (cfr. Black, F., Jensen, M. e Scholes, M., 1972, *The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests*, in M. Jensen (ed.), *Studies in the Theory of Capital Markets*). Questa imprecisione nella stima del beta ha portato molti a

che “Sfortunatamente, l’analisi empirica del modello è povera, abbastanza da invalidare la via con la quale viene applicata nella pratica. Sfortunatamente la maggior parte delle variazioni dei rendimenti attesi è slegata rispetto al beta di mercato.”.

Gli studi effettuati risolvono la difficoltà di trovare i dati sul portafoglio di mercato grazie ad alcune approssimazioni, quali, ad esempio, gli indici dei mercati finanziari.

Tuttavia una ricerca condotta nel 2006<sup>40</sup> ha mostrato che anche un portafoglio

proporre nuove tecniche di implementazione del portafoglio, è il caso del lavoro di Black, Jensen e Scholes nel 1972, o Fama e MacBeth nel 1973 (cfr. Fama, E. and MacBeth, J., 1973, *Risk, Return and Equilibrium: Empirical Tests*, Journal of Political Economy 81, 115-146).

Scholes e Williams, nel 1977, trovarono una certa inconsistenza nella stima dei beta OLS nel caso di vendita di titoli non simultanea (cfr. Scholes, M. e J. Williams (1977), *Estimating Betas from Nonsynchronous Data*, Journal of Financial Economics 5, 309-327). Lavori successivi effettuati da Basu (cfr. Basu, S. (1977), *Investment Performance of Common Stocks in Relation to their Price-Earnings Ratios: A Test of Efficient Market Hypothesis*, Journal of Finance 32, 663-682), Banz (cfr. Banz, R.W. (1981), *The Relationship Between Return and market Value of Common Stocks*, J. of Financial Economics 9, 3-18), Reinganum (cfr. Reinganum, M. R (1981), *Misspecification of Capital Asset Pricing: Empirical Anomalies Based on Earnings Yields and Market Values*, Journal of Financial Economics, Marzo, 19-46), Litzenger e Ramaswamy (cfr. Litzenger, R. H e K. Ramaswamy (1979), *The Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence*, Journal of Financial Economics 7, 163-195), Keim (cfr. Keim, D.B. (1983), *Size related anomalies and stock return seasonality: further empirical evidence*, J. of Financial Economics 12, 13-32, cfr. Keim, D. B. (1985), *Dividend yields and stock returns: implications of abnormal January returns*, J. of Financial Economics 14, 473- 489) e Fama e French suggerirono che o:

1. i rendimenti attesi sono determinati non solo dal beta e dal premio per il rischio atteso di mercato, ma anche da altri fattori legati all’impresa come il rapporto prezzo/book value, la dimensione dell’azienda, il rapporto prezzo/utile e il tasso dei dividendi (ciò vuol dire che il modello CAPM andrebbe ampliato con altri fattori oltre al beta per spiegare il perché di questi rendimenti sui titoli), o;
2. il beta e i premi per il rischio di mercato hanno poco (o nulla) a che vedere con quelli attesi, o;
3. l’eterogeneità delle aspettative nei rendimenti tra titoli e portafoglio diversi, nelle volatilità e nella covarianze, e i rendimenti del mercato sono la ragione per cui non ha senso parlare di un mercato aggregato all’interno del CAPM. Ogni investitore utilizzerà un beta atteso, un ERP atteso e un cash flow atteso per valutare ciascun titolo, anche perché non ha senso parlare di beta, ERP attesi di mercato, in quanto non esisterebbero.

Richard Roll nel 1977 sostenne come il CAPM non possa essere oggetto di una verifica empirica. Fondamentalmente, qualsiasi verifica del modello sarebbe per Roll riconducibile all’ipotesi che il portafoglio di mercato starebbe sulla frontiera dei portafogli efficienti.

Quindi, il portafoglio di mercato dovrebbe, teoricamente, contenere tutti i titoli finanziari presenti sul mercato, azioni, obbligazioni ma anche entità come il capitale umano (determinante per la performance aziendale ma di difficile quantificazione).

Altri studiosi si sono susseguiti nell’analisi. Rotolo e Ross (1994) attribuiscono la mancata rilevanza di una relazione sistematica tra rischio e rendimento a una possibile inefficienza media-varianza dell’approssimazione del portafoglio di mercato.

Lakonishok, Shleifer e Vishny sostengono che gli effetti dovuti alla dimensione aziendale, al rapporto *price-to-book*, sono causa di reazioni eccessive degli investitori, piuttosto che una compensazione per il rischio assunto (cfr. Lakonishok, J., A. Shleifer e R. W. Vishny (1994), *Contrarian investment, Extrapolation, and Risk*, Journal of Finance 49, 1541- 1578).

Berglund e Knif propongono un adeguamento delle regressioni delle sezioni trasversali degli extra-rendimenti rispetto al beta, per dare un maggior peso alle previsioni di beta più affidabili (cfr Berglund, T. e J. Knif (1999), *Accounting for the Accuracy of Beta Estimates in CAPM Tests on Assets with Time-Varying Risks*, European Financial Management, Vol. 5, no. 1).

Shalit e Yitzhaki sostengono che la regressione estimatoria OLS non è appropriata per la stima del beta. Essi suggeriscono stime alternative al beta. Eliminando i quattro rendimenti più alti e più bassi registrati sul mercato, si mostra che i beta del 75% delle aziende cambiano per più di un errore standard (cfr Shalit, H. e S. Yitzhaki (2002), *Estimating Beta*, Review of Quantitative Finance and Accounting 18 (2)).

Fama e French affermano che “il fallimento del CAPM in prove empiriche implica che la maggior parte delle applicazioni del modello non sono validi” (cfr. Fama, E. e K. French (2004), *The CAPM: Theory and Evidence*, Journal of Economic Perspectives 18 (Estate), 25-46)

<sup>40</sup> Cfr. Eugene F. Fama e Kenneth R. French; *The cross-section of expected stock returns*, The Journal of Finance, 1992

con molti titoli mantiene un sostanziale rischio associato all'impresa specifica. Lo studio conclude che il rischio dovuto all'impresa va quindi considerato. Allo stesso modo, un'analisi empirica condotta su un portafoglio italiano, economia europea debole, su uno tedesco, economia europea forte e su uno statunitense, economia globale forte, conferma che evidentemente l'investitore ricerca un extrarendimento rispetto al CAPM per remunerare il rischio idiosincratico di un investimento<sup>41</sup>.

A far tempo dagli anni Settanta si sono quindi succedute molte verifiche empiriche del CAPM finalizzate a individuarne le principali "anomalie"<sup>42</sup>. Con il termine anomalia si vuole far riferimento a fattori aggiuntivi in grado di spiegare i rendimenti storici dei titoli, meglio di quanto non si ottenga con il beta del CAPM. Le principali anomalie messe in evidenza dagli studi empirici possono essere riassunte in:

- 1) *Small firm effect*: le imprese di più piccola dimensione offrono rendimenti attesi più elevati di quelli previsti dal CAPM;
- 2) *Value effect*: le imprese con rapporti *book-to-price* più alti presentano rendimenti attesi più elevati di quelli previsti dal CAPM;
- 3) *Neglected firm effect*: le imprese i cui titoli non sono rappresentati nei portafogli degli investitori istituzionali presentano rendimenti attesi più elevati di quelli previsti dal CAPM;
- 4) *Overreaction*: i titoli che più (meno) sono penalizzati a seguito di shock negativi di mercato tendono a sovraperformare (sottoperformare) nei

<sup>41</sup> Vulpiani M. (2014), *Special Cases of Business Valuation*, McGraw Hill.

<sup>42</sup> Cfr. senza pretesa di esaustività: Black, F., Jensen, M. e Scholes, M., 1972, *The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests*, in M. Jensen (ed.), *Studies in the Theory of Capital Markets* - Fama, E. and MacBeth, J., 1973, *Risk, Return and Equilibrium: Empirical Tests*, *Journal of Political Economy* 81, 115-146 - Scholes, M. e J. Williams (1977), *Estimating Betas from Nonsynchronous Data*, *Journal of Financial Economics* 5, 309-327 - Basu, S. (1977), *Investment Performance of Common Stocks in Relation to their Price-Earnings Ratios: A Test of Efficient Market Hypothesis*, *Journal of Finance* 32, 663-682 - Banz, R.W. (1981), *The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks*, *J. of Financial Economics* 9, 3-18 - Reinganum, M. R (1981), *Misspecification of Capital Asset Pricing: Empirical Anomalies Based on Earnings Yields and Market Values*, *Journal of Financial Economics*, Marzo, 19-46 - Litzenberger, R. H e K. Ramaswamy (1979), *The Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence*, *Journal of Financial Economics* 7, 163-195 - Keim, D.B. (1983), *Size related anomalies and stock return seasonality: further empirical evidence*, *J. of Financial Economics* 12, 13-32 - Keim, D. B. (1985), *Dividend yields and stock returns: implications of abnormal january returns*, *J. of Financial Economics* 14, 473- 489 -26 Lakonishok, J., A. Shleifer e R. W. Vishny (1994), *Contrarian investment, Extrapolation, and Risk*, *Journal of Finance* 49, 1541- 1578 - Berglund, T. e J. Knif (1999), *Accounting for the Accuracy of Beta Estimates in CAPM Tests on Assets with Time-Varying Risks*, *European Financial Management*, Vol. 5, no. 1; - Shalit, H. e S. Yitzhaki (2002), *Estimating Beta*, *Review of Quantitative Finance and Accounting* 18 (2) - Fama, E. e K. French (2004), *The CAPM: Theory and Evidence*, *Journal of Economic Perspectives* 18 (Estate), 25-46 - Dempsey, M. (2013), *The Capital Asset Pricing Model (CAPM): The History of a Failed Revolutionary Idea in Finance?*, *ABACUS* 49, Supplemento: 7-2331 - Antoniou, C., J.A. Doukas, e A. Subrahmanyam (2014), *Investor Sentiment, Beta, and the Cost of Equity Capital*, *Management Science*, Forthcoming - Dale L. Domian, David A. Louton, and Marie D. Racine, "Diversification in Portfolios of Individual Stocks: 100 Stocks are Not Enough", 2006.

periodi successivi;

5) *Discount for lack of marketability* (ossia sconto per illiquidità): le società quotate tendono ad avere rendimenti superiori rispetto a quelle non quotate.

Tra le “anomalie” in grado di spiegare questo delta (tra CAPM e rendimenti storici), il rischio dimensionale è di certo il fattore di rischio idiosincratice che nella letteratura riscuote il maggiore interesse (assieme al premio di illiquidità).

Il premio per il rischio dimensionale si basa sulla constatazione empirica che a tutte le società di piccola dimensione viene associato un rischio maggiore e, pertanto, un più alto costo del capitale proprio.

Il modello del CAPM non riesce quindi a spiegare la maggior parte degli extra-rendimenti registrati da alcuni titoli sul mercato.

Studi condotti in anni recenti da Morningstar Ibbotson<sup>43</sup> e da Duff & Phelps<sup>44</sup> confermano questa evidenza empirica<sup>45</sup>. I rispettivi CRSP Deciles Size Premia Study (Morningstar Ibbotson) e Risk Premium Report's Size Study (Duff & Phelps), esaminano la relazione tra dimensione e rendimento, ed entrambi mostrano che dimensione e rendimento sono correlati negativamente giungendo di conseguenza alla quantificazione del premio per il rischio dimensionale (di largo utilizzo presso gli analisti di tutto il mondo).

Anche a prescindere dalle evidenze empiriche<sup>46</sup>, i professionisti del settore

<sup>43</sup> Il CRSP Deciles Size Premia Study parte dal 1976, quando il professor Roger Ibbotson co-pubblicò uno studio fondamentale analizzando i rendimenti di lungo termine delle principali classi degli asset nell'economia statunitense. I suoi studi documentarono la relazione tra rischio e rendimento e quantificò la capacità di ridurre il rischio attraverso la diversificazione. Questa analisi si tradusse nel Ibbotson® Stocks, Bonds, Bills, and Inflation® (SBBBI®) Classic Yearbook, che viene revisionato e aggiornato da quasi trent'anni. La fonte dei dati sui rendimenti utilizzati era il Center for Research in Security Prices (CRSP) presso l'Università di Chicago.

<sup>44</sup> Nel 1990, invece Roger Grabowski iniziò ad analizzare da vicino la relazione tra dimensione aziendale e rendimento dei titoli. Inizialmente il suo studio partiva dalla dimensione dell'impresa in base alla capitalizzazione di mercato, ma velocemente s'indirizzò verso due aree aggiuntive d'indagine: in tutti i casi, i rendimenti dei titoli erano predetti da misure dimensionali diverse dalla capitalizzazione di mercato, e inoltre questi erano predetti anche da misure di rischio fondamentali basati su dati contabili. Verificò che, al diminuire della dimensione aziendale, o all'incremento del rischio (misurato da dati contabili fondamentali), i rendimenti tendono ad aumentare (e viceversa). In seguito, pubblicò una serie di articoli riguardanti i suoi studi, di cui due, uno nel 1996 e uno nel 1999, furono determinanti per la fondazione del Risk Premium Report Size and Risk Studies (Cfr. Roger J. Grabowski e David King, *New Evidence on Size Effects and Equity Returns*, Business Valuation Review (Settembre 1996, corretto nel Marzo 2000), & Roger J. Grabowski and e King, *New Evidence on Equity Returns and Company Risk*, Business Valuation Review (Settembre 1999, corretto nel Marzo 2000) nonché di recente Roger J. Grabowski, *The Size Effect Continues To Be Relevant When Estimating the Cost of Capital*, Business Valuation Review Volume 37 Nr 3 (2018) pp 93-109).

<sup>45</sup> Il CRSP Deciles Size Premia Study e il Risk Premium Report's Size Study esaminano la relazione tra dimensione e rendimento, ed entrambe mostrano che dimensione e rendimento sono correlati negativamente.

<sup>46</sup> Molti ricercatori hanno sostenuto che negli anni più recenti l'effetto dimensionale sia enormemente diminuito, se non addirittura scomparso. L'anno in cui generalmente si tende a identificare il punto in cui il peso dell'effetto dimensionale è diminuito è il 1981. La ragione primaria di ciò è che nel 1981 Banz esaminò i rendimenti dei titoli

sanno che le piccole e le grandi imprese hanno caratteristiche di rischio molto differenti tra loro (a differenza di alcuni analisti che approcciano – erroneamente – le piccole imprese come se fossero l'equivalente in scala ridotta di quelle di più grandi dimensioni). Per esempio, le grandi aziende hanno la possibilità di entrare più facilmente nel mercato contro *competitor* di dimensioni più ridotte e rubare loro quote di mercato; possono, inoltre, spendere di più in ricerca e sviluppo, pubblicità e normalmente hanno anche una maggiore capacità di assumere capitale umano più qualificato e meglio preparato; infine hanno la possibilità di accedere al mercato dei capitali più facilmente, profondità di gestione più ampia e meno dipendenza da un numero limitato di clienti. Le imprese più piccole hanno quindi meno risorse per poter competere e reindirizzare la loro strategia dopo repentini cambiamenti nel mercato<sup>47</sup>.

Tutta questa serie di differenze portano gli investitori a richiedere un tasso di rendimento più alto laddove debbano investire in una piccola-media impresa piuttosto che in una più grande.

D'altro canto, la "dimensione" è tenuta in debita considerazione anche dai PIV come uno dei principali elementi di rischio da considerare nella stima del valore di

---

delle società a bassa capitalizzazione presso la NYSE rispetto a quelle a grande capitalizzazione nel periodo 1926-1975, e rilevò che c'era una relazione negativa tra dimensione, misurata tramite la capitalizzazione sul mercato, e i rendimenti. In effetti Banz era stato il primo a sottolineare che le piccole imprese offrono rendimenti più grandi, e ciò attirò un maggior numero di investimenti in queste società. I prezzi si alzarono e, in ultima analisi scesero i rendimenti complessivi. Hou e van Dijk sostennero che l'apparente sparizione dell'effetto dimensionale fu dovuto a degli shock registrati nei livelli dei cash flow. Il rendimento realizzato dalle società più piccole fu generalmente inferiore a quello atteso perché si registrarono flussi di cassa negativi, mentre quelli delle società più grandi furono maggiori per il motivo opposto (cfr. Kwei Hou and Mathijs A. van Dijk, "Resurrecting the size effect: Firm size, profitability shocks, and expected stock returns", Ohio State University Fisher College of Business working paper, Luglio 2012). Quale fu la causa di questi shock nei flussi di cassa? Il numero di nuove società quotate negli Stati Uniti aumentò drammaticamente negli anni Ottanta e Novanta in confronto ai periodi precedenti, e la profittabilità e il tasso di sopravvivenza di queste fu generalmente più basso di quelle che avevano compiuto lo stesso percorso negli anni precedenti. Dopo aver aggiustato i rendimenti realizzati a causa degli shock nei cash flow, il risultato fu che i ritorni delle imprese piccole su base proporzionale superavano i rendimenti delle imprese più grandi di, approssimativamente, il 10% annuo, coerentemente con il premio per il rischio dimensionale nei periodi precedenti. Un'altra ragione diretta spesso citata per la diminuzione di questo effetto negli anni più recenti ci viene data da Horowitz, Loughran e Savin, i quali suggerirono che "è del tutto possibile che gli investitori siano diventati consapevoli dell'effetto dimensionale, i prezzi delle piccole imprese sono aumentati e, conseguentemente, si siano ridotti i rendimenti." (cfr. Joel L. Horowitz, Tim Loughran, and N.E. Savin, "The disappearing size effect", Research in Economics (2000), page 98).

<sup>47</sup> Il tema dell'esistenza dell'effetto dimensionale è stato anche oggetto di una tavola rotonda tra Mauro Bini, Gualtiero Brugger, Fabio Buttignon, Raffaele Marcello, Mario Massari e Giovanni Petrella, in occasione della quale quasi tutti i partecipanti concordavano sull'esistenza del *size effect* a prescindere dalle sue differenti possibili declinazioni all'interno del procedimento valutativo (in termini di maggiorazione del tasso piuttosto che di rettifica nella stima dei flussi di reddito attesi) cfr. "Tavola Rotonda: 10 Aspetti Controversi Nella Valutazione Delle Aziende", La Valutazione delle Aziende, pag 40-44, Volume 2, Dicembre 2019.

un'impresa<sup>48</sup>.

Nella letteratura scientifica e nella prassi professionale sono quindi proliferate alternative per la determinazione del rischio e/o tecniche di aggiustamento del tasso.

Damodaran consiglia ad esempio di utilizzare un *total* beta, ossia un beta che sia in grado di cogliere anche il rischio specifico nonché i limiti alla diversificazione insiti in una piccola media impresa, dove il proprietario non possiede la capacità di diversificare il proprio portafoglio quanto un investitore dovrebbe fare secondo le assunzioni del CAPM<sup>49</sup>.

Egli afferma infatti, “(...) questi investitori difficilmente accetteranno la nozione che l'unico rischio che possa essere considerato è quello che non può essere diversificato e, al contrario, richiederanno un premio per almeno alcuni dei rischi specifici dell'azienda.”

Damodaran suggerisce inoltre che il beta debba essere sostituito con il *total* beta:

“Nel tenere conto di questa impossibilità di diversificazione, noi attingeremo dai dati della società quotata di riferimento. Le stesse regressioni che forniscono i beta di mercato per queste aziende ci forniscono una stima di quanto del rischio di queste imprese proviene del mercato (attraverso il coefficiente di correlazione nella regressione). Dividendo il beta di mercato per la correlazione della società quotata con il mercato ci fornisce una versione del beta aggiustata in proporzione che cattura

<sup>48</sup> Cfr P.I.V. punto III.2.4 dove si evidenzia: “L'aspetto dimensionale in genere costituisce un fattore rilevante nel contesto della stima del valore di un'azienda, sia essa quotata o non quotata. Infatti, il fattore dimensionale può influenzare:

a) l'esposizione al rischio sistematico;  
b) l'esposizione al rischio specifico. Ciò con riferimento, ad esempio, alla qualità della struttura organizzativa, alla concentrazione della clientela o alla concentrazione in una o poche persone dei fattori di successo dell'azienda;  
c) la disponibilità di piani formalizzati e di strutture manageriali o organizzative adeguate.  
L'esperto deve tenere in considerazione questi aspetti e motivare le scelte compiute.”

Ed ancora con riguardo alla determinazione del tasso di valutazione  $r_v$ , Cfr P.I.V. I.21.2 pag. 76 dove si evidenzia: “...Sarà anche compito del valutatore includere nel calcolo del tasso di valutazione  $r_v$  tutti gli effetti dovuti a eventuali scostamenti dalle ipotesi teoriche del CAPM. Per esempio, saranno necessari aggiustamenti per tener conto della eventuale presenza di rischio specifico in aggiunta a quello sistematico, o per compensare nel modo appropriato la presenza di rischio paese nel tasso risk-free utilizzato per il calcolo dei premi al rischio...”.

<sup>49</sup> Si tenga conto infatti che il beta di fatto misura il rischio aggiuntivo apportato da un investimento a un portafoglio diversificato. Esso quindi si adatta meglio alle imprese dove l'investitore marginale è diversificato. Nelle imprese non quotate spesso il proprietario è l'unico investitore e pertanto può essere visto come l'investitore marginale. Questi inoltre tende ad investire la maggior parte delle proprie ricchezze nella propria impresa e quindi non ha la possibilità di diversificare. Di conseguenza, può essere considerata discutibile l'affermazione che il beta sia in grado di stimare il rischio di mercato in queste aziende.

*tutti i rischi posti in essere in una impresa specifica, piuttosto che semplicemente il rischio di mercato. Questo total beta sarà certamente più alto del beta di mercato ed il costo del capitale proprio rifletterà maggiormente questa impossibilità di un investitore che ha investito la maggior parte delle proprie ricchezze in un determinato business.”*

Al riguardo Peter Butler e Keith Pinkerton in un loro articolo accademico mostrano i motivi per cui il *total* beta è migliore e più completo rispetto a tutte le altre tipologie di beta<sup>50</sup>. C'è da dire che sia il modello suggerito da Butler e Pinkerton sia il *total* beta non sono stati esenti da critiche<sup>51</sup>. Il *total* beta ha acquistato comunque una certa attenzione negli ultimi anni, soprattutto tra gli studiosi nel campo della valutazione di aziende, che intravedono in esso la possibilità di trovare una risposta alle “anomalie” di cui si è detto, tra cui in particolare: il fatto che il CAPM non riesca a spiegare la maggior parte degli extra-rendimenti registrati da alcuni titoli sul mercato, la sua volatilità e la diversificazione. Tuttavia, ad oggi, non si conoscono altri lavori teorici, oltre quello del suo autorevolissimo ideatore, che ne abbiano approfondito lo studio.

Alfonso A. Rojo Ramírez, Salvador Cruz Rambaud e Juana Alonso Cañadas in un loro articolo pubblicato nel 2011 propongono un modello che vorrebbe superare le criticità del Total Beta<sup>52</sup> mediante l'aggiunta di due premi: quello per il rischio di mercato e quello per il rischio specifico dell'azienda<sup>53</sup>. Quest'ultimo in particolare andrebbe a considerare il rischio legato alla natura economica (ossia non finanziaria) dell'investimento, laddove ci si trovi in presenza di un investitore-proprietario che investe tutte le sue risorse in un'unica azienda (senza quindi la possibilità di diversificare il rischio o di avere liquidità per investimenti alternativi sul mercato) come accade, per l'appunto, nella maggior parte delle imprese familiari.

<sup>50</sup> Cfr. Peter Butler e Keith Pinkerton, “There is a ‘New’ Beta in Town and it’s Not Called Total Beta for Nothing!”, Business Valuation Library Publication.

<sup>51</sup> Cfr. S. Von Helfenstein, *Revisiting Total Beta*, Business Valuation Review volume 28, numero 4, 2009 SBBV Valuation Edition 2007 Yearbook, Morningstar, 2007 – cfr. Roger J. Grabowski, *Total Beta—Where Does It Fit in Valuation Theory*, Business Valuation Review (2020) 39 (1): 14–25.

<sup>52</sup> Cfr. Alfonso A. Rojo Ramírez, Salvador Cruz Rambaud e Juana Alonso Cañadas, “Discount rate and cost of capital: Some more about the puzzle”, 2011.

<sup>53</sup> Gli autori dimostrano che l'azienda può essere considerata come un portafoglio misto costituito da un asset privo di rischio e da uno rischioso, e quindi, per le società non quotate, il rendimento totale è un tasso che include anche il rischio idiosincratico.

In quest'ottica, l'approccio alla stima del premio per il rischio dimensionale suggerito da Duff & Phelps è di certo quello più seguito, soprattutto perché costruito su venticinque portafogli e perché considera otto variabili dimensionali. Duff & Phelps ha inoltre il pregio di aver esteso la propria indagine anche all'Europa.

Un altro approccio segnalato in letteratura<sup>54</sup> consiste nell'applicare una correzione in aumento del coefficiente beta tra il 25% e il 35% (percentuali desunte da evidenze empiriche per studi condotti negli Stati Uniti da Ibbotson).

#### IV. Tasso di attualizzazione ( $i'$ ).

Riguardo al tasso di attualizzazione ( $i'$ ), le impostazioni dottrinarie si possono riassumere nelle seguenti quattro:

- a) Il tasso ( $i'$ ) è il solito tasso di attualizzazione valido per la specifica impresa (trattasi dell'impostazione maggiormente seguita nel contesto americano);
- b) Secondo l'impostazione classica dell'UEC, deve trattarsi di un tasso particolarmente elevato, poiché deve scontare il rischio peculiare di cessazione del sovrareddito. In ciò si può ravvisare la prudenza insita nell'originaria impostazione che presuppone la condizione di sovrareddito contingente e tendenzialmente destinata a sparire con il tempo;
- c) Il tasso ( $i'$ ) va inteso come il puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo. Trattasi quindi del mezzo per trasferire i valori dal tempo  $t_n$  al tempo  $t_0$ . In quanto tale è quindi indipendente dal rischio specifico dell'impresa e si riconduce a parametri finanziari privi di rischio (ad esempio il tasso di rendimento dei titoli di stato);
- d) Rispetto alla precedente soluzione c), il tasso in questione deve essere aumentato quantomeno della componente di maggiorazione per l'investimento azionario.

Secondo L. Guatri *“la soluzione preferibile appare in bilico tra c) e d)”*.

L'autore pur riconoscendo convincente la soluzione d), mette comunque in guardia dall'eventualità che *“i rischi d'impresa entrino due volte nel calcolo: cioè sia in ( $i'$ )*

<sup>54</sup> Cfr. *ex multis* Guatri – Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Univ. Bocconi editore, Milano, 2005 p. 199.

che in (i)”<sup>55</sup>.

Altra dottrina sostiene che debba trattarsi di un tasso “quantitativamente superiore al tasso normale (i) perché considera l’ipotesi che l’azienda è soggetta ad un rischio di discontinuità ambientale per cui, per qualunque motivo, da un momento all’altro può cessare la produzione dei risultati”<sup>56</sup>. Lo stesso autore riconosce comunque che “nella prassi si può però verificare anche che il tasso di attualizzazione sia inferiore al tasso normale di rendimento, ma solo se la normalità viene riferita al settore e non all’azienda”<sup>57</sup>.

Analogamente c’è chi considera il tasso in questione (i’) come espressione del rischio che il sovrareddito cessi prima dell’orizzonte temporale considerato e/o si manifesti in misura inferiore rispetto a quella prevista, in quest’ottica si porrà  $i' > i$ .

Specularmente, laddove si reputi che il sovrareddito possa perdurare nell’orizzonte temporale considerato (o anche oltre) e/o si manifesti in misura comunque non inferiore rispetto a quella prevista, si potrebbe porre (con ragionevolezza) anche  $i' > i$ .

Secondo i PIV, in ogni caso, sia  $i'$  che  $i$  “hanno natura di costo dei mezzi propri e si collocano perciò in un intorno di  $k_e$ , il costo opportunità del capitale di rischio.”<sup>58</sup>

#### V. Periodo di attualizzazione dei sovraredditi (sottoredditi).

La definizione di  $n$  è la base del metodo di stima misto patrimoniale-reddituale nella sua impostazione originale laddove la stima autonoma del *Goodwill* si fonda su di una limitata durata del profitto, in quanto si suppone che le condizioni generatrici di reddito oltre la norma non possano durare a lungo e siano quindi destinate ad estinguersi o ad attenuarsi nel corso degli anni; infatti, soprattutto nei settori sufficientemente concorrenziali, la reazioni dei concorrenti attuali e potenziali (nuovi entranti richiamati dalla presenza dei sovraredditi) porterà, nel medio-lungo termine,

<sup>55</sup> Ndr l’autore identifica i tassi in questione rispettivamente con i simboli  $i''$  e  $i'$ ; cfr L. Guatri, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2000.

<sup>56</sup> Cfr D. Balducci, *La valutazione dell’Azienda*, VI ed., Edizioni FAG Milano, Milano, 2002.

<sup>57</sup> D. Balducci argomenta al riguardo che “la gerarchia fra i saggi può essere sovvertita considerando l’azienda come un portafoglio di competenze. Le risorse detenute – qualora opportunamente alimentate con gli investimenti di reintegro necessari a mantenerle vive – permettono di preservare nel tempo il differenziale competitivo, con la conseguenza che il sovrareddito va concepito come la componente più stabile del reddito, mentre l’utile normale rappresenta la componente più volatile esposta alla ciclicità congiunturale”.

<sup>58</sup> Cfr P.I.V. punto III.1.33 pag. 143.

all'erosione dei sovraredditi stessi<sup>59</sup>. Secondo un approccio prudentiale, consolidatosi nella prassi professionale nel corso degli anni passati,  $n$  può assumere un valore da 3 a 5 anni, anche per tener conto del rischio di aleatorietà dei differenziali di reddito. In realtà è preferibile attribuire a ciascun parametro valutativo un ruolo definito, cosicché  $n$  dovrebbe esprimere la probabile durata dei sovraredditi (sottoredditi), mentre il rischio legato all'aleatorietà degli stessi sarebbe più appropriato se venisse riflesso nella scelta del tasso di attualizzazione ( $i'$ ).

Guatri- Bini non mancano di osservare che *“Nel tempo l'evoluzione concettuale che il modello ha subito, con l'abbandono della prevalenza della componente patrimoniale e la crescente rilevanza attribuita alla previsione dei flussi reddituali, ha condotto a una sostanziale revisione di tali indicazioni (in quanto a durata di  $n$  ndr). Per aziende dotate di elevata e stabile redditività, per le quali ragionevoli previsioni possano spingersi anche al di là del quinquennio, la grandezza di  $n$  può giungere fino a 10 anni”*<sup>60</sup>. Ad ogni modo, secondo i P.I.V. *“L'arco temporale considerato,  $n$ , in questo metodo è generalmente compreso tra 5 e 10 anni, a seconda della persistenza del vantaggio (o dello svantaggio) competitivo riconosciuto all'azienda.”*<sup>61</sup>

Da ultimo, ma non certo meno importante delle precedenti (anzi), per il modello misto patrimoniale-reddituale è stata proposta (da Massari) una formulazione finanziaria che si traduce nella seguente formula<sup>62</sup>:

$$W = C_0 + a_n \cdot i' \cdot (R_0(1-t) - i' \cdot x C_0) - D$$

Dove:

<sup>59</sup> Questa conclusione è coerente con quanto affermato dalle teorie marginaliste sull'equilibrio di lungo periodo dell'impresa che opera in regime di concorrenza perfetta: se in un certo settore è possibile realizzare sovraprofiti, nuove imprese saranno indotte a entrarvi, dando inizio a un processo di aggiustamento che, nel lungo periodo, porterà alla scomparsa dei margini di sovraprofito. Un ragionamento analogo si sviluppa nel caso di sottoprofiti: nel lungo periodo, le imprese che non riescono a livellare i propri profitti a quelli del settore, usciranno dal mercato, impiegando le risorse in investimenti più profittevoli.

<sup>60</sup> Cfr. Guatri – Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Univ. Bocconi editore, Milano, 2005 p. 401.

<sup>61</sup> Cfr. P.I.V. punto III.1.33 pag. 143.

<sup>62</sup> Cfr. Guatri – Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Univ. Bocconi editore, Milano, 2005 pag. 410 e 411.

$W$  = Valore del capitale economico

$C_0$  = capitale operativo, rettificato sulla base dei valori correnti (o di mercato) delle attività, pari alla somma del capitale fisso (immobilizzazioni tecniche) al servizio dell'attività operativa dell'impresa e del capitale circolante netto "commerciale"

$R$  = risultato operativo atteso per un numero definito di anni ( $n$ ), al netto delle imposte (tasso di imposizione =  $t$ )

$i''$  = WACC aggiustato in funzione del rapporto atteso di indebitamento

$i'$  = tasso di attualizzazione dei redditi differenziali

$n$  = periodo di attualizzazione dei redditi differenziali

$a_{n|i'}$  = coefficiente di attualizzazione della rendita posticipata, limitata a  $n$  anni, di rata costante pari a  $(R_0(1-t) - i'' \times C_0)$ .

$D$  = indebitamento finanziario netto, calcolato sulla base del valore di mercato dei debiti

Si noti che l'espressione centrale della formula (anzidetta) corrisponde idealmente all'EVA (Economic Value Added), ma allo stesso tempo è anche molto prossima (salvo l'uso di  $C_0$  in luogo di  $K$ ) alla formula del *goodwill* nella classica versione limitata a  $n$  anni (a riprova del fatto che si tratta della medesima "famiglia" di formule). Ciò detto, i punti di forza della formulazione, posso essere riassunti nei seguenti:

- Utilizza parametri coerenti con quelli di solito adoperati nei testi internazionali di finanza;
- Il ricorso al capitale operativo  $C_0$  in luogo di  $K$  consentirebbe "una più esplicita separazione delle aree operativa e finanziaria ai fini della misurazione del valore (aspetto che assume particolare rilievo in presenza di agevolazioni finanziarie e di debiti contratti a condizioni diverse da quelle prevalenti sul mercato alla data di riferimento della valutazione)";
- È coerente con i principi che sono a fondamento della teoria di creazione /diffusione del valore;

- Il concetto di goodwill viene sostituito con l'EVA attualizzato, evitando il rischio di incomprensioni, a livello internazionale, per meri problemi di linguaggio.

Per quanto concerne la determinazione dei parametri della formula in questione valgono le medesime considerazioni già fatte per i parametri delle formule viste in precedenza.

### 4.3 Metodi finanziari

I metodi finanziari determinano il valore delle aziende in base all'attualizzazione delle entrate finanziarie nette generate dall'investimento.

Ciò che differenzia i singoli metodi è il criterio di determinazione dei flussi monetari da prendere in considerazione. Sono state teorizzate diverse versioni dei metodi finanziari a seconda degli elementi considerati per costruire i flussi da attualizzare.

Secondo una prima versione, i flussi di cassa da attualizzare sono costituiti dall'utile di periodo previsto, al quale vengono aggiunti gli ammortamenti e sottratti gli ammontari dei nuovi investimenti in capitale fisso e circolante; sinteticamente, si esprime come:

$$\begin{aligned} &= \text{Utile previsto} \\ &+ \text{Ammortamenti} \\ &- \text{Nuovi investimenti in capitale fisso} \\ &- \text{Nuovi investimenti in capitale circolante} \end{aligned}$$

Tali valori vengono in seguito attualizzati ad un tasso di rendimento considerato soddisfacente, ricavando in tal modo il valore attribuibile alla società.

Le altre versioni costituiscono sviluppi della precedente, prendendosi in considerazione le uscite previste per il rimborso dei debiti ed altresì gli oneri finanziari: l'obiettivo è quello di neutralizzare gli effetti delle politiche finanziarie, intese come scelta dei capitali (di rischio o di terzi), con l'avvertenza che il risultato, esprimendo il

valore aggregato di mezzi propri e di terzi, deve essere quindi diminuito dell'ammontare dei debiti.

In pratica, tra le metodologie di valutazione basate sull'attualizzazione dei flussi monetari resi disponibili dall'azienda (o dal ramo aziendale) oggetto di stima, si distinguono in letteratura<sup>63</sup> il metodo *Discounted Cash Flow* (c.d. DCF), nelle sue varianti *asset side* o *equity side*, ed il *Dividend Discount Model* (c.d. DDM). Peraltro, come vedremo, quest'ultimo modello altro non è che una sub-variante della versione *equity side* del metodo DCF.

Secondo la formulazione esposta nei P.I.V., le versioni *equity side* ed *asset side* del metodo DCF sono espresse dalle seguenti formule:

$$V_e = \sum_1^n Fe_t (1+k_e)^{-t} + Ve_n (1+k_e)^{-n} \quad (1)$$

$$V_a = \sum_1^n Fo_t (1+k_e)^{-t} + Vo_n (1+wacc)^{-n} \quad (2)$$

Dove:

$V_e$  e  $V_a$  sono le valutazioni ottenute con l'applicazione rispettivamente della versione *equity side* ed *asset side*;

$Fe_t$  indica i flussi monetari disponibili per gli azionisti, da attualizzare al costo dei mezzi propri  $K_e$ ;

$Fo_t$  indica i flussi monetari operativi *unlevered*, da attualizzare al costo medio ponderato del capitale  $wacc$ ;

$Ve_n$  e  $Vo_n$  sono i rispettivi valori terminali al tempo  $n$ , quando si conclude il periodo di previsione analitica dei flussi; l'applicazione del DCF richiede pertanto la disponibilità

<sup>63</sup> Cfr P.I.V. punto III.1.36 pag. 145 e ss.

di un *business plan* definito per tale periodo.

Per quanto concerne il DDM (che è il più tradizionale metodo proposto per la valutazione dei titoli rappresentativi del capitale di un'impresa) vengono di norma proposte le seguenti formule tra loro alternative:

$$V_e = \sum_1^{\infty} D_t (1+k_e)^{-t} \quad (3)$$

$$V_e = \sum_1^n D_t (1+k_e)^{-t} + P_n (1+k_e)^{-n} \quad (4)$$

$$V_e = \frac{D_0 (1+g)}{k_e - g} \quad (5)$$

La (3) fa riferimento ad un flusso illimitato di dividendi  $D_t$ , attualizzati al costo opportunità del capitale proprio  $k_e$ . I dividendi rappresentano evidentemente concreti flussi monetari per gli azionisti, tuttavia la loro stima può essere altamente incerta nel lungo periodo, in quanto i dividendi distribuibili sono funzione della capacità di reddito dell'azienda. Al riguardo, la (4) limita infatti la stima dei dividendi futuri al solo periodo iniziale  $n$ , al termine del quale viene sommato un valore di uscita dall'investimento  $P_n$ , che a sua volta può essere stimato in funzione delle aspettative di un dividendo stabilizzato come nella formula (5). Quest'ultima versione del DDM ipotizza l'erogazione di un dividendo stabile sin dal tempo 0, in un contesto di crescita costante al tasso  $g$ , partendo dall'ultimo dividendo noto  $D_0$  (è evidente che  $D_0 (1+g) = D_1$ ).

Nella pratica, il DDM viene utilizzato soprattutto per la valutazione di singoli titoli azionari relativi a società gradite al mercato proprio in ragione della loro politica di distribuzione dei dividendi; raramente viene adoperato per la valutazione di aziende

o rami di azienda.

Si ricorda che l'individuazione dei flussi da trattare con il metodo DCF (nelle sue varie declinazioni, ivi incluso il DDM) richiede la disponibilità di un piano aziendale, normalmente elaborato dal *management* dell'azienda da valutare, del quale recepisce le ipotesi di base e le migliori stime. Il piano dovrebbe idealmente estendersi sino al momento della strabilizzazione dei *driver* di valore, per mezzo di proiezioni concordate sempre con il *management*. Nel concreto tale orizzonte dovrebbe anche considerare il grado di incertezza delle previsioni e gli elementi di supporto.

A prescindere dal metodo adoperato, è comunque importante tenere presente che ogni piano è basato su ipotesi e su stime specifiche, legate anche alle diverse finalità per le quali è stato redatto (incentivazione del *management*, finanziamento, programmazione degli investimenti, ecc.). Mentre le ipotesi si riferiscono a condizioni future che il piano assume, ma che potrebbero manifestarsi anche in modo diverso da come previsto (come avviene tipicamente per tutte le variabili di scenario), le stime (che sono anch'esse incerte) discendono invece da una concatenazione di situazioni e di azioni ove l'azienda svolge una parte attiva. Per quanto possibile, l'esperto dovrebbe quindi appurare se il piano contiene una volontà strategica di perseguirlo (magari formalmente assunta dall'azienda) o se invece è soltanto una previsione dei possibili risultati che l'azienda potrebbe realizzare nel futuro (fra vari possibili scenari).

I P.I.V. raccomandato poi che in sede di applicazione del metodo DCF, si presti molta attenzione alla stima del valore terminale, nella consapevolezza dell'elevato peso che questo può avere sul valore finale, specie laddove il flusso di risultato a regime risulta significativamente superiore a quello corrente. Al riguardo viene infatti evidenziato che *“la stima più appropriata dovrebbe basarsi sull'individuazione di un flusso sostenibile di lungo periodo, tenendo conto anche di un tasso di crescita coerente con i fondamentali. Il confronto con una stima basata sui moltiplicatori di mercato di società comparabili, opportunamente scelti, può peraltro consentire un utile controllo”*<sup>64</sup>.

In conclusione, laddove l'esperto abbia accesso ad un limitato numero di

<sup>64</sup> Cfr P.I.V. punto III.1.37 pag. 149.

informazioni riguardo alla formulazione del piano e/o ad altre variabili rilevanti, la letteratura scientifica, ancorchè non sconsigli *tout court* l'utilizzo di metodi basati sull'attualizzazione di flussi finanziari, ne raccomanda l'impiego con le dovute cautele<sup>65</sup>.

Riguardo alla determinazione del tasso di attualizzazione valgono le considerazioni già esposte al precedente § 2.3.2 cui si rimanda per un maggior dettaglio.

#### 4.4 Metodi reddituali

I metodi reddituali hanno la stessa matrice logica di quelli finanziari, dal momento che derivano il valore dell'azienda, in maniera sintetica, dalle prospettive reddituali della stessa.

L'applicazione più diffusa nella prassi valutativa è espressa dalla formula matematico-finanziaria relativa al valore attuale di una rendita perpetua, in cui oggetto di attualizzazione è il "reddito medio futuro atteso".

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

dove :

W = valore dell'azienda

<sup>65</sup> Sul punto richiamo (su tutte) le raccomandazioni, che personalmente condivido, esposte nei P.I.V.: "Se l'esperto non dispone di un piano di fonte aziendale e si impegna direttamente nella previsione dei possibili flussi di risultati sulla base degli elementi informativi disponibili, deve indicare con chiarezza la natura ipotetica delle elaborazioni svolte e precisare le ipotesi sulle quali queste sono basate, segnalando gli elementi di sostegno disponibili. La costruzione diretta dei flussi di risultati ai quali collegare la valutazione (con il metodo CDF o con altri procedimenti) interviene tipicamente quando l'esperto non ha accesso all'azienda, o comunque quanto dispone solo di informazioni parziali sulla gestione futura. Il primo caso riguarda tipicamente gli analisti finanziari, che, anche quando conoscono i piani sintetici ufficialmente comunicati dalle aziende. Spesso procedono a proprie elaborazioni. Il secondo caso riguarda ad esempio aziende di piccole dimensioni che non dispongono di sistemi di pianificazione o di programmazione. Le ipotesi assunte devono essere chiaramente indicate, così come gli elementi che le giustificano. Questi possono riferirsi ad aspetti di scenario oppure a variabili interne, la cui dinamica è costruita ad esempio con un procedimento di estrapolazione oppure mediante raffronti analogici. Va aggiunto che, in mancanza di elementi di presidio forniti dall'azienda, il grado di rischio da associare alle analisi è fatalmente più elevato. Un caso particolare di stima dei flussi di risultato si presenta quando l'azienda è in condizioni stabilizzate (steady state), l'esperto può allora basarsi sui risultati osservati nel recente passato sottoponendoli ad una idonea normalizzazione, come avviene tipicamente quando la stima è eseguita con il metodo reddituale. L'esigenza di un piano specifico è in tal caso superata dall'ipotesi di uniformità degli svolgimenti di gestione." Cfr P.I.V. punto III.1.27 pag. 134 e ss. .

R = reddito medio normale atteso

i = tasso di capitalizzazione

La determinazione di tali parametri è effettuata sulla base delle considerazioni già ampiamente esposte al precedente § 4.3.2 cui si rimanda per un maggior dettaglio.

Accanto alla formula  $W = R/i$  ne sono in uso altre, basate sull'attualizzazione di una rendita limitata nel tempo e del valore residuo attribuibile all'azienda al termine del periodo considerato.

#### 4.5 Metodi basati sulle transazioni comparabili

Un utile approccio di verifica a cui la prassi valutativa tende a fare sempre più sovente ricorso deduce il valore da osservazioni di mercato, basandosi su prezzi fatti nelle negoziazioni borsistiche e di quote di controllo, o comunque rilevanti, dei capitali d'impresa. Tali tecniche, pur non costituendo valutazioni analitiche basate su formule valutative razionalmente elaborate, esprimono i cosiddetti "prezzi probabili" negoziabili per una data impresa con riferimento ad esperienze omogenee e paragonabili.

La prassi valutativa ha sviluppato essenzialmente due tecniche alternative ai fini della determinazione del prezzo probabile:

- secondo l'approccio delle società comparabili, il prezzo probabile di un'azienda viene stimato prendendo come riferimento un campione di società quotate, operanti nello stesso settore, giudicate omogenee sotto il profilo sia delle caratteristiche che delle aspettative di rendimento: la tecnica di calcolo consiste nell'applicare ad un parametro di misura di *performance* dell'azienda oggetto di valutazione il moltiplicatore dato dal rapporto tra i prezzi delle società del campione e le corrispondenti misure di *performance*;
- Nel metodo di confronto diretto con i prezzi di società comparabili (*direct market data method*), si assumono invece le informazioni inerenti a compravendite e fusioni di aziende similari, che vengono elaborate attraverso l'uso di moltiplicatori.

Comune denominatore degli approcci basati su società o transazioni comparabili è dunque l'uso dei moltiplicatori di mercato.

Tra questi, il più noto e frequentemente usato, tanto da essere pubblicato giornalmente dagli organi di stampa specializzata per le società quotate nei mercati regolamentati, è il **P/E**, che usa l'utile netto come misura delle performances aziendali.

Un altro moltiplicatore assai diffuso nella pratica è il **P/CF**, nella cui formulazione il *cash-flow* è inteso nel senso più restrittivo: somma dei redditi, degli ammortamenti su beni materiali ed immateriali, degli accantonamenti a fondi rischi e per trattamento di fine rapporto. Così inteso, il flusso di cassa, risultando al netto degli oneri di natura finanziaria, deve essere interpretato come flusso di cassa a favore del capitale: è dunque uno strumento utile alla valutazione diretta del capitale di rischio (cd. *stime levered*).

Un concetto spesso sottolineato dalla pratica anglo-sassone si basa sulla constatazione che più in alto la misura di performance si colloca nel conto economico, meno essa risente delle politiche discrezionali seguite nella formazione del bilancio. In questa ottica, i moltiplicatori sugli utili lordi, quali l'**EBIT** (*earnings before interest and taxes*) e l'**EBITDA** (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation*), rappresentano rapporti che rispondono a questa esigenza, neutralizzando politiche di bilancio, politiche fiscali, strutture e politiche finanziarie. Tali moltiplicatori, proprio in quanto trascurano l'impatto degli oneri finanziari, vengono spesso utilizzati in stime *unlevered*: **EV/EBITDA**, **EV/EBIT**, dove **EV** rappresenta il valore dell'investimento complessivo, ovvero capitale più debiti. Il risultato ottenuto dall'applicazione di tali moltiplicatori è dunque l'investimento complessivo riguardante l'azienda da valutare: per ottenere il prezzo del capitale deve dunque essere dedotto l'ammontare dei debiti.

Lo strumento concettuale dei prezzi probabili ha assunto sempre più crescente importanza nelle valutazioni tese alla determinazione del valore delle aziende, certamente come metodo di controllo delle valutazioni analitiche basate sui flussi attesi o altri criteri tradizionali; significativa la considerazione datane da Kaplan e Ruback in una loro pubblicazione che ne analizza la portata rispetto al *discounted cash flow method*<sup>66</sup>: “*sebbene il metodo DCF esprima risultati attendibili almeno tanto quanto*

<sup>66</sup> Cfr. S.N. Kaplan – R.S. Ruback, *The market pricing of cash flow forecast: discounted cash flow vs. the method of*

gli approcci basati sulle comparazioni, noi troviamo che le stime basate sulle comparazioni aggiungano forza di spiegazione alle stime basate sul DCF. Di conseguenza, raccomandiamo di usare le informazioni derivanti da ambedue gli approcci nello stabilire in pratica le conclusioni valutative, laddove siano disponibili valori comparabili”.

C’è anche chi ha fatto notare comunque come “La presunta superiorità dei multipli rispetto alle «formule», legata al fatto che fanno riferimento a prezzi fatti e non a valori astratti, costituisce un falso mito quando il multiplo non esprime in nessun modo un prezzo relativo.”<sup>67</sup>

Il ricorso a tali criteri empirici di valutazione presuppone però l’esistenza di società comparabili (per dimensioni, struttura, settore di riferimento, ecc.) tra quelle di cui sono disponibili le quotazioni correnti presso i mercati regolamentati o comunque oggetto di transazioni significative in tempi recenti.

Altri aspetti critici sono:

- La razionalità dei prezzi rilevati (e dunque dei moltiplicatori costruiti sui medesimi); da questo punto di vista i multipli costruiti sulla base delle capitalizzazioni di Borsa sono notoriamente considerati molto più affidabili, derivando da dati ufficiali (Cfr., *ex multis*, P.I.V. III.1.38 pag 155);
- Le modalità di determinazione dei moltiplicatori (attraverso l’utilizzo di regressioni – per lo più lineari – purchè applicate ad un campione sufficientemente numeroso e statisticamente significativo);
- Il posizionamento dell’azienda considerata rispetto al campione prescelto; in questo senso infatti “l’esperto deve essere consapevole che non esistendo aziende sosia dell’azienda da valutare, l’apparente semplicità di tali valutazioni nasconde numerose insidie, per effetto delle quali il metodo può condurre a risultati fuorvianti in quanto estenda all’azienda oggetto di valutazione profili (di redditività, di crescita, di rischio) che essa non ha;

“comparables”, in Journal of applied corporate finance, 1996. vs. the method of “comparables”, in Journal of applied corporate finance, 1996.

<sup>67</sup> Cfr. Guatri – Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Univ. Bocconi editore, Milano, 2005 p. 442.

Ad esempio, *“un aspetto da sottolineare in tempo di crisi è che un’impresa distressed non può essere valutata, senza speciali accorgimenti, in base ai moltiplicatori di società non sottoposte a tensioni finanziarie”* (Cfr., ex multis, P.I.V. III.1.38 pag 152 e ss);

- I tempi ai quali si riferiscono le transazioni di società comparabili; normalmente si raccomanda l’uso di un orizzonte temporale ristretto, vicino alla data della valutazione; ciò non esclude comunque la possibilità, laddove non sussistano transazioni rilevanti in tempi ravvicinati, di fare uso di transazioni realizzate lungo un arco temporale più distante, però a patto che sia possibile aggiornare il *“paradigma valutativo di mercato sulla base di variabili cosiddette di momentum – ovvero variabili cicliche che consentono di cogliere la fase del contesto nella quale è avvenuta la transazione, come il livello dei tassi di interesse oppure la performance degli indici di borsa del settore di riferimento* (Cfr i già più volte citati P.I.V. III.1.38)”

Un ulteriore tema, non trascurabile, si presenta quando i diversi multipli utilizzati, come non di rado accade, conducono a risultati finali diversi tra loro se non addirittura divergenti. In questo caso andrebbe analizzata la loro *significatività*, anche in relazione ai settori e alle specifiche situazioni. Sul piano empirico ci si rimette talvolta all’esperienza e al giudizio dell’esperto. Un’altra soluzione empirica consiste nell’uso di medie/mediane/medie armoniche dei risultati derivati dai vari multipli, adoperando (sia pur raramente) anche medie ponderate in relazione alla significatività attribuita ai vari multipli. Ad ogni modo, in linea di principio i moltiplicatori più affidabili sono quelli che presentano una minore dispersione (misurata dal coefficiente di variazione standard = deviazione standard/media). Talora (quando si scelgono più moltiplicatori) è ritenuto *“utile ragionare in termini di fasce di valori, anziché di valori puntuali, ricordando che l’area di sovrapposizione delle diverse stime è individuata dal massimo dei minimi e dal minimo dei massimi”* (Cfr P.I.V. III.1.38 pag 155).

Un altro notevole problema che si impone, quando si valuta una società non quotata per mezzo di moltiplicatori desunti da società comparabili quotate, riguarda la

possibilità, se non addirittura la necessità, di applicare al risultato ottenuto uno sconto per la non negoziabilità. La ragione di ciò è evidente: le azioni di una società non quotata e priva di mercato sono molto meno “liquide” rispetto alle azioni di società quotate. Al riguardo diverse evidenze empiriche suggeriscono che lo sconto per non negoziabilità può variare dal 30% al 50% circa<sup>68</sup>.

I prezzi di mercato non di rado incorporano poi sconti o premi rispettivamente di minoranza o di maggioranza.

Da ultimo (non certo per importanza), anche nel caso dei multipli le evidenze empiriche mostrano una certa dipendenza dalla dimensione delle imprese: al ridursi della dimensione si riduce anche il valore medio del multiplo.

Al riguardo, anche i PIV affermano che *“L’esperto deve essere consapevole della diversa valenza informativa dei moltiplicatori desunti da società quotate comparabili o da transazioni comparabili. Deve tenere presente l’influenza esercitata nel primo caso dalla liquidità dei titoli e nel secondo caso dai premi per il controllo o dagli sconti per mancanza di liquidità. In particolare va ricordato che normalmente una valutazione comparativa tratta dal mondo delle società quotate non può essere adeguata a valutare un’azienda non quotata (pur comparabile) senza adeguati correttivi.”*<sup>69</sup>

#### 4.6 Scelta dei criteri e delle metodologie di valutazione

Oggetto della presente stima è il ramo d’azienda acquisito all’attivo della Liquidazione Giudiziale di Bipres S.p.A., come meglio descritto al precedente § 2.

Come ampiamente illustrato al precedente § 3, nel caso di valutazioni ai fini della vendita secondo le procedure competitive previste dall’art. 216 del Codice della Crisi, l’esperto deve esprimere due valori: il valore fondamentale (aggiustato per

<sup>68</sup> Guatri – Bini in *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Univ. Bocconi editore, Milano, 2005 pag 613, considerano ragionevoli ordini di grandezza del 30%-40% - Secondo G. Zanda – M. Lacchini – T. Onesti, in *La valutazione delle aziende*, Iv ed, G. Giappichelli Editore, Torino, 2001, pag 491, le evidenze empiriche consentono di individuare un range di variazione dello sconto per mancanza di mercato compreso tra il 40% e il 46% - Sulla evidenze empiriche circa l’esistenza dello sconto per mancanza di mercato cfr Radoslaw Pastusiak, Jakub Keller and Michał Radke in *Marketability Discount, Various Economic Environments. Comparison of Developed and Emerging Markets on the Example of the USA and Poland*, Journal of Risk and Financial Management, 20 June 2020, che ha quantomeno il pregio di illustrare i risultati di circa 20 studi che coprono diverse centinaia di transazioni dalla fine degli anni '60 al 2013.

<sup>69</sup> Cfr P.I.V. n. III.1.40

considerare i vincoli imposti all'acquirente, l'assenza di garanzie, i rischi connessi alle passività potenziali, ecc.) ed il valore di riserva (che giova ricordare non esprime il risultato obiettivo dell'asta, ma un prezzo ragionevolmente conveniente così da permettere anche ai partecipanti che possono ritenere di avere meno probabilità di successo di parteciparvi). Poiché quest'ultimo è ricavato dal primo, occorre partire dal valore fondamentale che è necessariamente il valore intrinseco: *"...(chiamato frequentemente anche valore economico del capitale nel caso delle aziende), frutto dell'analisi fondamentale poiché pur tenendo presenti gli indicatori di mercato per la quantificazione degli input (in particolare del tasso di attualizzazione), richiede la stima dei benefici economici (dei flussi di risultati e della consistenza patrimoniale nel caso delle aziende) e l'apprezzamento del quadro di rischio ad essi associato..."*

Ciò detto, la dottrina prevalente è orientata verso l'assunto secondo il quale una valutazione basata solo su un criterio patrimoniale appare non sufficiente ad esprimere il valore di un'azienda che, per la sua specifica attività, garantisce di fatto un'esperienza accumulata nel settore ed un'attitudine a produrre reddito che potrebbe rappresentare in determinate circostanze un valore aggiunto a quello dei beni. Si tratta di un'impostazione con la quale la sottoscritta concorda soprattutto ove, come nel caso di specie, ci si trovi di fronte alla necessità di fornire una valutazione effettiva del capitale sociale di una o più società. Infatti, in assenza di un metodo di valutazione che possa essere, in via astratta, considerato il "metodo ottimo", la scelta della tecnica da utilizzare ai fini della stima del valore dipende dalla finalità sottesa alla valutazione, dalla qualità e quantità delle informazioni e dei dati disponibili e, infine, dalle caratteristiche dell'azienda o del bene stimati.

Nel caso specifico che qui ci occupa, l'esperto è dunque chiamato ad *"esprimere due valori: il valore fondamentale (aggiustato per considerare i vincoli imposti all'acquirente, l'assenza di garanzie, i rischi connessi alle passività potenziali, ecc.) ed il valore di riserva. Poiché quest'ultimo è ricavato dal primo, occorre partire*

dal valore fondamentale.”

Chiarito ciò, si tratta di individuare i criteri che consentano di raggiungere l'obiettivo prefissato.

Il quesito che immediatamente si pone riguarda la necessità o meno di tenere conto dell'eventuale avviamento dell'azienda sociale oggetto di valutazione; se si considera la già rammentata esigenza di individuare *in primis* il “valore fondamentale” (chiamato anche “valore intrinseco”), la risposta non può che essere di segno positivo.

Se ne deduce che in questo caso la scelta non potrà che cadere su uno dei metodi di valutazione c.d. assoluti <sup>70</sup>.

C'è da dire poi che, sebbene in letteratura si trovi di frequente la raccomandazione di privilegiare l'impiego di più metodologie valutative, o quantomeno l'impiego accanto al metodo “principale” di un metodo c.d. di controllo, non deve in realtà attribuirsi troppa importanza al fatto che possa essere impiegato anche un solo metodo società, giacché è stato detto anche che “*l'ingiustificato ricorso ad un ampio spettro di metodologie spesso appare tuttavia solo un modo di sfuggire alla responsabilità di comporre una scelta ragionata, idonea a riflettere le peculiarità del caso in esame*” <sup>71</sup>.

L'esperto è tenuto ad esplicitare i criteri prescelti e ad offrirne una convincente motivazione. Ove non si disponga di proiezioni reddituali elaborate dalla società si dovrebbe far uso esclusivamente di metodologie valutative che prescindano dalla analitica proiezione dei risultati futuri come pure di metodi di mercato basati sulla diretta osservazione dei prezzi; mentre i metodi basati sui flussi sono accettabili, in via generale, ove si possa elaborarne i risultati sulla base dei piani aziendali.

Come ampiamente illustrato al precedente § 3, nel caso di valutazioni ai fini della vendita secondo le procedure competitive previste dall'art. 216 del Codice della

<sup>70</sup> Sono così denominate tutte le metodologie, eccezion fatta per quelle basate sulle transazioni comparabili, descritte in questo capitolo.

<sup>71</sup> Cfr L. Guatri- M. Bini.

Crisi, l'esperto deve esprimere due valori già ampiamente descritti: il valore fondamentale ed il valore di riserva. Poiché quest'ultimo è ricavato dal primo, occorre partire dal valore fondamentale che è necessariamente il valore intrinseco: “...*(chiamato frequentemente anche valore economico del capitale nel caso delle aziende), frutto dell'analisi fondamentale poiché pur tenendo presenti gli indicatori di mercato per la quantificazione degli input (in particolare del tasso di attualizzazione), richiede la stima dei benefici economici (dei flussi di risultati e della consistenza patrimoniale nel caso delle aziende) e l'apprezzamento del quadro di rischio ad essi associato...*”

In generale, la valutazione di aziende o di rami d'aziende in situazione di crisi si presenta particolarmente complessa, in quanto devono trovare soluzione alcune tipiche problematiche di difficile apprezzamento, ovvero: a) impossibilità di utilizzare dati reddituali e patrimoniali storici, in quanto rappresentativi di una situazione passata non più in essere e difficilmente replicabile; b) impossibilità di usare dati reddituali attuali, ragionevolmente negativi, poiché il valore risultante sarebbe probabilmente pari o inferiore a zero; c) impossibilità di utilizzare i dati patrimoniali attuali, anche eventualmente svalutati, in quanto il valore degli asset è funzione del loro utilizzo futuro ma la continuità aziendale è incerta; d) impossibilità parimenti di utilizzare i flussi finanziari prospettici, poiché spesso mancano piani industriali aggiornati alla situazione in essere; e) difficoltà nello stimare gli investimenti necessari per la riconversione del business, degli assetti organizzativi e degli altri elementi da ottimizzare, in quanto funzione anche della finanza di cui si potrà disporre. Pertanto, le metodiche di valutazione previste dai PIV nei tre classici approcci di mercato, dei risultati attesi e del costo, che sono validi in situazioni di normale *going concern*, sono difficilmente utilizzabili in situazioni di *distress* se non attraverso forzature, aggiustamenti e semplificazioni.

Da un punto di vista strettamente scientifico, il miglior metodo di valutazione di

un'azienda in crisi consisterebbe sempre nell'attualizzare i flussi di cassa attesi ad un tasso che prenda correttamente in considerazione il rischio derivante dal risanamento, in un'ottica *stand alone* che prescindendo dalle interazioni e dalle sinergie derivanti dalla possibile acquisizione da parte di un terzo. Ovviamente nella pratica tali dati sono spesso di difficilissima estrazione e dunque non risulta possibile determinare correttamente né valori di mercato, né valori di smobilizzo.

Nella fattispecie in esame, dunque, non si possono che utilizzare gli unici dati a disposizione che sono purtroppo limitati ai bilanci storici ed alle situazioni patrimoniali: peraltro, l'ultimo bilancio approvato dall'assemblea è quello dell'esercizio chiuso al 31/12/2024, mentre il bilancio dell'esercizio 2025 non era stato ancora depositato alla data di apertura della liquidazione giudiziale e pertanto si dispone unicamente di una situazione contabile completa comunque delle scritture di rettifica.

Quanto al 2026 esso risulta poco significativo ai fini della valutazione in quanto l'attività dal 1/1 al 20/3 è stata svolta in piena crisi aziendale mentre era in corso un tentativo di risanamento con utilizzo dello strumento della composizione negoziata, e dalla data di apertura della liquidazione giudiziale la Curatela sta portando avanti un faticoso esercizio provvisorio in un contesto conflittuale.

Va precisato che la ricostruzione dei dati storici necessari a determinare il reddito medio prospettico è risultata particolarmente difficoltosa poiché solo uno dei rami produttivi è oggetto della presente valutazione, **ma i bilanci storici contengono parametri reddituali e patrimoniali riferiti all'intera società senza una contabilità separata per stabilimento.**

Nel caso di specie, la scelta del metodo ha tenuto conto di numerosi fattori:

- ✓ Le caratteristiche intrinseche ed estrinseche dell'Azienda nonché la peculiarità della stima riferita ad un solo ramo produttivo che ha richiesto assunti e valutazioni specifiche che saranno specificate nel prosieguo;

- ✓ L'indisponibilità di un piano economico finanziario, sulla base del quale poter fare proiezioni riguardo ai flussi finanziari attesi;
- ✓ La limitatezza della base informativa, considerata l'assenza di una pianificazione formalizzata, con la conseguenza di poter utilizzare i soli dati storici.

Per le suddette ragioni, ed alla luce di tutte le considerazioni fin ora svolte, tenuto conto delle caratteristiche intrinseche ed estrinseche dell'Azienda oggetto di valutazione, delle finalità della stima nonché della qualità e quantità dei dati a disposizione, la sottoscritta ha ritenuto di fondare la propria valutazione sull'impiego di un solo metodo di valutazione, appartenente alla famiglia dei metodi "assoluti", ed in particolare sull'impiego di un cosiddetto metodo misto patrimoniale-reddituale, nella formulazione del metodo patrimoniale e stima autonoma dell'avviamento (*goodwill/ badwill*)

La sottoscritta ha utilizzato la c.d. "finanziaria", secondo la formula più diffusa nella pratica professionale<sup>72</sup>:

C'è da dire, inoltre, che la formula in questione è stata opportunamente adattata al caso che qui ci occupa, in modo da tener conto del peculiare perimetro del compendio aziendale oggetto di valutazione: visto e considerato che dal perimetro aziendale sono esclusi i debiti e i crediti (circostanza che ci costringerà a riconsiderare in modo opportuno i parametri D e C<sub>0</sub>, come meglio illustrato nel prosieguo).

E' indubbio poi che in condizioni ordinarie dovrebbe esistere una adeguata coerenza tra i dati assunti per il calcolo del valore e la redditività attuale e prospettica dell'azienda. Si è detto che ciò rende particolarmente difficoltoso il procedimento di stima, in assenza di qualsiasi piano industriale ed economico-finanziario elaborato dall'imprenditore: laddove si sia reso necessario la scrivente ha necessariamente dovuto elaborare personalmente (con le dovute cautele) i dati prospettici posti alla base

<sup>72</sup> Opportunamente adeguato in funzione delle caratteristiche dell'entità oggetto di valutazione, come meglio illustrato nel successivo § 5

della valutazione. In quest'ultimo caso, attraverso una rielaborazione prospettica dei dati contabili storici e/o facendo affidamento su stime opportunamente predisposte da terzi esperti indipendenti, ove disponibili, considerate le potenzialità aziendali e l'evoluzione del mercato, ho comunque costruito una ragionevole e prudentiale elaborazione di proiezioni sui possibili flussi attesi da utilizzare nel metodo di stima.

In condizioni ordinarie sarebbe preferibile evitare questo genere di approccio, giacché l'esperto non dovrebbe elaborare in proprio le previsioni poste alla base della stima; nondimeno, nel caso di specie, tale percorso valutativo si è rivelato l'unico percorribile.

In conclusione, alla luce delle finalità specifiche della presente perizia, e delle informazioni effettivamente disponibili, il metodo di valutazione prescelto è stato ritenuto quello più idoneo ad esprimere il *fair value* di quanto oggetto della valutazione.

## 5 La valutazione

### 5.1 Assunzioni fondamentali alla base della scelta dei criteri di valutazione

#### 5.1.1 Prospettiva della valutazione: ottica di prosecuzione della gestione («going concern»).

Come noto ai fini della valutazione di un complesso aziendale o di beni intangibili inseriti in un'organizzazione aziendale è indispensabile stabilire preliminarmente se il valutatore opererà in un'ottica di prosecuzione della gestione («going concern») oppure in condizioni di liquidazione. La necessità di esplicitare il presupposto della valutazione dipende dal fatto che una «entità aziendale» (e con essa ogni elemento del suo attivo) assume un diverso valore se stimata nella prospettiva della continuazione dell'attività in futuro oppure nella prospettiva della cessazione dell'attività con il realizzo, in modo atomistico, dei singoli beni che la compongono («liquidazione»). Nel primo caso, infatti, oggetto della valutazione è il complesso

professionalmente organizzato di risorse (beni) e processi (operazioni) volto al conseguimento di benefici economici futuri; nel secondo caso, oggetto della stima sono i singoli beni atomisticamente considerati, al netto degli oneri, diretti e indiretti, sottesi al processo di liquidazione dell'entità aziendale.

Va precisato che la prospettiva del *going concern*, in quanto riferita a una "entità aziendale" – entità che non necessariamente coincide con il soggetto giuridico al quale l'*asset* oggetto di valutazione appartiene – può essere assunta, a fini valutativi, anche nell'ipotesi in cui oggetto di stima sia un singolo *asset*, qualora il valore di detto *asset*, secondo il metodo valutativo prescelto, dipenda in modo significativo dalla presenza (o dall'assenza) di tale prospettiva.

La prospettiva della continuazione dell'attività è un presupposto della valutazione, ma non è compito del valutatore – salvo che ciò sia espressamente richiesto da una norma o da un principio contabile – accertare l'applicabilità, in concreto, di tale presupposto<sup>73</sup>. Conseguentemente, l'adozione del presupposto indicato non può essere intesa come una garanzia circa il fatto che l'entità aziendale che detiene l'*asset* oggetto di valutazione sarà in grado di continuare a svolgere la propria attività, in un prevedibile futuro, senza che vi sia né l'intenzione né la necessità di metterla in liquidazione o di cessare l'attività (e viceversa, laddove si reputi di non poter adottare il presupposto della continuità – rilevata l'assenza di *going concern* – prediligendo al contrario l'approccio valutativo in condizioni di liquidazione).

Ciò detto la presente valutazione è stata predisposta nella prospettiva del *going concern* (riferito ovviamente al Ramo d'Azienda).

### **5.1.2 Unità di valutazione: il compendio patrimoniale/aziendale Bipres (Portico).**

L'unità di valutazione è normalmente definita dalla finalità della stima o dalla configurazione di valore ricercata. A volte tuttavia è l'esperto a definire l'unità di

<sup>73</sup> Se non nei limiti di una valutazione del grado di rischio dell'azienda funzionale alla quantificazione dei parametri da utilizzare in alcuni criteri e metodologie di valutazione. Mi riferisco in particolare al saggio di redditività normale (i) ed al tasso di attualizzazione (i') in merito ai quali ho ampiamente detto al precedente § 4.2, cui rimando per un maggior dettaglio.

valutazione. In tutti i casi è opportuno che l'esperto espliciti l'unità di valutazione utilizzata e i motivi della scelta compiuta. Nel caso di specie, come si è meglio precisato sopra, l'unità di valutazione è costituita dal compendio aziendale come meglio identificato al § 2.1.

### **5.1.3 Data di riferimento della valutazione.**

La sottoscritta ha predisposto la presente valutazione sulla base dei dati ed informazioni disponibili al 31 maggio 2026. Dall'esame dei documenti visionati, fatte salve le premesse di cui al precedente § 1.6 "I documenti esaminati", non sono emersi comunque elementi, né ad oggi risulta e/o sono stati posti all'attenzione della scrivente, fatti di rilievo, verificatisi tra la data di riferimento e la stesura del presente elaborato, tali da influire in misura apprezzabile sulla valutazione.

### **5.1.4 Migliore destinazione d'uso**

Talora nella prassi si fa riferimento alla migliore destinazione d'uso di un'attività non finanziaria, nella prospettiva degli operatori partecipanti al mercato. Tale ipotesi si tradurrebbe, nel caso in esame, nella valutazione da operare nella prospettiva di un possibile terzo acquirente che possa ottimizzare lo sfruttamento economico del complesso aziendale (*rectius* patrimoniale) al fine di massimizzare i proventi derivanti dall'uso dell'*asset* o degli *assets* oggetto di valutazione.

Per ovvie ragioni legate alla impossibilità di prevedere il futuro utilizzo da parte di altri operatori del compendio aziendale e/o patrimoniale e/o delle partecipazioni oggetto di stima, come pure alla finalità della stima, si è fatto riferimento alla situazione «*as is*» e non alla prospettiva del possibile miglior utilizzo.

### **5.1.5 Valore sinergico**

Il valore sinergico è il valore che uno specifico soggetto o un partecipante al mercato è in grado di aggiungere ad un'attività per effetto di un uso congiunto con

altre attività.

Nel caso che qui ci occupa, considerato il criterio di valutazione adottato, esso è di fatto assorbito dalla stima del valore intrinseco.

#### 5.1.6 Costi di negoziazione

I costi di negoziazione (detti frequentemente “di transazione”) sono i costi diretti incrementali, ivi comprese imposte e tasse, che venditore e/o acquirente sopportano nel trasferimento di un bene, di un gruppo di beni o di un’entità aziendale.

Le configurazioni di valore in generale non debbono considerare i costi di transazione; nel caso di specie nessun onere è stato computato nel probabile valore dell’asset o degli assets oggetto di valutazione.

#### 5.1.7 Fiscalità

In ragione dell’approccio valutativo adottato, delle condizioni e delle prospettive economiche dell’Azienda, non è stato necessario tener conto del potenziale carico fiscale connesso con rettifiche di valutazione degli elementi attivi e passivi (questi ultimi peraltro esclusi dall perimetro di valutazione).

### 5.2 Criteri di valutazione

Sulla base di quanto specificato in precedenza al § 4.6 “La scelta dei criteri e delle metodologie di valutazione” ed al § 5.1 “Assunzioni fondamentali alla base della scelta dei criteri di valutazione”, di seguito viene sinteticamente indicata la descrizione dei criteri di valutazione e il valore delle attività e delle passività oggetto di stima.

Quanto alla valutazione dei singoli elementi la sottoscritta ha adottato i criteri di cui ai seguenti punti.

#### 5.2.1 Immobilizzazioni materiali: immobili

La voce in commento è rappresentata dal compendio immobiliare sito in Portico e San Benedetto in via Tosco Romagnola n. 45-47-49 costituito da capannone artigianale e servizi annessi oltre a fabbricato ad uso magazzino staccato con soprastante impianto fotovoltaico a tetto, manufatti secondari e terreni catastalmente identificato al catasto fabbricati al foglio 26, particella 506 sub 2, sub 5, sub 6, sub 8 (ex sub 4) sub 9 (ex sub 7) e particella 503; al catasto terreni al foglio 26 particelle 506 e 568 il tutto meglio descritto nella perizia redatta dal Geom. Giampiero Galassi, alla quale si rimanda per un maggior dettaglio.

Il valore di stima attribuito dal Geom. Galassi al compendio immobiliare sopra descritto è pari ad euro 520.000 (cinquecentoventimila/00);

In merito a tali valutazioni la sottoscritta non assume alcuna responsabilità sui dati forniti poiché espressi da altri esperti estimatori.

### **5.2.2 Arredi, macchinari e attrezzature, autoveicoli**

La voce in commento è rappresentata tutti i beni materiali già utilizzati nel Ramo d'Azienda di Portico ossia gli arredi, scaffalature, macchine da ufficio, attrezzature, impianti, macchinari, muletti, mezzi di sollevamento, autoveicoli dettagliatamente descritti sotto la voce "Beni mobili presso l'immobile sito in Portico San Benedetto" nella Perizia dei beni mobili redatta dal Geom. Giampiero Galsassi, alla quale si rimanda per un maggior dettaglio. Per la stima degli *assets* in questione, la scrivente ha quindi fatto riferimento al valore ad essi attribuito dal Geom. Galassi pari ad euro 803.786,80 in ipotesi di continuità.

Ad ogni modo, come minuziosamente illustrato nel lavoro del Geom. Galassi, cui si rimanda per un maggior dettaglio, la determinazione dei valori di stima è stata svolta utilizzando il metodo comparativo con beni simili, effettuando ricerche presso operatori del settore tenuto conto altresì del deperimento fisico e dell'obsolescenza funzionale.

### **5.2.3 Stima autonoma dell'avviamento**

Determinato il valore della componente patrimoniale è ora necessario definire

gli altri parametri della formula e verificare l'esistenza o meno di un eventuale sovrareddito.

A questo scopo occorre quindi delineare preliminarmente le caratteristiche di BIPRES (ad es. per dimensione e struttura) nonché il più generale contesto evolutivo del mercato in cui opera e cercare di dedurre, di conseguenza, i suoi eventuali punti di forza e di debolezza.

Come già accennato in precedenza, il Ramo d'azienda oggetto di valutazione va inquadrato nel mercato della meccanica, più precisamente nel segmento delle lavorazioni c/terzi di assemblaggio, tornitura, carpenteria metallica. Si tratta di un mercato che ha attraversato nel 2024 una profonda crisi con debolissimi segnali di ripresa nel 2025 solo in alcuni comparti, come evidenziato nell'indagine congiunturale condotta da Federmeccanica<sup>74</sup>. L'indagine pone in evidenza dinamiche produttive disomogenee nei diversi comparti, dovute a una elevata eterogeneità del settore metalmeccanico/meccatronico. Sul fronte del rapporto MOL/Fatturato si è riscontrato una diminuzione nel 42% delle aziende esaminate e una stabilità nel 32% dei casi.

Il timore principale delle aziende è l'incremento dei costi di approvvigionamento e dell'energia dovuto all'incertezza generata dal contesto internazionale interessato da due conflitti.

Sempre con riferimento alla congiuntura è interessante l'analisi dell'Ufficio studi di Anima Confindustria riferita al secondo semestre 2025. Il sondaggio di Anima Confindustria evidenzia una riduzione del fatturato superiore al 5% rispetto al 2024 e una riduzione superiore al 5% della marginalità del campione intervistato.

Ed ancora lo studio di Confindustria Emilia Area Centro che nella 4° edizione di "Osservatori di Filiera- La Filiera Macchine" di febbraio 2026, esamina l'andamento delle aziende negli anni 2022-2023-2024, con riferimento ad indicatori quali il rapporto Ebitda/Fatturato e Utile/Fatturato, il numero dei dipendenti ecc. Tali

<sup>74</sup> 175^ indagine congiunturale dell'industria metalmeccanica italiana (Federmeccanica).

indicatori mostrano tutti un peggioramento nel 2024, con valori medi del triennio 2022-2024 del rapporto Ebitda/Fatturato per le aziende dell'Emilia Romagna nel range tra il 9,4% e il 10,40%

In questo contesto già di per sé problematico si colloca la Bipres con le sue ulteriori fragilità dovute ad una persistente crisi che ha visto una perdita del fatturato del 21,20% nel 2024 rispetto al 2023 e del 26,95% nel 2025 rispetto al 2024. Il 2025 è stato senz'altro l'anno *horribilis* per la Bipres come si evince dai dati del bilancio raffrontati ai due esercizi precedenti che si riportano:

	2023	2024	2025*
Ricavi delle vendite	11.338.749	8.934.938	6.526.726
Variazione delle rimanenze semilavorati e prodotti finiti	3.645	216.771	- 420.856
Contributi in c/esercizio	141.143	8.857	
Affitti		45.143	45.550
Altri	101.865	309.246	
<b>Valore della produzione</b>	<b>11.585.402</b>	<b>9.514.955</b>	<b>6.151.419</b>
Acquisti materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	4.790.474	3.522.390	2.149.180
Spese per servizi	1.860.228	1.779.262	1.248.449
Spese per godimento beni di terzi	196.689	177.143	136.508
Spese per il personale	2.956.348	2.687.538	2.388.624
Oneri diversi di gestione	96.860	122.051	122.896
Variazione delle rimanenze materie prime, suss..	554.983	537.943	- 153.883
<b>Costi per la produzione</b>	<b>10.455.582</b>	<b>8.826.327</b>	<b>5.891.774</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1.129.820</b>	<b>688.628</b>	<b>259.645</b>
Ammortamenti immob. Immateriali	26.187	29.591	28.391
Ammortamenti immob. Materiali	519.294	232.367	401.953
<b>EBIT</b>	<b>584.339</b>	<b>426.670</b>	<b>- 170.699</b>
Oneri finanziari	314.342	367.794	- 110.643
Oneri straordinari			20.545
<i>Risultato ante imposte</i>	<i>269.997</i>	<i>58.876</i>	<i>- 260.796</i>
Imposte	65.000	14.420	36.834
<b>Utile/perdita di esercizio</b>	<b>204.997</b>	<b>44.456</b>	<b>- 297.630</b>

\*i dati sono desunti dalla situazione contabile in mancanza di bilancio CEE

INDICATORI DI BILANCIO

ROI	5,19	4,36	- 2,84
ROE	7,66	1,63	- 10,94
ROS	5,15	4,78	- 2,62
EBITDA/Fatturato	9,96	7,71	3,98

I dati della superiore tabella mostrano l'andamento negativo economico del 2025 con un crollo del fatturato e risultati negativi anche in termini di EBIT in parte attribuibili al ritardo dell'assetto organizzativo aziendale nel reagire agli effetti della contrazione del fatturato e della marginalità operativa.

La maggior parte della clientela si è rivolta a fornitori concorrenti ed oggi il ramo d'azienda di Portico è di fatto un'attività con un unico importante cliente che da solo rappresenta il 93% del fatturato 2025 delle lavorazioni di Portico. Condizione questa che rende l'azienda vulnerabile e rischiosa.

I dati sopra riportati riguardano l'intera società Bipres e pertanto includono i risultati economici dei due rami produttivi di Portico e di Rocca.

E' stato pertanto necessario un complesso lavoro di analisi per giungere alla determinazione dei componenti economici del ramo produttivo di Portico. Tale operazione, come già detto e qui si vuole ribadire, è stata resa particolarmente difficoltosa dalla mancanza di una contabilità analitica. La sottoscritta ritiene pertanto opportuno e necessario per i fruitori del presente lavoro di stima, elencare i criteri adottati per la stesura delle situazioni economiche del ramo di Portico per gli esercizi 2023-2024-2025 ai fini della determinazione del reddito medio prospettico (R ).

- I ricavi sono stati desunti analiticamente mediante individuazione dei clienti per i quali sono eseguite le lavorazioni di Portico;
- I costi che nelle situazioni contabili sono specificatamente riferiti allo stabilimento di Portico sono stati interamente considerati nel ramo (es. energia elettrica; gas; acqua, canoni leasing di attrezzature impiegate a Portico ecc.);
- I costi di acquisto delle materie prime, sussidiarie, semilavorati e rimanenze sono stati considerati nelle percentuali indicate dalla Curatela, dal delegato all'esercizio provvisorio e dal responsabile di produzione come segue:  
Rimanenze materie prime e semilavorati 90%; Acquisti Lamiera e Ferro 11,61%; Semilavorati c/acquisti 84,50%; Lavorazione stampi a rimborso 0%;

Costruzione e manutenzione stampi 0,7%;

- Il costo del lavoro è riferito ai soli lavoratori dello stabilimento di Portico e a quelli della carpenteria secondo i dati aziendali a disposizione della Curatela;
- I costi di manutenzione dei beni in leasing sono stati attribuiti in proporzione al costo dei beni in leasing a Portico;
- Sono stati elisi i costi commerciali relative a consulenze infragruppo non coerenti e in ottica di normalizzazione del reddito atteso;
- Gli ammortamenti (anche dell'immobile) sono stati calcolati al tasso medio del settore e/o dei concorrenti e calcolati sul valore di stima del Geom Galassi, in quanto tale sarà il valore *degli assets* dell'azienda ceduta;
- Il costo della manutenzione dei beni propri è stato attribuito in proporzione al costo storico dei beni di Portico sul totale cespiti (Portico +Rocca);
- Tutti gli altri costi per i quali non è stato possibile individuare un criterio diretto, è stato utilizzato il criterio proporzionale al fatturato del ramo rispetto al totale fatturato di Bipres;
- La sottoscritta ha depurato il risultato sia di componenti straordinarie sia della componente finanziaria. Tale parametro costituisce il migliore indicatore di reddito poiché depurato dalle scelte finanziarie dell'imprenditore (indebitamento proprio o di terzi) e dalle partite straordinarie;
- L'imposizione fiscale è stata considerata al tasso del 27,90%, pari alla somma delle aliquote Ires e Irap, dell'utile ante imposte (in linea anche con il tasso medio risultante dallo studio di Mediobanca pari a 25,50%).

La sottoscritta precisa inoltre che nella stima del reddito medio prospettico ha tenuto conto anche del 2025, esercizio in cui i ricavi del ramo d'azienda si sono particolarmente ridotti, mantenendo la struttura dei costi di Bipres, e ciò al fine di considerare parte del rischio dell'investimento, già nella stima di R. Ciò in considerazione della necessità di dover recuperare la clientela perduta e di dover effettuare interventi sulla struttura dei costi non sempre realizzabile in tempi brevi

soprattutto con riferimento alla rimodulazione dei costi fissi.

Si riportano di seguito i dati economici del ramo d'azienda con le precisazioni

sopra indicate:

	2023	2024	2025
Ricavi ramo Portico	6.683.658,39	4.317.867,78	3.539.330,23
Variazione rimanenze	3.280,50	195.093,90	-378.770,40
<b>RICAVI</b>	<b>6.686.938,89</b>	<b>4.512.961,68</b>	<b>3.160.559,83</b>
Acquisti materie lamiera e ferro	122.458,80	112.526,70	59.909,24
Acquisti altre materie prime	290.339,56	175.741,69	112.111,06
Acquisti materie sussidiarie	324.429,36	183.427,35	161.851,30
Acquisti semilavorati	2.016.142,37	1.304.550,15	810.082,69
Materiali di consumo	140.362,64	84.335,81	61.468,24
Variazione rimanenze materie prime	499.484,70	484.148,70	-138.494,70
<b>Acquisti materie</b>	<b>3.393.217,42</b>	<b>2.344.730,40</b>	<b>1.066.927,82</b>
Trasporti	160.519,38	145.990,02	122.022,28
Trattamenti esterni	99.882,50	67.676,97	53.289,40
Energia elettrica	76.754,86	64.671,06	59.442,85
Gas	8.438,13	7.935,43	9.634,70
Acqua	314,33	197,59	250,16
Telefono	3.023,33	2.604,04	2.519,27
Manutenzioni beni in leasing	10.271,98	13.455,49	-
Manutenzioni beni propri	42.932,72	54.396,04	44.466,77
Costruzione e manutenzione stampi	1.778,05	2.043,32	966,28
Assicurazioni	24.604,26	24.781,36	26.941,72
Consulente amm.ve fiscali e industriali	170.239,60	140.768,44	108.035,96
Altre spese per servizi	11.334,69	12.664,46	8.986,88
Smaltimento rifiuti	4.713,79	4.416,81	585,64
<b>Acquisti servizi</b>	<b>614.807,63</b>	<b>541.601,03</b>	<b>437.141,93</b>
Noleggi attrezzature	13.349,00	13.276,60	7.205,40
Leasing Carroponte	11.231,53	11.262,30	11.213,53
Leasing camera metrologica e foratrice	39.524,88	27.621,91	15.698,22
Leasing muletti	14.725,91	12.118,49	6.489,13
Leasing scaffalature	10.103,75	10.111,19	9.689,75
<b>Spese godimento beni di terzi</b>	<b>88.935,07</b>	<b>74.390,49</b>	<b>50.296,03</b>
Costo del personale lavorazioni meccaniche	925.548,82	925.548,82	925.548,82
costo del personale carpenteria	478.843,00	478.843,00	478.843,00
<b>Costo del personale</b>	<b>1.404.391,82</b>	<b>1.404.391,82</b>	<b>1.404.391,82</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1.185.586,95</b>	<b>147.847,94</b>	<b>201.802,23</b>

Amm.ti beni immateriali	13.932,79	13.381,73	13.970,67
Ammortamento fabbricato	15.600,00	15.600,00	15.600,00
Ammortamento macchinari e attr. Ed altri	48.227,21	47.262,66	38.019,12
<b>AMMORTAMENTI</b>	<b>77.760,00</b>	<b>76.244,40</b>	<b>67.589,78</b>
IMU e tasse comunali Portico	15.109,77	15.109,77	15.416,00
Altri oneri diversi di gestione	27.470,37	32.989,57	26.013,70
<b>EBIT</b>	<b>1.065.246,81</b>	<b>23.504,21</b>	<b>92.782,74</b>
Imposte	297.203,86	6.557,67	25.886,39
<b>UTILE NETTO</b>	<b>768.042,95</b>	<b>16.946,53</b>	<b>66.896,36</b>

**Il reddito medio prospettico si determina pertanto in euro 283.961,95.**

La sottoscritta al fine di meglio delineare le caratteristiche del Ramo d’Azienda ha ritenuto opportuno anche verificare la redditività di aziende similari e concorrenti per effettuare un confronto rispetto ai diretti *competitors* di Bipres

In una prima fase la sottoscritta ha verificato il numero di aziende iscritte al Registro delle Imprese su territorio nazionale per codice ateco similari ma il risultato ha individuato una quantità di aziende eccessivamente numerosa. Il settore della meccanica è inoltre particolarmente eterogeneo anche per la tipologia specifica delle differenti produzioni e pertanto il criterio del codice ateco è risultato poco utile all’indagine.

La sottoscritta ha quindi selezionato le imprese del medesimo settore più simili per forma societaria (società di capitali), mercato di sbocco, numero di dipendenti e tipologia merceologica e dirette concorrenti di Bipres, indicate dal personale dipendente con ruoli apicali all’interno dell’azienda. A tale fine ha estratto dal Registro Imprese i bilanci del 2023-2024-2025 delle seguenti aziende concorrenti (purtroppo il 2025 è disponibile solo per una di esse poiché le altre non hanno ancora provveduto al deposito).

- AMC S.r.l. con sede a Casalfiumanese (BO);
- Effeti S.r.l. con sede a Fontanelice (BO);
- Elettromeccanica Misileo S.r.l. con sede a Palazzuolo sul Senio (FI);

La sottoscritta ha quindi esaminato i bilanci delle società in questione relativi agli esercizi chiusi al 31/12 degli anni 2023-2024-2025 (per l'unica disponibile) ed ha estrapolato i dati relativi ai Ricavi, EBITDA ed Utile/Perdita. L'analisi è stata volutamente limitata agli ultimi anni per tener conto della contingente situazione di Bipres e del mercato della meccanica.

Per ciascuna società del campione ha dunque calcolato alcuni dei principali indicatori ricavandone i valori mediani (EBITDA/Fatturato; EBIT; incidenza costo del lavoro sul fatturato, ROI, ROS, ROE come da seguente tabella:

*(Valori in unità di euro)*

INDICATORE	VALORI MEDIANI		
	2025*	2024	2023
RICAVI	6.420.709	6.704.619	6.101.948
UTILE (PERDITA) DI ESERCIZIO	323.359	294.322	279.269
EBITDA	863.428	954.871	901.792
IMPOSTE/UTILE**	3,86%	31,24%	6,10% -25,49%
EBIT	393.674	383.272	327.586
EBITDA/FATTURATO	13,45%	14,24%	14,78%
ROS	6,13%	5,72%	5,37%
ROI	4,46%	4,06%	3,62%
ROE	7,10%	6,96%	9,21%

\*il 2025 è poco rappresentativo in mancanza dei bilanci dei concorrenti fatta eccezione per uno

\*\*i valori mediani del 2023 appaiono non coerenti poiché una delle società campione ha iscritto imposte anticipate che azzerano l'imposizione fiascale. Il secondo valore è riferito alle media del settore ricavata dallo Studio di Mediobanca "Le imprese industriali italiane 2014-2023" per il settore Meccanico aziende Nord-Ovest

Nelle seguenti tabelle sono posti a confronto i dati del campione delle società concorrenti con quelli calcolati per Bipres:

INDICATORE	VALORI MEDIANI		
	2025*	2024	2023

RICAVI MEDIANI	6.420.709	6.704.619	6.101.948
RICAVI BIPRES	3.539.330	4.317.868	6.683.658
UTILE (PERDITA) DI ESERCIZIO MEDIANI	323.359	294.322	279.269
UTILE (PERDITA) DI ESERCIZIO BIPRES	66.896	16.947	768.042
EBITDA MEDIANI	863.428	954.871	901.792
EBITDA BIPRES	201.802	147.847	1.185.587
EBIT MEDIANI	393.674	383.272	327.586
EBTI BIPRES	92.782	23.504	1.065.247
EBITDA/FATTURATO MEDIANI	13,45%	14,24%	14,78%
EBITDA/FATTURATO BIPRES	5,70%	3,42%	17,74%
ROS MEDIANI	6,13%	5,72%	5,37%
ROS BIPRES	2,62%	0,54%	15,94%

Dal confronto emerge con tutta evidenza la crisi specifica che ha interessato Bipres non imputabile alla generale crisi del settore meccanico. Tuttavia nel 2023 il ramo di Portico mostrava *performance* economiche, superiori alla media, tali da poter ragionevolmente ritenere che in presenza degli opportuni interventi si possa raggiungere i risultati conseguiti dai diretti concorrenti.

Si tratta quindi di un'entità aziendale che presenta certamente dei punti di forza, rispetto ad altri operatori di dimensione analoga, ma che si trova ad operare in un contesto caratterizzato comunque da un'elevata componente di rischio in termini prospettici.

Sussistono quindi sia elementi positivi/opportunità sia elementi negativi/rischi, che per maggiore chiarezza espositiva si riassumono nella seguente tabella:

ELEMENTI POSITIVI/OPPORTUNITA'	ELEMENTI NEGATIVI/RISCHI
1.Performance economiche del 2023 migliori rispetto ai diretti <i>competitors</i> e raggiungibili con i dovuti interventi 2.Il personale specializzato con elevata anzianità di servizio 3.Le attrezzature tecnologiche tra cui la sala metrologica di recente acquisto	1. Risultati economici dgli ultimi due esercizi inferiori alla media dei diretti <i>competitors</i> e del settore 2. Costi di logistica dovuti all'ubicazione dello stabilimento 3.Ramo aziendale attualmente mono cliente per la perdita dei clienti tra il 2024-2025

Gli aspetti positivi e negativi pocanzi elencati sono stati considerati congiuntamente, pur tenendo conto della loro rispettiva natura, per la determinazione del reddito medio prospettico, e saranno considerati per la determinazione

dell'orizzonte temporale e dei tassi.

C'è da dire che questa scelta metodologica, è il frutto anche (ma non solo) di quanto detto al precedente § 4.6 in merito alla limitatezza della base informativa ed alla necessità di dover utilizzare i soli dati storici per formulare proiezioni sul reddito (considerata l'assenza di una pianificazione formalizzata ossia di un qualsivoglia piano industriale ed economico-finanziario redatto dall'imprenditore).

Ciò detto, per la determinazione del tasso di rendimento ( $i''$ ) del capitale  $C_0$ , ossia il saggio di redditività medio normale del settore inteso come tasso di remunerazione normale del capitale che i conferenti si aspettano per aver deciso di investire in un determinato settore la sottoscritta ha reputato opportuno impiegare il metodo del CAPM (nella versione c.d. modificata), di cui si è già detto al precedente § 4.2, secondo la nota formula

$$i = R_f + (R_m - R_f) \cdot \beta + szp$$

dove:

$i$  = tasso di rendimento

$R_f$  = tasso di rendimento di investimenti alternativi con rischio nullo o quasi nullo

$R_m - R_f$  = premio per il rischio di mercato.

$\beta$  = coefficiente di volatilità che misura la relazione strutturale tra il rendimento del settore e quello generale di mercato (rischio specifico dell'impresa).

$Szp$  = l'eventuale premio per la maggiorazione di rischio legata all'investimento in aziende di piccole dimensioni.

Pertanto per la stima del tasso di rendimento ( $i''$ ) la scrivente ha utilizzato i seguenti parametri:

- i. *Risk free* –rendimenti del Bund quinquennale Tedesco (durata dell'orizzonte temporale di riferimento) rilevato nel mese di maggio (data riferimento della stima)

(2,75)%<sup>75</sup>

<sup>75</sup> Ho reputato opportuno utilizzare il rendimento del *Bund* Tedesco in luogo di quello dei BTP Italiani onde evitare una duplicazione, in quanto quest'ultimo incorpora uno spread (rispetto al Bund) per il rischio paese che di fatto è già contemplato

- ii. Premio medio di mercato Italia: 7,55%<sup>76</sup>
- iii. Coefficiente  $\beta$  *unlevered* che rappresenta il rischio specifico del settore stimabile sulla base dell'analisi effettuata sui dati disponibili in relazione a società quotate operanti nel settore di appartenenza: pari a  $1,05666 = (1,09^{77} * 2/3 + 1/3)^{78}$
- iv. Szp = premio per il rischio dimensionale: pari a 4,50%

Secondo i dati elaborati per il 2023 dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti contabili nel documento “*I Fattori addizionali di rischio nel costo del capitale per le valutazioni di bilancio e l’impairment test*” il premio per il rischio dimensionale è stimato come da tabella che si riporta

Breakdown of Deciles 1-10	Market Cap (€m)		Size Premium
	<i>smallest company</i>	<i>largest company</i>	
1	25.466	1.724.959	-0,22%
2	11.563	25.275	0,49%
3	5.916	11.562	0,71%
4	3.388	5.888	0,75%
5	2.146	3.366	1,09%
6	1.397	2.145	1,37%
7	800	1.397	1,54%
8	397	799	1,46%
9	167	396	2,29%
10	2	167	5,01%
10A	85	167	3,49%
10Y	41	84	6,60%
10Z	2	41	11,29%

Alla luce di tutte le considerazioni ampiamente illustrate al § 4.2, considerate le caratteristiche intrinseche ed estrinseche dell’Azienda oggetto di valutazione, anche

nel *Contry Risk Premium* (i.e il Premio medio di mercato Italia) - Fonte borsa italiana

<sup>76</sup> Fonte database Aswath Damodaran, file “ctrypremapr26.xls” colonna “Total Equity Risk Premium” reperibile in <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctrypremapr26.xlsx>

<sup>77</sup> Beta *unlevered* fonte Aswath Damodaran file “BetaEurope24” settore “Machinery”, reperibile in <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaEurope.xls> - stimato regredendo i rendimenti settimanali delle azioni di un campione di 55 società rispetto all'indice locale (generalmente l'indice più seguito in quel mercato - CAC in Francia, Sensex in India e Bovespa in Brasile), utilizzando 5 anni di dati. L'autore utilizza una combinazione del beta di regressione a due anni e del beta di regressione a cinque anni, pesando i primi 2/3 e i secondi 1/3. Beta = (2/3) beta di regressione a 2 anni + (1/3) beta di regressione a 5 anni. Se manca il beta di regressione a cinque anni, viene sostituito con uno. L'autore applica anche un controllo aggregato per garantire che la media globale di tutte le società sia vicina a uno.

Ho utilizzato il beta *unlevered*, poiché l'indebitamento è escluso dal perimetro dell'Azienda oggetto di stima.

<sup>78</sup> Ho applicato la correzione di Blum di cui ho detto in nota 34 al § 5.2

(e non solo) in termini di dimensione, struttura e organizzazione, avuto riguardo ai rischi elencati nella precedente tabella, la scrivente ha ritenuto opportuno applicare un *size premium risk* inferiore a quanto indicato negli studi di Kroll per le dimensioni del Ramo della Bipres. Tale scelta è stata determinata dall'evitare una duplicazione della stima del rischio di cui la scrivente ha già ampiamente tenuto conto nella determinazione del reddito medio prospettico e dell'orizzonte temporale di cui si dirà in seguito.

L'impiego di tali parametri conduce pertanto ad un valore:

$$i'' \approx 15,23\%$$

Un discorso a parte merita la determinazione dell'orizzonte temporale  $n$ . Come già illustrato in precedenza al § 4.2, la definizione di  $n$  è la base del metodo di stima misto patrimoniale-reddituale nella sua impostazione originale laddove la stima autonoma del *Goodwill* si fonda su di una limitata durata del profitto, in quanto si suppone che le condizioni generatrici di reddito oltre la norma non possano durare a lungo e siano quindi destinate ad estinguersi o ad attenuarsi nel corso degli anni; infatti, soprattutto nei settori sufficientemente concorrenziali, la reazione dei concorrenti attuali e potenziali (nuovi entranti richiamati dalla presenza dei sovraredditi) porterà, nel medio-lungo termine, all'erosione dei sovraredditi stessi. Secondo un approccio prudentiale, consolidatosi nella prassi professionale nel corso degli anni passati,  $n$  può assumere un valore da 3 a 5 anni, anche per tener conto del rischio di aleatorietà dei differenziali di reddito. In realtà è preferibile attribuire a ciascun parametro valutativo un ruolo definito, cosicché  $n$  dovrebbe esprimere la probabile durata dei sovraredditi (sottoredditi), mentre il rischio legato all'aleatorietà degli stessi sarebbe più appropriato se venisse riflesso nella scelta del tasso di attualizzazione ( $i'$ ).

Guadri- Bini non mancano di osservare che *“Nel tempo l'evoluzione concettuale che il modello a subito, con l'abbandono della prevalenza della componente patrimoniale e la crescente rilevanza attribuita alla previsione dei flussi*

reddituali, ha condotto a una sostanziale revisione di tali indicazioni (in quanto a durata di  $n$  ndr). Per aziende dotate di elevata e stabile redditività, per le quali ragionevoli previsioni possano spingersi anche al di là del quinquennio, la grandezza di  $n$  può giungere fino a 10 anni”. Ad ogni modo, secondo i P.I.V. “L’arco temporale considerato,  $n$ , in questo metodo è generalmente compreso tra 5 e 10 anni, a seconda della persistenza del vantaggio (o dello svantaggio) competitivo riconosciuto all’azienda.”

Come anzidetto la sottoscritta considerata la situazione attuale del mercato e la situazione specifica di Bipres ha stabilito un orizzonte temporale che tenesse conto delle potenzialità<sup>79</sup> delle società oggetto di stima nel più generale contesto evolutivo del mercato in cui opera, e in considerazione del minor rischio dimensionale stimato nel tasso.

Considerato tutto ciò ha ritenuto ragionevolmente di ipotizzare un  $n$  pari a 5 anni.

Per quanto concerne poi il tasso di attualizzazione ( $i'$ ), avuto riguardo alle considerazioni svolte al § 4.2, nonché a quanto finora detto e alla durata dell’orizzonte temporale considerato, ritengo opportuno fissare ( $i'$ ) = ( $i''$ )  $\approx$  15,23%. Al § 4.2 si è già avuto modo di anticipare come secondo i PIV, in ogni caso, sia ( $i'$ ) che ( $i''$ ) “hanno natura di costo dei mezzi propri e si collocano perciò in un intorno di  $k_e$ , il costo opportunità del capitale di rischio.”

A questo punto data la formula per la determinazione dell’avviamento:

$$W = C_0 + a_{n|i'} (R_0(1-t) - i'' \times C'_0) - D$$

La componente relativa all’avviamento è definita dal secondo addendo per cui

<sup>79</sup> Il riferimento è alle considerazioni pocanzi fatte in merito al profilo di rischio ed al tasso di attualizzazione.

considerati

$$C'_0 = € 1.323.786,80$$

$$n = 5 \text{ anni}$$

$$i' = 15,23\%$$

$$i'' = 15,23\%$$

$$R = € 283.961,95$$

Si ottiene

$$\begin{aligned} \text{Avviamento} &= a_{5|15,23} (\€ 283.962 - \€ 1.323.786,80 \times 15,23 \%) \\ &= € 274.550,74 \end{aligned}$$

#### 5.2.4 Sulla determinazione del valore di mercato del Ramo d' Azienda di Portico

Tenuto conto delle determinazioni a cui si è giunti nei precedenti paragrafi, il valore di mercato dell'Azienda oggetto di stima è pari ad Euro 1.598.337,54 come risultato della somma delle seguenti componenti patrimoniali, economiche e finanziarie:

$$\text{Immobile} = € 520.000$$

$$\text{Cespiti ed altri beni materiali (escluso magazzino)} = € 803.786,80$$

$$\text{Avviamento} = € 274.550,74$$

## 6 Il prezzo base d'asta

Alla luce delle argomentazioni e dei calcoli riportati nella presente Sintesi, la sottoscritta è giunta a determinare un valore di mercato del Ramo d'Azienda di Portico, in termini di smobilizzo degli *assets* immateriali e materiali pari complessivamente ad euro 1.598.337,54 che si **arrotonda ad euro 1.600.000,00**.

Determinato il valore fondamentale, è però necessario individuare quello che in precedenza ho definito come valore di riserva ossia il prezzo base d'asta (che tenga conto delle peculiarità della vendita coattiva)<sup>80</sup>. Giova ricordare che quest'ultimo (il valore di riserva o prezzo base d'asta, che dir si voglia) non esprime il risultato

<sup>80</sup> Per un approfondimento sul punto rimando al precedente § 1.

obiettivo dell'asta, ma un prezzo ragionevolmente conveniente così da permettere anche ai partecipanti che possono ritenere di avere meno probabilità di successo di parteciparvi. Al riguardo, mette conto rilevare che la normativa attualmente in vigore prevede efficaci le offerte di acquisto *"..anche se inferiori di non oltre un quarto al prezzo stabilito nell'avviso ...o nell'ordinanza di vendita e sono presentate tramite il portale delle vendite pubbliche (cfr. art. 216 comma 7 CCII)"*.

Tenuto quindi conto delle caratteristiche dell'Azienda oggetto di stima, delle modalità di vendita tramite asta giudiziaria, considerati gli abbattimenti che di norma si registrano in sede di c.d. *"forced sale"*<sup>81</sup>, della possibilità tuttavia di presentare offerte efficaci anche se inferiori di non oltre il 25% del prezzo base, nonché del rischio di dover ricorrere a sistematici ribassi in caso di aste deserte, in un periodo particolarmente delicato della congiuntura economica generale, è possibile addivenire al seguente **valore base d'asta:**

**€ 1.600.000 (unmilionesecentomila)**

che corrisponde al valore di mercato anzidetto. Non ho dunque reputato opportuno proporre un abbattimento del prezzo, come spesso si osserva nelle vendite coattive, poiché di fatto già contemplato dalla possibilità di presentare offerte efficaci anche se inferiori di non oltre il 25% del prezzo base, concessa dalla normativa attualmente in vigore. L'opinione come sopra espressa costituisce l'obiettivo convincente della sottoscritta, da intendersi reso nei limiti di quanto oggetto del quesito, e maturato sulla scorta dell'esame degli atti e documenti fornitimi.

Bologna, 23 giugno 2026

Il Perito

<sup>81</sup> Nella tradizionale analisi dei costi del fallimento, studi empirici di qualche "lustrò" fa evidenziavano un saggio di recupero per i creditori mediamente pari al 56% del valore preesistente al fallimento (considerati anche i costi sostenuti dai creditori), con una perdita di valore quindi intorno al 44% (cfr. Branch, The costs of bankruptcy: a review, International Review of Financial Analysis, Vol. 11, N. 1, 2002, 39-57, nonché, per altri studi analoghi, il già citato articolo di M. Bini). Il dato, si noti, è riferito a sistemi in cui la disciplina normativa che regola le insolvenze è notoriamente più efficiente che in Italia. Peraltro l'esperienza del Tribunale di Bologna, nel migliore dei casi, non si discosta sensibilmente dalle percentuali anzidette. In questo senso si vedano anche i report sulle vendite in ambito giudiziale curati da Reviva ([www.immobiliallasta.it](http://www.immobiliallasta.it)), nonché il commento di Marcello Pollio e Gianni Colmayer ad uno studio di Astebook su Italia Oggi del 1 febbraio 2024 ("Esecuzioni immobiliari a picco: -65% in 5 anni"). Si tratta di dati empirici in gran parte confermati anche dall'"Osservatorio immobiliare" del 3° trimestre 2023 di Abilio spa sulle vendite giudiziarie in Italia e dall'"Analisi delle vendite giudiziarie" 2023 di Edicom Spa, reperibili in rete rispettivamente sul sito [www.abilio.com](http://www.abilio.com) e [www.gruppoedicomspa.it](http://www.gruppoedicomspa.it).