



PERIZIA DI STIMA
RELATIVA ALLA DETERMINAZIONE DEL VALORE
DELL'AVVIAMENTO DELL'AZIENDA



PREMESSA

Il sottoscritto dott. Federico Giotti, nato a Pistoia il 2 luglio 1981, iscritto al n. 584/A dell'Albo dei dottori commercialisti e degli esperti contabili per la circoscrizione del Tribunale di Pistoia, al n. 165971 del Registro dei Revisori Legali con D.M. 27/04/2012 pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, 4a serie speciale, n° 37 del 15/05/2012, con studio in Massa e Cozzile (PT), Largo La Pira 10, ha ricevuto - giusta autorizzazione del 06/12/2024 dell'Ill.mo Giudice Delegato dr. Sergio Garofalo- dalla Curatela della procedura di Liquidazione Giudiziale della società “, c.f. e 7l'incarico di redigere idonea relazione di stima del valore della azienda (nel prosieguo “Azienda”), dichiarata in Liquidazione Giudiziale dal Tribunale di Pistoia con sentenza del 11 settembre 2024.

Si precisa inoltre che con successiva comunicazione informale del Curatore dott. Benigni del 8 gennaio 2025 il lavoro del sottoscritto perito si è interrotto temporaneamente, essendo emerso che una parte dei macchinari ed attrezzature inventariati dalla Curatela sono in realtà di proprietà di altro soggetto giuridico, ovvero la società First Class srl, c.f. 06355490480, facente capo ai medesimi soggetti della prima e nel frattempo anch'essa dichiarata in liquidazione giudiziale dal Tribunale di Firenze (L.G. 157/2024, curatrice dr.ssa Manuela Olastri).

All'esito dell'accordo tra le due curatele, è stato deciso che la curatela delsrll procederà alla vendita di tutti i beni, provvedendo poi le due curatele a regolarsi secondo un accordo transattivo che è stato tra le stesse perfezionato, a ciò autorizzate con provvedimenti dei rispettivi Giudici Delegati entrambi in data 16/04/2025.

In questo modo, le due curatele realizzano l'obiettivo di massimizzare il risultato ritraibile dalla vendita, nonché di accelerarne i tempi, trattandosi comunque di beni tutti utilizzati come un unico complesso produttivo indistinto.

I lavori del sottoscritto sono pertanto ripresi in data 16 aprile 2025.

FINALITÀ, OGGETTO E PECULIARITÀ DELLA PRESENTE VALUTAZIONE

Lo scopo della presente relazione è quello di determinare il valore della azienda in oggetto, ai fini dell'eventuale cessione in blocco mediante vendita competitiva, secondo le determinazioni che verranno prese dagli organi della procedura nel redigendo programma di liquidazione.

La presente valutazione è stata quindi richiesta dalla Curatela sulla base del presupposto che sia opportuno analizzare se vi possa essere un interesse alla cessione dell'azienda, piuttosto che alla cessione atomistica dei beni che ne fanno parte.

Si precisa che l'azienda sarà ceduta comprensiva dei beni materiali elencati nell'inventario redatto dal CTU incaricato dagli organi della procedura e le cui risultanze sono utilizzate anche dallo scrivente ai fini della valorizzazione del compendio aziendale.

Si precisa altresì preliminarmente che al momento dell'apertura della liquidazione giudiziale disposta dal Tribunale di Pistoia l'azienda era – e tuttora è - concessa in affitto ad altra società, in forza di contratto del 12 ottobre 2023, registrato il 16 ottobre 2023 al n. 37780 serie 1T.

Si precisa altresì che parte dei beni ricompresi nell'affitto d'azienda - come emerso successivamente e anticipato in premessa- sono di proprietà di un diverso soggetto giuridico, anch'esso in liquidazione giudiziale. Ai fini della presente, visto l'accordo raggiunto tra le due curatele, la circostanza è irrilevante, in quanto verranno ceduti dalla curatela dell' anche i beni di proprietà della First Class srl.

Si precisa altresì che ai fini della presente non si terrà di conto dei dati di bilancio della First Class srl, sulla scorta delle seguenti considerazioni:

- I beni di proprietà della First Class srl sono ricompresi nella perizia di beni mobili del perito geom. Catarzi, documento ricompreso nella base dati utilizzata per la presente valutazione;
- I dati contabili della First Class srl per come trasmessi allo scrivente evidenziano un volume d'affari limitato rispetto a quello dei corrispondenti esercizi d
- Nessun lavoratore è presente nell'azienda in questione; per cui in realtà più che di un'azienda da valutare eventualmente anche sulla scorta dei dati storici si tratta di un insieme di beni, come detto ricompresi tra quelli oggetto della valutazione del perito geom. Catarzi.

Motivi per cui tali dati di bilancio non verranno inclusi nel perimetro della presente valutazione.

Come noto, ogni processo valutativo è per definizione frutto di una stima, cioè di un processo che implica scelte soggettive di metodo e strumenti di misurazione ed è, quindi, un'opinione che non è mai slegata dalla sensibilità e dalle ipotesi fatte dal perito stimatore.

Questa constatazione è particolarmente vera nel caso della valutazione di un'azienda in stato di crisi o, *a fortiori*, di acclarata insolvenza, quale l'azienda di cui trattasi.

Infatti, le inefficienze, gli errori, o comunque le circostanze avverse affrontate da quell'azienda nel corso della propria esistenza condizionano ovviamente anche i dati economico patrimoniali dei passati esercizi, che solitamente sono i principali pilastri su cui viene stimato dal perito il valore del compendio.

Nella valutazione di un'azienda destinata alla cessione nell'ambito di una procedura concorsuale, il professionista deve mantenere un equilibrio tra due aspetti fondamentali: da un lato, evitare di attribuire un valore che potrebbe risultare non corrispondente alla realtà patrimoniale dell'azienda; dall'altro, considerare con attenzione eventuali potenzialità di ripresa dell'attività o comunque eventuali potenzialità inesprese. Trascurare tali potenzialità comporterebbe il rischio di sottovalutare il valore effettivo disponibile per i creditori, con possibili conseguenze negative legate a una stima eccessivamente prudentiale del bene.

Ecco pertanto che può essere necessario integrare il set documentale con ulteriori informazioni, al fine di non sottostimare le potenzialità dell'azienda per effetto di quei dati contabili degli esercizi già segnati dalla crisi o insolvenza dell'azienda stimata, o, di contro, al fine di non attribuire potenzialità inesistenti.

Nel caso di specie il sottoscritto perito ha provveduto ad un confronto con l'amministratore unico della società – che benchè entrato in carica solo nel corso del 2023 ne è il consulente storico – nonché ad un sopralluogo presso la sede operativa nel comune di Pontassieve, distretto con una consolidata tradizione nel settore della pelletteria.

Descrizione dell'azienda

Fatte le premesse che precedono, è doverosa una descrizione di massima dell'azienda.

L'azienda ha la sede legale nel Comune di Montecatini Terme, ma la sede operativa è sempre stata nel Comune di Pontassieve (FI), via Einaudi 4 e 4/b, in località Le Sieci; la zona è quella del distretto della moda toscano, rinomato, tra l'altro, per la

produzione di accessori in pelle.

La società proprietaria dell'azienda oggetto di valutazione, costituita nell'anno 2011, ha per oggetto la produzione ed il commercio di articoli di pelletteria e più specificamente di borse in pelle, principalmente per conto terzi.

L'azienda non risulta aver sviluppato propri marchi di proprietà nel corso della propria esistenza, ma ha prodotto per conto terzi, concentrandosi su prodotti (borse) di particolare pregio, principalmente rivenduti da committente all'estero.

“Di particolare pregio” non è una formula di stile, poiché da quanto appreso le borse realizzate dall'azienda *de quo* vengono vendute con un posizionamento altissimo, certamente con il non trascurabile contributo della fama della designer, ma evidentemente anche in forza di una qualità molto alta dei prodotti in questione.

Risulta pertanto evidente che i risultati economici storici non sono particolarmente espressivi del valore dell'azienda in questione, che può essere legato ad avviso dello scrivente soprattutto alla componente intangibile del know how.

L'Amministratore rimasto in carica dalla costituzione della società fino alla sua morte nel corso del 2023 era infatti da quanto riferito allo scrivente un artigiano di altissimo livello e molto rinomato nel settore per la sua abilità, e ha trasmesso ai lavoratori dipendenti della società, pertanto, un livello che consente loro di portare avanti la produzione con qualità anche dopo la sua dipartita.

Se prendendo dimestichezza con l'azienda oggetto di valutazione risulta evidente quanto sopra, è altrettanto vero che stimare il valore di questa componente è esercizio tutt'altro che facile.

Gli immobili presso cui opera l'azienda non sono in realtà di proprietà della stessa, ma sono stati detenuti in forza di due contratti di locazione, stipulati il primo in data 18 aprile 2014 registrato a Firenze il 30 aprile 2014 al n. 2373 ed il secondo in data 1 ottobre 2017 registrato a Firenze il 23 ottobre 2017 al n. 24028.

Alla data odierna i contratti di locazione risultano entrambi scaduti e l'affittuaria dispone dei locali in forza del pagamento di un'indennità di occupazione.

Per quanto occorrer possa, la curatela ha riferito alla scrivente che le proprietà dei locali hanno manifestato interesse ad una prosecuzione del rapporto di locazione.

I due locali sono tra loro vicini benchè non collegati internamente tra loro.

Come anticipato, in conseguenza della morte dello storico amministratore unico nel 2023, e data la situazione di insolvenza già palese, al fine di garantire la continuità aziendale ed evitare la dispersione del valore aziendale (e onde proteggere e conservare le maestranze, come detto principale asset), l'azienda è stata concessa in affitto ad altra società legata al cliente principale, in forza di contratto del 12 ottobre 2023, registrato il 16 ottobre 2023 al n. 37780 serie 1T, con decorrenza 1

anno dal 16 ottobre 2023 e rinnovabile di tre mesi in tre mesi. Il corrispettivo previsto è di diciottomila euro annui oltre iva, in rate mensili, con diritto di prelazione a favore dell'affittuaria in caso di alienazione dell'azienda e con la possibilità di decontare i canoni di affitto pagati in vigenza del contratto dal prezzo di vendita. In virtù dell'art. 14 del contratto di affitto d'azienda la curatela potrà scegliere di sciogliersi dal contratto entro sei mesi dalla apertura della liquidazione giudiziale (11/09/2024).

Le rimanenze di magazzino inventariate al momento della stipula dell'affitto d'azienda non sono ricomprese nel contratto di affitto e i beni in questione risultano in giacenza, separatamente conservati, presso il magazzino e sono oggetto di stima nella perizia di beni mobili redatta per la curatela dal CTU Geom. Gianluca Catarzi.

Nella stessa perizia sono valorizzati anche i beni strumentali (principalmente macchine da cucire, spaccapelli, pressa stiro, timbratrice), attrezzature (scaffalature, tavoli, computer) e impianti (impianto di aspirazione, di allarme, di illuminazione); si tratta invero di una dotazione funzionale ma ordinaria.

Il perito ha sostanzialmente effettuato una valorizzazione al prezzo di acquisto, deprezzato in considerazione dell'obsolescenza e condizione di utilizzo di ciascun bene.

La valutazione effettuata per i beni mobili non tiene invece conto di una analisi sulla conformità agli obblighi di sicurezza degli stessi; in assenza di informazioni si presume ai fini della presente che i beni siano conformi o comunque facilmente adattabili alle prescrizioni.

Per quanto riguarda la valutazione effettuata dal perito specificatamente in relazione al magazzino, lo stesso ha stimato una valutazione prudentiale del pellame presente ed utilizzabile nel processo produttivo, mentre non ha attribuito valore al pellame privo di certificazione: per quanto questa valutazione sia corretta sulla base dell'assunto di assenza di una certificazione Cites obbligatoria, tuttavia l'astratta possibilità di ottenere una nuova certificazione ad avviso dello scrivente depone nel senso di una potenziale valorizzazione minima anche di quella parte del magazzino, in considerazione del numero e della qualità del pellame, comprendente tra gli altri pellame pregiato quale cocodrillo o struzzo.

DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA NELLA VALUTAZIONE

Per lo svolgimento del proprio incarico il sottoscritto professionista si è avvalso della documentazione messa a disposizione dalla curatela, di alcune informazioni reperite da operatori nel settore di riferimento e di altre informazioni reperibili.

In particolare, il sottoscritto professionista ha utilizzato la seguente documentazione:

- Bilanci degli esercizi 2018 e 2019;
- Situazione economico patrimoniale al 31/12/2020;
- Situazione economico patrimoniale al 31/12/2021;
- Situazione economico patrimoniale al 31/12/2022;
- Situazione economico patrimoniale al 31/12/2023;
- Situazione economico patrimoniale al 11/09/2024;
- Verbale di inventario del fallimento e relativa valorizzazione ad opera del CTU Geom. Gianluca Catarzi del 07/12/2024;
- Copia contratti di locazione, stipulati il primo in data 18 aprile 2014 registrato a Firenze il 30 aprile 2014 al n. 2373 ed il secondo in data 1 ottobre 2017 registrato a Firenze il 23 ottobre 2017 al n. 24028;
- Registro beni ammortizzabili;
- Contratto affitto azienda del 12 ottobre 2023, registrato il 16 ottobre 2023 al n. 37780 serie 1T;
- Sentenza dichiarativa liquidazione giudiziale Trib. Pistoia del 11/09/2024 RLG 59/2024;
- Visura camerale storica società.
- Situazioni economico patrimoniale esercizi 2021, 2022, 2023 e al 31/10/2024 First Class srl
- Partitari

Si precisa che la documentazione consegnata al sottoscritto non è stata oggetto di controllo contabile al fine di valutarne l'attendibilità.

Il sottoscritto ha inoltre proceduto a colloqui con la curatela, con il perito Geom. Catarzi, con l'a.u. in carica nonché consulente della società, a sopralluogo presso i locali della società.

I PRINCIPALI METODI DI VALUTAZIONE

La valutazione di un'azienda, ed in particolare del suo avviamento, è improntata a criteri e metodi ai quali si chiede di esprimere una misura dotata nel più alto grado possibile delle seguenti caratteristiche:

- di *razionalità* nel senso che essa deve derivare da un processo logico chiaro e convincente e come tale largamente condivisibile;
- di *dimostrabilità*, nel senso che deve essere possibile attribuire ai fattori che entrano nella formula grandezze supportate da dati controllabili;
- di *neutralità*, nel senso di escludere scelte meramente soggettive, arbitrarietà

immotivate, decisioni non disinteressate e perciò influenzanti senza ragione i risultati delle stime;

- di *stabilità*, nel senso di evitare continue oscillazioni di valore legate a fatti contingenti o a variazioni di prospettive dipendenti più da opinioni che da modifiche oggettive degli scenari.

Ovviamente sia nella teoria che nella prassi valutativa si ritrova una grande varietà di metodi di valutazione; nel prosieguo verranno esposti in un quadro riassuntivo i principali metodi di valutazione in uso, individuando per ciascuno di essi il concetto-base e i criteri da cui discendono.

Ovviamente per quanto concerne il procedimento di stima la questione fondamentale è rappresentata dall'individuazione del metodo di valutazione più consono al caso specifico. I principali metodi di valutazione proposti dalla dottrina aziendalistica sono i seguenti:

- a) metodo analitico-patrimoniale;
- b) metodo sintetico-reddituale;
- c) metodo misto patrimoniale-reddituale;
- d) metodo del Market Value Added (MVA);
- e) metodo finanziario;
- f) metodi empirici.

a) metodo analitico-patrimoniale

Con il metodo analitico-patrimoniale il valore dell'azienda si determina prescindendo dalla sua capacità di produrre reddito. Si individuano analiticamente i componenti attivi e passivi dell'azienda valutandoli a valori correnti. Il patrimonio netto contabile risultante dalla situazione patrimoniale, redatta con riferimento ad una data prestabilita, deve essere rettificato per tenere conto del valore corrente di tutte le attività e passività nonché del valore delle attività immateriali non rilevate nella situazione patrimoniale iniziale.

Il valore dell'azienda, *W*, pari al patrimonio netto rettificato, è pertanto così determinato:

$$W = K + \Delta P$$

dove *K* è uguale al valore del patrimonio netto contabile risultante dalla situazione patrimoniale di riferimento, dato dalla differenza tra i valori contabili delle attività e delle passività; ΔP è l'ammontare delle plusvalenze delle attività e passività patrimoniali, al netto delle relative minusvalenze, ottenuto per differenza fra valori correnti e contabili.

b) metodo sintetico-reddituale

Con il metodo sintetico reddituale si determina il valore dell'azienda capitalizzando il reddito medio normale atteso (R) ad un idoneo tasso di attualizzazione (i). Il valore dell'azienda non viene determinato direttamente, ma indirettamente sulla base dei flussi prospettici di reddito giudicati soddisfacenti. In questo caso quindi si ha un modello di calcolo della rivalutazione complessiva del capitale d'impresa determinato sulla base di una redditività prospettica. Nell'ipotesi che l'azienda sopravviva per un tempo infinito, il valore della stessa si determina ricorrendo alla formula della rendita perpetua, che può essere così formalizzata:

$$W = R/i$$

dove R è uguale al valore del reddito medio normalizzato; i è uguale al tasso di attualizzazione.

Nel caso in cui la durata della vita residua dell'azienda sia determinabile con precisione, il valore dell'azienda viene calcolato nel seguente modo:

$$W = R \text{ an } \gamma \text{ i} + Z$$

dove $R \text{ an } \gamma \text{ i}$ è uguale al valore attuale del reddito medio normalizzato per n anni; Z è il valore finale di realizzo dell'azienda al tempo n.

Il reddito medio normalizzato viene individuato in modo da definire un valore che rappresenti le normali condizioni di redditività dell'azienda considerata, e che abbia un'alta probabilità di riprodursi sull'intero orizzonte economico della stima, cosicché lo stesso sia dotato di stabilità. Il reddito, per essere considerato normale, deve essere depurato dalle componenti straordinarie e transitorie e dagli effetti delle politiche di bilancio. Nell'applicazione del metodo sintetico-reddituale, la scelta del tasso di attualizzazione è una delle operazioni più importanti e delicate, perché, a parità di reddito, piccole variazioni del tasso comportano notevoli differenze nel valore attribuito all'azienda.

c) metodo misto patrimoniale-reddituale

Il metodo misto patrimoniale-reddituale accoglie i principi e criteri di valutazione propri di ciascuno dei due metodi sopra descritti e perviene alla determinazione del valore dell'azienda aggiungendo o sottraendo al valore del patrimonio netto rettificato K', il valore dell'avviamento positivo o negativo determinato con procedimento autonomo (goodwill o badwill). Esso rappresenta un valido strumento di sintesi, soprattutto nel caso di realtà di medio-piccola dimensione per le quali si reputa opportuno considerare il contributo sia della dimensione patrimoniale che dei risultati.

d) metodo del Market Value Added (MVA)

Il Market Value Added (MVA) è un metodo di valutazione d'azienda che si poggia sul concetto di Economie Value Added (EVA), cioè sulla capacità dell'impresa in oggetto di creare valore dopo avere remunerato in maniera soddisfacente tutti i fattori produttivi, comprendendo tra questi ultimi anche gli investimenti in capitale di rischio. Il valore attualizzato di tale maggiore ricchezza rappresenta il "valore aggiunto economico" (economic value added) della stessa rispetto al suo valore puramente contabile nella valutazione dell'investitore. Il valore attuale dell'EVA costituisce il maggior importo che un ipotetico investitore è disposto ad impiegare nell'azienda in oggetto rispetto ad un alternativo investimento sul mercato, giustificato dal surplus di valore che la stessa azienda riuscirà a creare rispetto all'ipotetico investimento alternativo. Il valore di mercato dell'Azienda sarà pertanto pari alla somma tra il patrimonio netto espresso a valori correnti ed il valore attuale degli EVA.

e) metodo finanziario

Il metodo finanziario assimila l'azienda ad un investimento a medio-lungo termine determinando il valore della stessa mediante la capitalizzazione dei flussi finanziari netti futuri attesi. Elemento centrale della valutazione è la determinazione della sede di flussi finanziari futuri che l'azienda sarà in grado di produrre. A tale proposito fondamentali al fine di rendere attendibili i dati sui quali si fonda la valutazione, sono la considerazione delle scelte strategiche e gestionali dell'impresa e il quadro esterno di riferimento all'interno del quale opera.

f) metodi empirici

I metodi empirici non si basano su formule valutative razionalmente costruite e deducono il valore direttamente da osservazioni di mercato basandosi anche su transazioni note. Utilizzano tecniche più o meno elaborate per definire "prezzi probabili" negoziabili per una data azienda con riferimento a situazioni simili. Tali metodi, sebbene criticati dalla dottrina per la scarsa razionalità metodologica, hanno un ruolo di primaria importanza nella prassi valutativa aziendale e sono di comune utilizzo in determinati settori e ove altri metodi non siano utilizzabili.

I PRINCIPALI FATTORI CHE CONDIZIONANO LA VALUTAZIONE DELL'AZIENDA IN OGGETTO

La valutazione dell'azienda in oggetto risente delle difficoltà riscontrate nel

SCelta DEL METODO VALUTATIVO UTILIZZATO

Si è ritenuto di utilizzare un metodo misto, patrimoniale-reddituale, con stima autonoma dell'avviamento, concentrandosi in particolare sull'andamento dell'attività negli esercizi 2021 e 2022, ciò in quanto l'esercizio 2023 e la frazione di anno del 2024 fino alla data di apertura della liquidazione giudiziale risultano oltre che pesantemente condizionati dalla crisi aziendale e come tali non significativi non utilizzabili anche a ragione della decorrenza del contratto di affitto d'azienda, l'esercizio 2020 è ovviamente condizionato dalle anomali condizioni di svolgimento dell'attività legate alla pandemia e gli esercizi precedenti risultano troppo risalenti nel tempo.

Gli esercizi 2022 e 2021 sono pertanto gli ultimi esercizi di svolgimento diretto dell'attività aziendale.

La formula del metodo in oggetto è:

$$W = K' + (R - K_e * K') * n \cdot i \cdot W_{acc}$$

dove:

K' è il patrimonio netto rettificato;

R è il reddito medio atteso;

K_e esprime la redditività del patrimonio netto rettificato;

n·i è il coefficiente di attualizzazione di un tasso "i" pari al Wacc per "n" anni;

Wacc è il costo medio ponderato del capitale.

Utilizzando tale metodo si individua il valore dell'azienda, sommando al capitale netto rettificato K' un "sovrareddito" attualizzato ad un tasso pari al costo medio ponderato del capitale, per un numero di anni determinato.

Tale metodo permette di valorizzare sia i pur scarni valori patrimoniali rappresentati dai beni inventariati dalla curatela, sia la potenzialità reddituale già espressa storicamente negli esercizi in questione, appunto gli ultimi integrali di svolgimento diretto dell'attività.

Per quanto riguarda la componente patrimoniale, si ritiene qui di utilizzare la valorizzazione effettuata in sede di inventario, pari ad € 44.010; tale somma è risultante dalla sommatoria dei cespiti impianti e attrezzature (salvo ovviamente il caso di trasferimento dei beni dalla sede attuale che ne comporterebbe un complessivo deprezzamento), unitamente al magazzino di pelli, non utilizzate dall'affittuaria e pertanto presenti in giacenza; la valorizzazione delle stesse è stata di € 5.000, che come anticipato è sicuramente valutazione molto prudentiale atteso che si tratta di pelli anche di un certo pregio, ma che sono state deprezzate in ragione dell'assenza di una certificazione CITES.

Il valore di € 44.010 rappresenta pertanto la componente K' di cui alla formula

sopra.

Pur essendo la valorizzazione inventariale effettuata secondo un criterio di liquidazione fallimentare, e non in un'ottica di funzionamento, si è ritenuto di non attribuire un maggior valore essendo la potenzialità economica derivante da una logica di funzionamento già ricompresa nella componente reddituale del metodo di valutazione prescelto.

In base ai risultati di ciascuno dei due esercizi considerati, abbiamo un utile di € 25.706,37 nel 2022 ed uno di € 1.357,97 nel 2021, ciò a fronte di un volume di affari superiore ai 500mila euro in entrambi gli esercizi.

Si può pertanto prendere la media del risultato dei due esercizi, pari ad € 13.532,17, quale reddito medio atteso, ricavando pertanto la seconda variabile d'interesse.

Diviene a questo punto necessario calcolare il sovrareddito da attualizzare al tasso (nonché sul numero di anni) prescelto, e ciò a sua volta richiede di calcolare le variabili K_e e il costo medio ponderato del capitale (Wacc).

Il modello più utilizzato a livello operativo ai fini della stima del costo del capitale proprio è rappresentato dal CAPM (Capital Asset Pricing Model). Secondo tale modello il costo del capitale proprio dell'azienda è pari al rendimento di un investimento privo di rischio aumentato di un premio per il rischio specifico per l'azienda considerata.

Si ha quindi:

$$k_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

dove

r_f : rendimento netto di investimenti o titoli privi di rischio;

$(r_m - r_f)$: rappresenta il premio per il maggior rischio del mercato azionario rispetto ad investimenti o titoli privi di rischio;

β è il coefficiente che quantifica il rischio della singola impresa rispetto a quello medio del mercato.

Fatte queste premesse, si individua il tasso privo di rischio r_f nel 3,57%, in base al tasso di rendimento dei titoli di Stato italiani BTP a 10 anni alla data di redazione della presente; per quanto concerne il tasso di rischio r_m si stabilisce nell'7,81%, ed il coefficiente β espressivo del rischio impresa rispetto al rischio medio di mercato in 1, indicativo di una volatilità del settore in linea con quella media del paese. Entrambe le ultime due variabili sono reperite dal database dell'archivio "Damodaran online".

Applicando i suddetti valori alla formula di cui sopra ne deriva che: $K_e = 8,37\%$, in sostanza equivalendo K_e a r_m .

Si deve a questo punto calcolare il costo medio ponderato del capitale (Wacc), espressivo del costo di finanziamento dell'azienda in questione in base alla struttura di

debito che la stessa ha avuto; formalizzando:

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

Dall'analisi delle situazioni dei due periodi considerati si ricava il costo del debito pari allo 1,88%, e che mediamente l'azienda si è finanziata nei due periodi in esame per il 7,47% col proprio capitale di rischio e per il 92,53% col capitale di finanziamenti esterni.

Ne deriva un WACC=1,77%.

Siamo a questo punto in grado di applicare la formula sopra riportata:

$$W = K' + (R - K_e * K') * n^{-i} Wacc$$

dove:

K' è il patrimonio netto rettificato;

R è il reddito medio atteso;

K_e esprime la redditività del patrimonio netto rettificato;

n⁻ⁱ è il coefficiente di attualizzazione di un tasso "i" pari al Wacc per "n" anni;

Wacc è il costo medio ponderato del capitale.

Si procede al calcolo utilizzando quale valore risultante la media dei valori ottenuti applicando la predetta formula sulla base di "n" anni, con n=5,6,7 e 8, e dunque scontando i flussi di reddito al tasso del Wacc rispettivamente nell'ipotesi di 5/6/7/8 anni, infine facendo la media dei valori risultanti.

Scontando i flussi di reddito, ne conseguono i seguenti valori:

n	Sovrareddito
5	€ 14.771,55
6	€ 15.032,73
7	€ 15.298,53
8	€ 15.569,02
MEDIA	€ 15.167,96

La media dei valori sopra riportati ammonta ad € 15.167,96.

Aggiungendo la valorizzazione effettuata del patrimonio netto rettificato (il K' della formula sopra riportata), pari ad € 44.010, **ne consegue pertanto un valore dell'azienda pari ad € 59.177,96, arrotondato ad € 60.000,00.**

Ad analoghe valutazioni si può pervenire del resto anche attribuendo rilevanza alla componente meramente patrimoniale, rappresentata nella stima dei beni mobili e del magazzino del perito, cui attribuire un ulteriore aumento – pari a circa il 35% - in funzione della connessione funzionale tra i beni (si può parlare di azienda, non di una mera presenza di macchinari e attrezzature) nonché in funzione della presenza

di personale qualificato alle dipendenze dell'azienda in liquidazione giudiziale. In altri termini la conclusione cui si giunge dalla valutazione dei risultati storici risulta coerente con la valutazione di beni mobili, attrezzature e magazzino, a cui è lecito attribuire una maggiorazione in funzione di quanto sopra esposto.

CONCLUSIONI

A parere dello scrivente, il metodo utilizzato per la valutazione dell'azienda, pur con le difficoltà legate al caso specifico, risulta preferibile rispetto agli altri.

Come specificato è stato necessario effettuare la valutazione sulla base di una *assumption* di presenza dell'immobile, quale presupposto indefettibile per poter parlare di "azienda" e considerarne la potenzialità reddituale.

Dall'applicazione del metodo in oggetto deriva una **valutazione dell'azienda, pari ad € 60.000,00 (sessantamila/00)**.

Il sottoscritto ritiene di aver assolto l'incarico ricevuto, ringrazia per la fiducia accordatagli e rimane a disposizione per qualsiasi chiarimento o approfondimento.

Massa e Cozzile, 17.04.2025

Dott. Federico Giotti

