

Sommario

1. PREMESSA	2
2. ANALISI DEI FATTI	4
3. DOCUMENTAZIONE ESAMINATA	5
3.1. Data di riferimento della valutazione	5
4. PROFILO DELLA SOCIETA'	6
5. VALUTAZIONE ECONOMICA D'AZIENDA	7
5.1. Criteri di valutazione	9
5.1.1 Introduzione	9
5.1.2. Metodo patrimoniale	10
5.1.3 Metodo reddituale.....	15
5.1.4 Metodo misto patrimoniale-reddituale	18
5.1.5 La scelta del saggio di attualizzazione	20
6. DESCRIZIONE E VALUTAZIONE ANALITICA DELLA ATTIVITÀ E DELLE PASSIVITÀ DELLA SOCIETÀ	26
7. DETERMINAZIONE DEL VALORE ECONOMICO DELLA SOCIETÀ PERIZIATA	35
8. CONCLUSIONI	40

1. PREMESSA.

Con sentenza n. 8 del 20 febbraio 2013, il Tribunale di Velletri dichiarava il fallimento della società “ xxxxxxxxxxxxxxxxxxxxxxxxxxxxxxxx, avente sede legale in xxxxxxxxx(xx), Via xxxxxxxxx n. xx, C.F. xxxxxxxxxxxxxxxx, contestualmente venivano nominati: il Dott. Antonino La Malfa quale Giudice Delegato e l’Avv. xxxxxx xxxxxxxxxxxxxxxx nella qualità di Curatore fallimentare.

A seguito del deposito della relazione/istanza del Curatore in data 24 aprile 2013, il G.D., ha autorizzato il Curatore a nominare un CTU ed un coadiutore tecnico per la stima del ramo d’azienda oggetto di locazione.

L’incarico per la valutazione de qua veniva affidata allo scrivente rag. Pietro Marcantoni, con studio in Velletri, Via delle Mura n. 79; pec: pmarcantoni.agiudiziali@legalmail.it.

Al fine di poter procedere all’espletamento dell’incarico ricevuto, lo scrivente CTU chiedeva allo studio del Dott. xxxxxxxx xxxxxxxxxxxx, nominato quest’ultimo CTU per l’analisi delle scritture contabili della società, l’invio dei seguenti documenti:

- copia bilanci societari dall’anno 2008 all’anno 2012;
- copia mastrini dall’anno 2008 sino alla data del fallimento;
- libro cespiti ammortizzabili per il periodo dall’anno 2008 all’anno 2012;
- copia contratto d’affitto del ramo d’azienda del 29 dicembre 2010;
- copia dell’inventario dei beni facenti parte del ramo d’azienda locato.

Il sottoscritto CTU, inoltre, acquisiva copia della relazione di stima redatta dell’Ing. Morgante, nella sua qualità di tecnico

estimatore dei beni mobili e del complesso alberghiero iscritto in bilancio, che fa parte integrante del presente elaborato peritale.

2. ANALISI DEI FATTI.

Come già precedentemente anticipato, la società XXXXX XXXXXXXXXXXX, con sede in XXXXXXXX, Via XXXXXXXXn. XX, in data XXXXXXXXXXXXXXXX è stata dichiarata fallita dal Tribunale di XXXXXXXX, con sentenza n. X/XXXXX (doc. all. 1).

Nelle more della espletanda udienza di verifica delle domande tempestive, prevista per il giorno 20 giugno 2013, il G.D., letta la relazione del Curatore resa ai sensi e per gli effetti dell'art. 33 comma 1, L.F., ritenuta la necessità di autorizzare il compimento dell'attività gestionale e negoziale proposta dal Curatore al fine di tutelare il ceto creditorio, ha autorizzato la nomina di un CTU ai fini della stima dell'intera azienda fallita nonché di un coadiutore tecnico per la stima dei beni mobili ed immobili (doc. all. 2).

I suddetti professionisti venivano individuati nella persona dello scrivente commercialista XXXXXXXXXXXXXXXX, per quanto riguarda la valutazione economica dell'intero complesso aziendale e nell'Ing. XXXXXXXXXXXXXXXX, per la parte che concerne la valutazione economica del complesso mobiliare ed immobiliare acquisito alla massa fallimentare.

L'odierna fallita era ed è tutt'ora titolare di un'azienda esercente l'attività alberghiera nel complesso denominato XXXXXXXXXXXX, sito a Teramo, Via De Gasperi n. 41.

A seguito dell'intervenuto fallimento della società ed a seguito dell'autorizzazione del G.D. del 24 aprile 2013 ad oggi l'immobile è detenuto senza titolo da soggetti terzi e sono in corso le procedure di rilascio. Gli occupanti attualmente versano alla Procedura l'indennità di occupazione senza titolo.

3. DOCUMENTAZIONE ESAMINATA.

Come si è già detto nel precedente paragrafo, è stato ritenuto opportuno dover quantificare pecuniariamente il valore del ramo d'azienda ceduto in locazione alla data della decozione, attraverso l'attualizzazione del valore di mercato dei beni facenti parte del patrimonio aziendale concessi in locazione ed attraverso l'esame delle scritture contabili societarie a disposizione.

Al fine di poter procedere all'espletamento dell'incarico ricevuto lo scrivente ha esaminato la seguente documentazione:

- Copia bilancio d'esercizio anno 2009 (doc. all. 3);
- Copia bilancio d'esercizio anno 2010 (doc. all. 4);
- Copia bilancio d'esercizio anno 2011 (doc. all. 5);
- Libro giornale dal 2010 al 2012(doc. all. 6);
- Perizia tecnica estimativa redatta dall'Ing. Fabio Morgante (doc. all. 7).

3.1. Data di riferimento della valutazione.

I dati ut supra indicati sono stati riparametrati e la valutazione d'azienda, in ragione delle scritture contabili societarie esaminate, nonché in ragione del valore di stima conferito dall'Ing. XXXXXXXX sia all'immobile sito in Teramo, denominato XXXXXXXXXXXXXXXXXXXX, Via De Gasperi n. 41, sia ai beni mobili facenti parti della struttura alberghiera, è riferita alla data del **31 dicembre 2013**.

4. PROFILO DELLA SOCIETA'

La società "XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX", risulta essere stata costituita in data 23 ottobre 1998, con sede legale in XXXXXXXX(X), Via XXXXX n.XX; Partita IVA XXXXXXXXXXXXX, numero REA XXXXXX, capitale sociale 100.000 Euro, deliberato, sottoscritto e versato.

Le quote nominali risultano essere così ripartite:

- XXXXXXXX, proprietà in ragione del 10% del Capitale sociale pari ad €. 10.000,00;
- XXXXXXXXXXXXX, proprietà in ragione del 10% del Capitale sociale pari ad €. 10.000,00;
- XXXXXXXXXXXXX, proprietà in ragione dell'80% del Capitale sociale pari ad €. 80.000,00.

L'oggetto sociale come da atto costitutivo/Statuto di cui alla visura camerale, risulta essere costituito dallo " *svolgimento sia in Italia che all'estero di costruzioni edili civili ed industriali sia in conto proprio che in conto terzi; acquistare, locare ed amministrare aree e complessi immobiliari; ... gestione di alberghi, villaggi turistici, case residenza, motel, ostelli etc.* ".

La carica di Amministratore Unico, alla data della dichiarazione di fallimento, risultava essere ricoperta dalla Sig.ra XXXX XXXXXX, nominata con atto del 21 febbraio 2013, in sostituzione del Sig. XXXXXXXXXXXXXXXX, legale rappresentante della società sino alla data della intervenuta revoca.

5. VALUTAZIONE ECONOMICA D'AZIENDA.

L'analisi economico-finanziaria della società XXXXXXXXXXXXXXXX
XXX è stata redatta sia nella parte economica che patrimoniale.
I criteri utilizzati si sono ispirati ai principi contabili
normalmente utilizzati dalle società e che si informano ai principi
della prudenza e della competenza economica, oltre che, come
raccomandato dall'Organismo Italiano di Contabilità (OIC), al
principio della prevalenza della sostanza sulla forma.

L'attualizzazione del valore della valutazione d'azienda è stato
effettuato alla data del 31 dicembre 2013, i dati rilevati dai
Bilanci d'esercizio della società sono stati sottoposti ad una
riclassificazione economico e finanziaria, ciò in quanto ai fini di
una corretta analisi tecnica/valutativa d'azienda occorre una “
rilettura ” del documento (bilancio) per passare dal “ criterio della
destinazione ” al “ criterio della realizzabilità ”.

Per tali ragioni, la presente relazione di stima procederà
articolandosi nei seguenti punti:

- A) riclassificazione finanziaria dei valori patrimoniali;
- B) riclassificazione della situazione economica.

A) La “ **riclassificazione finanziaria** ” dei valori patrimoniali
tende ad individuare le componenti del capitale investito,
distinguendole secondo la loro diversa “ trasformabilità in
denaro ”, cioè secondo la loro attitudine a ritornare in forma
liquida.

Per far ciò, occorre preliminarmente individuare una nozione
di “ tempo breve ”, che consenta la suddivisione in attivo
circolante ed in attivo immobilizzato.

E' prassi consolidata ormai individuare il limite di un anno (a
partire dalla data del bilancio) per riferirsi al ciclo di realizzo

degli investimenti classificabili come attivo circolante. Per esclusione, l'attivo immobilizzato comprende gli investimenti di durata superiore ad un anno.

Il capitale acquisito coincide con le fonti di finanziamento che un'impresa utilizza per fronteggiare i fabbisogni espressi dal capitale investito. Come l'attivo di bilancio viene assunto quale espressione contabile dei " valori di investimento ", così il passivo può ritenersi analoga espressione dei corrispondenti " valori di finanziamento ".

I finanziamenti, sul piano sostanziale, possono essere riclassificati, avendo riguardo alla loro provenienza, nel modo seguente: finanziamenti interni (capitale proprio) e finanziamenti esterni (capitale di credito). Da questo punto di vista, la suddivisione dei finanziamenti si fonda sul periodo di rimborso, che viene individuato nel parametro temporale di un anno come per gli investimenti.

B) L'analisi della situazione economica persegue l'obiettivo di pervenire alla riformulazione dei giudizi sulla " redditività della gestione ", intesa come " caratteristica attitudinale dell'impresa ". Infatti, l'attitudine dell'impresa a svolgere durevolmente la propria attività presuppone una gestione che, almeno tendenzialmente, si profili economica - nel senso di una stabilizzata attitudine a remunerare congruamente, secondo le condizioni di mercato, tutti gli attori che utilizza.

In questo quadro, la redditività del singolo esercizio si riferisce alla capacità, nel breve e medio periodo, di ottenere un risultato economico soddisfacente.

Ulteriori elementi presi in considerazione nell'odierna indagine sono dati:

1) **Valore della produzione;**

2) **Costi della produzione.**

Partendo dalla rielaborazione dei suddetti parametri/criteri, il CTU ha completato l'analisi economica considerando la gestione alberghiera in attività, tenendo comunque in considerazione la crisi che investe il settore.

Giova all'uopo ricordare che la redazione di un conto economico per " margini " evidenzia il " peso " di ciascuna area nella determinazione del risultato netto di bilancio.

Nell'ottica del codice civile, quindi, il risultato di bilancio (utile o perdita), laddove siano presenti, deve essere scomposto nei seguenti elementi costitutivi:

- Risultato della gestione corrente;
- Risultato della gestione finanziaria;
- Imposte;
- Risultato netto.

5.1. Criteri di valutazione

5.1.1 Introduzione

Per poter concretamente procedere alla valutazione del capitale economico di una azienda in generale è possibile ricorrere all'utilizzo di modelli e formule valutative di differente natura.

Data la pluralità dei modelli e delle formule è importante nel processo valutativo una scelta razionale e non casuale del modello adottato nel lavoro di stima, in quanto quest'ultimo nell'insieme, deve soddisfare sia esigenze di **razionalità e dimostrabilità**, sia deve rendere efficace ed affidabile lavoro peritale.

Le metodologie che possono essere utilizzate, sono basate, in genere sui seguenti metodi: patrimoniale, reddituale e misto. Di tali metodi, lo scrivente riporta una sintesi metodologica.

5.1.2. Metodo patrimoniale

L'indagine sulla composizione del " Patrimonio " deve avere quali finalità conoscitive: la definizione delle condizioni produttive in termini di beni immobilizzati (immateriali, materiali etc.), per esprimerne il loro valore con riferimento al periodo di stima.

L'obiettivo principale dell'apprezzamento patrimoniale nel contesto del processo di valutazione economica è di determinare il valore corrente del patrimonio della società, tramite la valutazione economica dei suoi singoli elementi, nonchè quantificare il valore di sintesi del " Patrimonio netto rettificato " (K).

Si stima il patrimonio netto rettificato K (attivo - passivo = patrimonio netto + rettifiche) con il metodo semplice, quando si considerano tutti i valori iscritti in bilancio e le loro relative rettifiche; invece, con il metodo complesso quando uno o più beni immateriali, non specificatamente contabilizzati, vengono inclusi nella stima. In questa ultima ipotesi, si conviene di indicare il valore a cui si perviene con il simbolo **K'**.

La valutazione patrimoniale, rappresentando i valori correnti a disposizione della società, deve sempre superare positivamente la verifica che la società oggetto di valutazione produca redditi congrui, poiché la valutazione finanziaria di ogni investimento, trova una sua conferma indiretta nei flussi economici attesi che sarà in grado di realizzare.

Infatti, tra le diverse nozioni di “ capitale-valore ”, riferite a quantificare il valore economico di un’impresa, il capitale economico è un valore unitario e derivato, funzione della capacità di produrre reddito.

In generale ai fini di una corretta determinazione del capitale economico occorre tener presente le seguenti voci di bilancio:

- **Le immobilizzazioni materiali** sono valutate sulla base del valore corrente, che può essere espresso da un valore di mercato, dal costo di riproduzione o dal costo di sostituzione del bene, tenuto conto della loro vita utile residua e del grado di obsolescenza.

L’osservazione delle condizioni di gestione per la produzione dei beni e/o servizi della società e quindi alle modalità effettive di produzione, può condurre ad ulteriori rettifiche che tengono conto di eccessi strutturali o di insufficienze funzionali.

- **I beni in leasing** devono essere valutati al fine di recepire a livello patrimoniale il loro valore corrente e l’entità del debito residuo verso il locatore; ciò consente di evidenziare gli ulteriori beni strumentali utilizzati dall’impresa ed il debito finanziario connesso alla loro acquisizione. Per la valutazione patrimoniale dei beni in leasing si procede rilevando il valore corrente di tali beni tra le attività, ed il valore attuale dei canoni a scadere del contratto di leasing e del prezzo finale del riscatto tra le passività.

- **Le disponibilità monetarie i crediti e debiti di regolamento** esse sono rilevate al presumibile valore di realizzo, escluse le disponibilità monetarie in euro detenute in cassa e banca, che sono rilevate al loro valore nominale.

La valutazione dei crediti (debiti) di regola non dovrebbe, in generale, richiedere particolari aggiornamenti o rettifiche rispetto

ai valori rilevati nel bilancio di funzionamento, nell'ipotesi che la valutazione rifletta il grado di solvibilità del debitore, esprimendo correttamente il presumibile valore di realizzo dei crediti e di estinzione dei debiti.

Infatti particolare attenzione deve essere dedicata, tramite l'analisi dello scaduto (*aging*), alle posizioni a rischio rappresentate da crediti in sofferenza, in contenzioso ed in procedura concorsuale.

E' importante che la valutazione dei crediti tenga conto, oltre che delle perdite prevedibili sui crediti, da un lato della presenza di garanzie reali e, dall'altro, della stima degli eventuali oneri accessori che rimangono in molti casi a carico della società creditrice.

I debiti di regolamento rappresentano caratteristiche del tutto analoghe a quelle dei crediti.

- **I beni immateriali così detti "intangibili"**

L'analisi dei beni immateriali (così detti intangibili) costituisce il presupposto per individuare quale potrà essere il vantaggio competitivo che si può ottenere nella società oggetto di stima. Si parla in questo caso di analisi "qualitativa" del complesso patrimoniale a disposizione dell'impresa, cioè delle conoscenze, capacità e competenze che la stessa dispone, e che sono le cause di affermazione dei loro valori anche in termini quantitativi, ai fini della valutazione nella stima dei singoli elementi patrimoniali.

Secondo interpretazioni ormai generalmente accettate sia dalla dottrina che dalla pratica professionale, il patrimonio netto può essere visto come un "investimento aggregato", comprensivo non solo delle componenti produttive materiali necessarie al raggiungimento delle finalità economiche della

società, ma anche delle componenti intangibili, che consentono una migliore integrazione delle componenti materiali, in funzione del conseguimento dei risultati economici attesi, e che rivestono pertanto un peso determinante per la realizzazione dei futuri flussi economici e finanziari.

I requisiti affinché una risorsa immateriale specifica deve soddisfare per essere qualificata “ bene intangibile ” sono i seguenti:

- a) devono essere stati sostenuti costi significativi di acquisto o di produzione interna;
- b) deve garantire benefici economici differenziali futuri consistenti;
- c) deve essere trasferibile.

I principi contabili internazionali offrono un elenco delle risorse immateriali che soddisfano, alternativamente, uno dei due criteri sopra citati, sono qualificati come beni intangibili e classificabili secondo la tipologia seguente di **“intangibles”**, relativamente a:

- a) il marketing;
- b) i rapporti con la clientela
- c) le opere artistiche e dell'ingegno;
- d) i contratti;
- e) le conoscenze scientifiche e tecnologiche.

Nella pratica professionale sono possibili due differenti modalità di valutazione, la prima orientata al criterio del costo la seconda orientata ai risultati economici.

Il criterio del costo, consente l'individuazione dei costi storicamente sostenuti, per natura ed ammontare, opportunamente rivalutati, il costo complessivo ottenuto, è poi ridotto proporzionalmente in funzione del rapporto tra la vita utile residua del bene e la sua vita totale.

La valutazione orientata ai risultati economici prevede che si possa procedere alla determinazione del valore del bene intangibile tramite:

- **i risultati economici differenziali** attualizzati all'epoca della valutazione, quali i redditi differenziali attesi ottenuti per differenza tra i maggiori ricavi ed i maggiori costi indotti dal bene intangibile rispetto ad una situazione nella quale non sia presente tale bene; i margini industriali dell'impresa oggetto di valutazione, che dispone di beni intangibili, e quelli delle imprese concorrenti;
- **il metodo dei tassi di royalty** da applicare ai risultati previsti per un certo numero di anni e, poi, da attualizzare all'epoca della valutazione, prevede che si possa disporre di tassi dedotti per casi simili dal mercato al fine di individuare, tramite un approccio comparativo, il tasso pertinente alla valutazione in oggetto; questo metodo è consigliabile per quei beni intangibili che possono essere concessi in uso a terzi, quali marchi e brevetti;
- **il metodo dei multipli di mercato**, riferiti ai beni intangibili. Determinato il moltiplicatore (M) come rapporto tra il "prezzo/valore" di un bene" e una grandezza economica (per esempio, il fatturato, il MOL etc.), rilevato un moltiplicatore medio (Mn) riferito ad un campione di operazioni sufficientemente omogenee, il valore del bene intangibile è calcolato applicando quel moltiplicatore medio (Mn) alla grandezza economica prescelta inerente al bene intangibile da valutare.

Il **metodo patrimoniale** permette, quindi, di definire per la valutazione della società due possibili configurazioni di valore del Patrimonio.

Il Patrimonio netto rettificato (K), quando si escludono valutazioni sui beni immateriali, è definito dalla somma del capitale netto contabile (C) e delle plusvalenze (P) e minusvalenze (M) accertate; dedotti, se necessario, gli oneri fiscali potenziali:

$$\mathbf{K = C + ((P_1 + P_2) - (M_1 + M_2))}$$

Oltre alla definizione di “ **Patrimonio netto rettificato** ”, è possibile considerare un'altra definizione che lo integra del “Valore Beni Immateriali” considerati (VBI) . Quindi, si può esprimere un K', come sinteticamente formalizzato nella seguente espressione:

$$\mathbf{K' = K + VBI}$$

K' = Patrimonio netto rettificato comprensivo dei beni immateriali intangibili specifici.

5.1.3 Metodo reddituale

Le diverse soluzioni applicative (*metodi e formule*) in cui si articola il **metodo reddituale** discendono principalmente:

- dal modo in cui vengono definiti e misurati i flussi reddituali del passato;
- dalla durata dell'orizzonte temporale cui le attese di flussi reddituali fanno riferimento;
- dal modo in cui le proiezioni nel futuro vengono concepite e realizzate, mantenendo o variando in misura più o meno rilevante i risultati che l'impresa ha generato nel recente passato e sta ottenendo nel presente;

- dal modo in cui i flussi differiti nel tempo sono riportati all'attualità mediante l'uso di tassi di attualizzazione;
- dalla circostanza che la società considerata “ *stand alone* ”, oppure integrata in un gruppo di altre società è in grado di generare flussi di reddito differenziali.

Il modello reddituale presenta nella pratica la definizione di un orizzonte temporale, il cui limite minimo è previsto in 3-5 anni ed il limite massimo che considera la vita della società a tempo indefinito. Il caso concreto dipende dal settore di attività della società oggetto di valutazione rappresentato, che può consentire di definire un flusso economico anche per un arco temporale di 8-10 anni. E' implicito il fatto che è crescente l'incertezza dei redditi programmati più distanti nel tempo, a fronte di una maggiore certezza dei redditi presenti e/o da conseguire nell'immediato futuro, questo aspetto può essere compensato attraverso l'attualizzazione ad un apposito tasso del flusso di reddito stimato.

Un approccio possibile di valutazione, è di pervenire alla definizione di *risultati programmati* nel tempo, e sempre più frequentemente, si utilizzano a tal fine documenti formalizzati atti ad esprimere le attese economiche del prossimo futuro, in pratica redigendo **budget e piani di medio termine**.

La soluzione alternativa rispetto al ricorso ad una serie analitica di valori è l'attualizzazione del concetto di **reddito medio atteso (annuale)**, in analogia al concetto di **reddito medio normale**.

Il ragionamento posto a fondamento di quest'ultima scelta, è dato dal convincimento che la successione dei flussi attesi per singoli anni aumenterebbe le difficoltà di previsione, senza migliorare l'attendibilità complessiva dei risultati. In pratica, i redditi dei singoli anni futuri, superati i primi anni, sarebbero, in

molti casi, dotati di scarsa attendibilità. Tanto vale allora concentrare l'attenzione sulla definizione di una misura di **reddito "medio"**.

La formula utilizzata con il metodo reddituale è di seguito riportata, essa tiene conto di **un flusso economico programmato di 3-5 anni (1^ fase) e di un valore terminale: calcolato sulla base della formula della rendita perpetua, al cui numeratore figura il reddito medio prospettico dal tempo t+1 ed al denominatore il saggio di attualizzazione diminuito di un fattore di crescita "g"; il valore così ottenuto è attualizzato al momento di effettuazione della stima (2^ fase).**

$$W = \sum_{j=1}^t R_j * v_t + \frac{R_m}{i - g} * v_{(t+1)}$$

R_j= redditi programmati per il periodo da 1 a t

V_t=valore attuale

R_m= reddito medio prospettico dal tempo t+1, utilizzato nella determinazione del valore terminale

i=saggio di attualizzazione (pari al costo opportunità del capitale, c.o.e.)

g= fattore di crescita

W= valore economico (capitale economico)

5.1.4 Metodo misto patrimoniale-reddituale

Nella versione base, **il modello misto patrimoniale-reddituale** si presenta con tre formule alternative:

- a) l'attualizzazione limitata del reddito differenziale medio ;
- b) con l'attualizzazione dei redditi differenziali analitici per n anni;
- c) con capitalizzazione illimitata del reddito differenziale medio.

La formula, di gran lunga più nota, corrisponde al caso a), si esprime con:

$$W = K + a_{ni'}(R_0 - i''*K)$$

K= Patrimonio netto rettificato

$a_{ni'}$ =valore attuale di una rendita posticipata al tasso i' per n anni

R_0 =reddito medio prospettico

i' =tasso di attualizzazione del reddito differenziale

i'' =costo del capitale (c.o.e.)

Nell'impostazione generale del modello in commento con stima autonoma del *goodwill* la definizione di n è l'essenza stessa del procedimento, in quanto si suppone che le cause generatrici di reddito oltre la norma non possono durare più a lungo di 3-5 anni. Nel tempo, qualora si voglia dare più enfasi alle componenti economiche, rispetto a quelle patrimoniali, la durata può essere stimata su di un orizzonte più lungo (secondo il settore di appartenenza dell'impresa target).

Relativamente al tasso i' , nella prassi consolidata nell'utilizzo di questo modello questa scelta è stata a lungo in bilico tra:

- il puro compenso finanziario nel tempo, cioè il **tasso senza rischio** (di investimenti a lungo termine in titoli pubblici e simili); inoltre, se il reddito differenziale è stimato al netto dell'inflazione, anche il tasso deve essere reale;
- la somma del tasso senza rischio ed il premio per il rischio azionario, quest'ultimo moltiplicato per il coefficiente beta.

La scelta dipende dal segno dei redditi differenziali, se negativo appare più prudente utilizzare il tasso cosiddetto *riskless*.

Una formulazione più ricorrente del metodo patrimoniale misto (con correzione reddituale) si traduce nell'espressione:

$$W = C_0 + [R_0 * (1 - t) - i'' * C_0] a_{ni}' - D$$

C_0 = Capitale investito netto, rettificato sulla base dei valori correnti (o di mercato) delle attività. Esso è pari alla somma del capitale fisso (immobilizzazioni tecniche) al servizio dell'attività operativa dell'impresa e del capitale circolante netto (di funzionamento);

i'' = wacc aggiustato in funzione del rapporto di indebitamento atteso;

a_{ni}' = valore attuale di una rendita posticipata, ad un determinato tasso per n anni;

i' = tasso per gli investimenti privi di rischio;

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

Questa alternativa presenta dei vantaggi:

- il ricorso al capitale investito netto C_0 in luogo di K , consentirebbe una più esplicita separazione delle aree operative e finanziarie 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);
- è più coerente con i principi di misurazione del valore.

5.1.5 La scelta del saggio di attualizzazione

La determinazione del saggio di attualizzazione nei processi valutativi comporta, il calcolo del **costo opportunità del capitale** e gli aggiustamenti necessari per la valorizzazione dello specifico oggetto di stima.

Infatti, esso deve rispondere a due principi basilari:

- a) il principio della razionalità, nel senso che deve essere allineato al rendimento degli investimenti della stessa classe di rischio;
- b) il principio della coerenza con i flussi di risultato da attualizzare, nel senso che il tasso deve essere coerente con i flussi di risultato prospettici normalizzati.

Quanto al **costo opportunità del capitale**, le scelte riguardano:

1. il modello teorico di riferimento, nel caso specifico si è deciso di far ricorso al **Capital Asset Pricing Model (CAPM)**;
2. le modalità di misurazione degli *input* del modello;
3. i criteri di stima dei premi per il rischio.

Il costo-opportunità del capitale deve essere coerente con i flussi attesi, deve quindi esprimere il rendimento dell'impresa-target. Uno degli approcci più diffusi ed utilizzati per la sua

determinazione, è appunto, come già accennato, il modello **CAPM**.

Il riferimento a questo modello valutativo, risponde al fine precipuo di ottenere la dimostrabilità dei tassi assunti.

La relazione seguente definisce il modello teorico di riferimento per la determinazione del **costo opportunità del capitale (c.o.e.)**, e rappresenta appunto l'applicazione del **CAPM**:

$$\text{coe} = \text{rf} + (\text{rm} - \text{rf}) * \beta$$

coe= costo opportunità del capitale;

rf= tasso privo di rischio

rm= tasso di rendimento del mercato

β = coefficiente di rischio del mercato rispetto ad un "asset" quale rapporto: con al numeratore, il prodotto, tra lo scarto quadratico medio dei rendimenti "dell'asset" ed il coefficiente di correlazione, tra i rendimenti "dell'asset" con quelli di mercato; ed al denominatore lo scarto quadratico medio dei rendimenti del portafoglio di mercato.

Il tasso privo di rischio (rf) utilizzato nella costruzione del **"CAPM"**, sta ad indicare la possibilità per l'investitore di allocare le proprie risorse senza incorrere in alcun tipo di rischio; la remunerazione così ottenuta è in questo caso da intendersi come il premio che l'investitore riceve per il fatto di privarsi, temporaneamente della propria liquidità.

Per questa ragione, nell'individuazione del tasso privo di rischio, ci si riferisce al tasso pagato dal "Tesoro" sulle proprie emissioni che individua le migliori condizioni di indebitamento, alle quali un debitore può raccogliere risorse finanziarie sul mercato, in

quanto offre una concreta rappresentazione e quantificazione del concetto di tasso privo di rischio.

Il rendimento di mercato ($R_m - R_f$) rappresenta, invece, l'indicatore sintetico del livello di remunerazione che gli investitori ottengono a fronte dell'investimento in azioni. In linea teorica dovrebbe rappresentare il rendimento dell'investimento nel portafoglio di mercato, un portafoglio nel quale sono rappresentati tutti i titoli presenti sul mercato in proporzione alle rispettive capitalizzazioni.

Nella teoria il concetto di rischio viene rappresentato come variabilità dei rendimenti attorno al rendimento atteso. Il rischio generale che grava su di un'attività d'impresa; può essere rappresentato qualitativamente e quantitativamente facendo riferimento alle due componenti di base, il rischio operativo ed il rischio finanziario.

Il rischio operativo è quello che afferisce l'attività caratteristica dell'impresa (*core business*) e si manifesta nella variabilità dell'utile operativo. Il rischio finanziario dipende invece dalla struttura finanziaria che l'impresa si è data.

Il punto focale del **CAPM** è il **coefficiente beta**. Il modello stabilisce che il premio per il rischio azionario (**$R_m - R_f$**), **Equity Risk Premium**, vada moltiplicato per il beta dello specifico settore economico, per misurare **i rischi non diversificabili**, che sono costituiti da quei rischi esterni all'impresa e comunque presenti sul mercato, dipendenti dalla situazione economica e finanziaria generale. Valori del beta maggiori di 1 corrispondono a situazioni di rischio più alte della specifica società rispetto al mercato, valori inferiori a 1 hanno, ovviamente, il significato opposto. La reperibilità del coefficiente in parola è possibile grazie alle banche dati di qualificati "Providers".

Il caso concreto di valutazione, ci pone di fronte ad una singola fattispecie oggetto di stima, quindi, è necessario considerare l'aggiustamento del calcolo del premio per il rischio, per tener conto:

- 1) dello specifico grado di indebitamento e del rischio operativo;
- 2) della ridotta dimensione della società target come di seguito esplicitato.

Quanto al primo aspetto, secondo autorevole dottrina, il beta di una qualsiasi società (β_f) dipenderebbe sia dal suo beta operativo (β_o), sia da un aggiustamento connesso al peso dell'indebitamento nella struttura finanziaria: β_f aumenterebbe al crescere del peso relativo all'indebitamento. Il beta medio di società comparabili deve essere aggiustato per riflettere le differenze del *leverage*.

La formula si esprime come segue:

$$\beta_f = \beta_o + \beta_o(1 - t) * \frac{D}{C}$$

dove:

β_f = beta di un'azienda con un dato *leverage* (D/C) c.d. beta levered;

β_o = beta di un'azienda con D/C=0, comunemente denominato "beta operativo" (beta unlevered);

t = aliquota fiscale (imposte dirette);

D/C = rapporto debiti/capitale proprio (in versione più sofisticata può essere considerato il valore di mercato dei debiti (OF/c.o.d.) ed il valore corrente del capitale proprio (Un/c.o.e.)).

Quanto al secondo aspetto si ottiene con la formula cosiddetta **“firm size premium”**, che parte dall’evidenza che le imprese di limitate dimensioni a parità di beta presentano rendimenti più elevati, il che significa che il costo del capitale applicato agli investitori è più elevato, quindi si rende necessario maggiorare il premio per l’investimento.

Secondo le evidenze maturate nel mondo anglosassone, si tratterebbe di una maggiorazione percentuale, ad incremento della rischiosità dell’investimento specifico.

Quindi, il costo opportunità del capitale che costituisce il saggio di attualizzazione utilizzato dallo scrivente nella presente relazione, è ottenuto dalla somma delle seguenti tre componenti: il tasso privo di rischio, il premio per il rischio e la maggiorazione percentuale per tener conto dei cosiddetti rischi specifici.

Il calcolo del costo medio ponderato del capitale dell’impresa è effettuato sulla base del costo dell’equity (**c.o.e.**) e del costo dei debiti finanziari (**c.o.d.**). E’ infatti, possibile calcolare il costo medio ponderato del capitale (**Wacc**) sulla base della seguente relazione:

$$\text{Wacc} = \text{c.o.e.} * \frac{C}{V} + \text{c.o.d.} * \frac{D}{V} * (1-t)$$

c.o.e.= cost of equity = costo dei mezzi propri

c.o.d.= cost of debt = costo del debito

C/V= rapporto dei mezzi propri e del capitale investito a valore di mercato

D/V= 1-C/V = rapporto tra debiti finanziari e capitale investito a valore di mercato

t= incidenza percentuale fiscale (imposte dirette)

Ai fini del calcolo del Wacc si tiene conto delle rettifiche dovute per considerare i valori contabili ai valori correnti e che corrispondono, in linea di principio, a quelle considerate per la determinazione di **K**. Inoltre, si tiene opportunamente conto degli effetti dati dal così detto “*scudo fiscale*” sui debiti finanziari. Infatti, la deducibilità fiscale degli oneri finanziari costituisce una fonte di valore aggiuntivo per un’impresa indebitata. La misura di tale valore è funzione della qualità degli utili operativi che consentono la deducibilità degli oneri finanziari e della quantità di debito cui l’impresa fa ricorso.

6. DESCRIZIONE E VALUTAZIONE ANALITICA DELLA ATTIVITÀ E DELLE PASSIVITÀ DELLA SOCIETÀ

Fatte le dovute premesse generali sui possibili metodi da utilizzare per poter procedere ad una corretta valutazione d'azienda, l'odierna indagine estimativa/valutativa è stata effettuata analizzando i dati esposti nei bilanci degli ultimi quattro esercizi, mentre lo sviluppo della valutazione prende in considerazione l'ultimo biennio sia per lo sviluppo del budget che per la riclassificazione del patrimonio netto.

Stato Patrimoniale

Attivo:

Società:XXXXXXXXXXXXXXXXXX			
Stato Patrimoniale finanziario	2012	2011	Variazioni
ATTIVITA'			
Disponibilità liquide	9.202	12.280	-3.078
Liquidità immediate	9.202	12.280	-3.078
Crediti verso clienti	2.752.853	469.101	2.283.752
Crediti verso imprese controllate	0	0	0
Crediti verso imprese collegate	0	0	0
Crediti verso imprese controllanti	0	0	0
Crediti tributari	1.969	12.579	-10.610
Imposte anticipate	67	67	0
Crediti verso altri	3.028.768	2.168.978	859.790
Liquidità differite	5.783.657	2.650.725	3.132.932
Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni			0
Rimanenze	250.000	408.676	-158.676
Risconti attivi	59.270	59.270	0
Disponibilità	309.270	467.946	-158.676
Attività correnti (A)	6.102.129	3.130.951	2.971.178
Immobilizzazioni immateriali	212.025	212.025	0
Immobilizzazioni materiali	6.133.377	6.131.846	1.531
Immobilizzazioni finanziarie	14.500	14.500	0
Crediti verso soci c/decimi	0	0	0
Crediti verso imprese controllanti (oltre 12 mesi)	0	0	0
Attivo immobilizzato (C)	6.359.902	6.358.371	1.531
Totale attività	12.462.031	9.489.322	2.972.709

Passivo:

PASSIVITA'			
Debiti verso banche	4.372.936	4.423.791	-50.855
Debiti verso altri finanziatori	791.676	153.127	638.549
Acconti	0	926.134	-926.134
Esigibilità immediate	5.164.612	5.503.052	-338.440
Debiti verso fornitori	989.310	743.756	245.554
Debiti rappresentati da titoli di credito	0	0	0
Debiti verso imprese controllate	20.375	20.375	0
Debiti verso imprese collegate	0	0	0
Debiti v/imprese controllanti	0	0	0
Debiti tributari	494.202	476.322	17.880
Debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale	21.202	21.202	0
altri debiti	4.625.390	3.929.469	695.921
Ratei e risconti passivi	0	0	0
Esigibilità differite	6.150.479	5.191.124	959.355
Passività correnti (B)	11.315.091	10.694.176	620.915
Trattamento di fine rapporto	102.423	102.443	-20
Debiti verso controllanti (oltre 12 mesi)	0	0	0
Debiti tributari (oltre 12 mesi)	0	0	0
Debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale (oltre 12 mesi),	0	0	0
altri debiti (oltre 12 mesi)	0	0	0
Altri fondi	2.498.426	0	2.498.426
Passivo consolidato	2.600.849	102.443	2.498.406
Capitale sociale	100.000	100.000	0
Riserva legale	2.129	2.129	0
Altre riserve	0	0	0
Utile (perdite) a nuovo	-1.409.426	288.278	-1.697.704
Utile (perdite) netto d'esercizio	-146.613	-1.697.704	1.551.091
Patrimonio netto	-1.453.909	-1.307.297	-146.612
Mezzi consolidati (D)	1.146.940	-1.204.854	2.351.794
Totale Passività	12.462.031	9.489.322	2.972.709
Capitale circolante netto (A)-(B)= (D)-(A)	-5.212.962	-7.563.225	2.350.263

Conto Economico

Società: XXXXXXXXXXXXXXXX			
Conto economico	2012	2011	Variazioni
VALORE DELLA PRODUZIONE			
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	395.000	2.070.404	-1.675.404
Incrementi di imm.ni per lavori interni	0	0	0
Variazioni delle rimanenze di prodotti in lav., semilavorati e finiti	0	0	0
Variazioni dei lavori in corso su ordinazione	0	0	0
Incrementi di immobilizzazione di lavori interni	0	0	0
Altri Ricavi e Proventi	214.987	265.288	-50.301
TOTALE VALORE DELLA PRODUZIONE	609.987	2.335.692	-1.725.705

Costi operativi esterni	11.590	286.892	-275.302
Materie prime,suss.rie, di consumo,merci	0	539	-539
Per servizi	1.496	74.190	-72.694
Per godimento beni di terzi	7.760	53.733	-45.973
Oneri diversi di gestione	2.334	158.430	-156.096
VALORE AGGIUNTO	598.397	2.048.800	-1.450.403
Costo del lavoro	0	20.515	-20.515
Per il personale			
a)salari e stipendi	0	17.082	-17.082
b)oneri previdenziali ed assistenziali	0	3.433	-3.433
c)quota TFR	0	0	0
MARGINE OPERATIVO LORDO = Ebitda	598.397	2.028.285	-1.429.888
Ammortamenti e svalutazioni	737.739	2.817.027	-2.079.288
a)ammortamento immobilizzi immateriali	0	61.350	-61.350
b)ammortamento immobilizzi materiali	0	324.990	-324.990
Svalutazione di crediti compresi nell'attivo	737.739	1.760.687	-1.022.948
Variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo merci	0	670.000	-670.000
REDDITO OPERATIVO = Ebit	-139.342	-788.742	649.400
Margine Finanziario	-7.271	-125.654	118.383
Margine Gest. Straordinaria	0	-783.308	783.308
Risultato prima delle imposte	-146.613	-1.697.704	1.551.091
Imposte sul reddito d'esercizio	0	0	0
Utile (perdita) dell'esercizio	-146.613	-1.697.704	1.551.091

Indici di bilancio

Società: XXXXXXXXXXXXXXXX		
Margini ed indici finanziari	2012	2011
Margine di tesoreria=attivo corrente -passivo corrente	-5.212.962,00	-7.563.225,00
Peso del capitale circolante	48,97	32,99
Peso del capitale immobilizzato	51,03	67,01
Peso delle passività correnti	90,80	112,70
Peso delle passività consolidate	20,87	1,08
Peso del capitale proprio	-11,67	-13,78
Patrimonio netto tangibile=Patrimonio netto-Immobilizzazioni immateriali	-1.665.934,41	-1.519.322,00
Acid test=Liquidità immediate/ passività correnti	0,08	0,11
Indice di liquidità=Liquidità imm+ diff. /Passività correnti	51,20	24,90
Rapporto di indebitamento (debiti/patrimonio netto)	0,00	0,00
Indici economici	2012	2011
ROI-Return on investments	-1,12	-8,31
ROS-Return on Sales	-35,28	-38,10
ROE-Return on equity	10,08	129,86
ROA-Return on assets	-1,18	-17,89
Capitale circolante netto	-5.212.962	-7.563.225
Flusso di capitale circolante netto	2.350.263	

Rendiconto finanziario

Società: XXXXXXXXXXXXXXXX	
Rendiconto finanziario per variazioni di CCN	2012
FONTI DI FINANZIAMENTO:	
Utile d'esercizio	-146.613
Accantonamenti	0
Ammortamenti	0
Capitale circolante netto generato dalla gestione reddituale	-146.613
FONTI:	
Incremento del capitale sociale	0
Incremento dei debiti a medio e lungo termine	0
	-146.613
IMPIEGHI:	
Incremento delle immobilizzazioni immateriali	0
Incremento delle immobilizzazioni tec. lorde	0
Incremento delle partecipazioni	0
Utilizzo del fondo TFR	0
Incremento dei crediti v./ controllanti (oltre i 12 mesi)	0

INCREMENTO (DIMINUZIONE) CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	-146.613
DETERMINATO DA:	
Attività a breve:	
Disponibilità liquide	-3.078
Crediti verso clienti	2.283.752
Crediti verso imprese controllate	0
Crediti verso imprese collegate	0
Crediti verso imprese controllanti	0
Crediti tributari	-10.610
Imposte anticipate	0
Crediti verso altri	859.790
Rimanenze	-158.676
Risconti attivi	0
Attività correnti	2.971.178
Passività a breve:	
Debiti verso banche	-50.855
Debiti verso fornitori	245.554
Debiti verso imprese controllate	0
Debiti verso imprese collegate	0
Debiti v/imprese controllanti	0
Debiti tributari	17.880
Debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale	0
altri debiti	695.921
Ratei e risconti passivi	0
Passività correnti	620.915
INCREMENTO (DIMINUZIONE) CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	2.350.263

Budget

Società:XXXXXXXXXXXXXXXXXX								
	2011	2012		2014	2015	2016	2017	2018
Conto economico	Consuntivo	Consuntivo	Scostamento	1^ anno di piano	2^ anno di piano	3^ anno di piano	4^ anno di piano	5^ anno di piano
Ricavi di produzione:	1.665.692	609.987	- 1.055.705	858.483	884.046	892.887	901.816	910.834
Ricavi delle vendite e prestazioni	2.070.404	395.000	- 1.675.404	866.712	884.046	892.887	901.816	910.834
Altri	265.288	214.987	- 50.301	32	-	-	-	-
ricavi da nuovi progetti	-	-	-	-	-	-	-	-
Variazione delle rimanenze prestazioni infragruppo	- 670.000	-	670.000	- 8.261	-	-	-	-
	-	-	-	-	-	-	-	-
(Costi di produzione):	- 95.244	- 774	94.470	- 280.037	- 285.638	- 288.495	- 291.380	- 294.294
Materie prime, sussidiarie e di consumo	- 539	-	539	- 110.482	- 112.692	- 113.819	- 114.957	- 116.107
Servizi	- 94.705	- 774	93.931	- 169.555	- 172.946	- 174.676	- 176.423	- 178.187
costi da nuovi progetti	-	-	-	-	-	-	-	-
altri	-	-	-	-	-	-	-	-
Margine Operativo Lordo	1.570.448	609.213	- 961.235	578.446	598.408	604.392	610.436	616.540
(Costi indiretti)	- 1.972.850	- 748.605	1.224.245	- 474.440	- 483.962	- 488.869	- 493.827	- 498.836
materie prime, suss.rie, di cons.merci telefoniche e CDN	-	- 432	432	- 454	- 467	- 481	- 496	- 511
manutenzione e logistica amministrative	-	- 2.674	2.674	- 2.808	- 2.892	- 2.979	- 3.068	- 3.160
consulenze amm.ve (infragruppo)	-	-	-	-	-	-	-	-
pubblicità e promozione	-	-	-	-	-	-	-	-
consulenze e collaborazioni	-	-	-	-	-	-	-	-
compensi organi societari	-	-	-	-	-	-	-	-
viaggi e trasferte	-	-	-	-	-	-	-	-
spese di rappresentanza	-	-	-	-	-	-	-	-
per godimentop beni di terzi	- 53.733	- 7.760	45.973	- 124.372	- 126.859	- 128.128	- 129.409	- 130.703
fitto locali (infragruppo)	-	-	-	-	-	-	-	-
svalutazioni dell'attivo circolante personale	- 1.760.687	-	1.760.687	-	-	-	-	-
oneri diversi di gestione	- 158.430	- 737.739	579.309	- 52.775	- 53.831	- 54.369	- 54.913	- 55.462
Ebitda	- 402.402	- 139.392	263.010	104.006	114.446	115.523	116.609	117.704
ammortamenti immateriali	- 61.350	-	61.350	- 24.571	- 24.571	- 24.817	- 25.065	- 25.316
ammortamenti materiali	- 324.990	-	324.990	- 1.228	- 1.228	- 1.240	- 1.252	- 1.265
Ebit	- 788.742	- 139.392	649.350	78.207	88.647	89.466	90.292	91.123
Margine finanziario	- 125.654	- 7.221	- 132.875	- 16.047	- 16.368	- 16.532	- 16.697	- 16.864
Margine straordinario	- 783.308	-	- 783.308	-	-	-	-	-
Imposte dell'esercizio	-	-	-	- 31.491	- 34.570	- 34.719	- 34.885	- 35.250
Utile netto	- 1.697.704	- 146.613	- 1.844.317	30.669	37.709	38.215	38.709	39.009

Sulla scorta anche delle risultanze conseguite con la perizia tecnica estimativa redatta sull'immobile di proprietà della società xxxxxxxxxxxxxxxxxxxx, lo scrivente ha proceduto a rettificare le seguenti voci di bilancio:

- **Immobilizzazioni Immateriali:** sono state totalmente rettificate, portando il loro valore a zero, in considerazione del fatto che il CTU le reputa non trasferibili.
- **Immobilizzazioni Materiali:** sono state rettificate sulla base delle risultanze finali della perizia tecnico-estimativa dell'Ing. Fabio Morgante (già all. 7):

- **Beni Immobili**, la valutazione degli immobili, ed esattamente dei fabbricati e dei terreni è stata determinata in €. 8.800.000 mentre il valore degli immobili iscritto in bilancio è pari ad €. 5.665.701 con un incremento di valore pari ad €. 3.134.299;
- **Beni Mobili**, la valutazione dei beni mobili, ed esattamente degli impianti e macchinari, delle attrezzature delle stigliature e degli arredi è stata determinata in €. 386.000 mentre il valore complessivo iscritto in bilancio è pari ad €. 1.321.908 con un decremento di €. 1.235.908.
- **Immobilizzazioni Finanziarie:** considerando che la società “XXXXXXXXXXXXXXXX” è fallita, le immobilizzazioni finanziarie sono state totalmente svalutate perché non trasferibili con l’azienda, ma facenti parte nella massa attiva a disposizione della Curatela Fallimentare ai fini del riparto;
- **Rimanenze:** per questi beni è stata operata una svalutazione prudenzialmente totale in quanto il CTU ritiene che anch’essi come le immobilizzazioni finanziarie rientrino nella massa attiva ai fini del riparto;
- **Crediti entro i 12 mesi:** nelle rettifiche, tale valore è stato totalmente svalutato portandolo a zero. Ciò è avvenuto perché il valore dei crediti in presenza del fallimento non è un valore trasferibile, pertanto la voce passa da €. 5.783.658,00 ad Euro zero;
- **Disponibilità finanziarie:** anche tale valore, ancorché non significativo, è stato totalmente azzerato per intervenuto fallimento in quanto non trasferibile, ma a disposizione della Curatela Fallimentare ai fini del riparto finale;

- **Ratei e risconti attivi:** anche tale voce è stata totalmente svalutata non essendo cedibile per i motivi di cui sopra;
- **Debiti esigibili oltre l'esercizio successivo:**
 - o **Debiti di finanziamento:** la voce relativa ai debiti è stata totalmente svalutata perché, come avvenuto per i crediti, in costanza di fallimento i debiti non vengono trasferiti ma fanno parte della massa passiva fallimentare, pertanto il valore degli stessi passa da €. 4.372.936,00 ad Euro zero;
 - o **Debiti di funzionamento:** anche questa voce di debito è stata totalmente svalutata perché, come avvenuto per i crediti, in costanza di fallimento i debiti non vengono trasferiti ma fanno parte della massa passiva fallimentare, pertanto il valore degli stessi passa da €. 6.942.156,00 ad Euro zero;
- **Fondi rischi ed oneri:** tale voce è stata totalmente rettificata portando il suo valore da €. 2.498.426,00 a zero;
- **Trattamento di fine rapporto:** il fondo t.f.r. viene totalmente rettificato perché in presenza di fallimento le somme sono insinuate al passivo fallimentare ed eventualmente vengono anticipate ai lavoratori attraverso il Fondo di Garanzia dell'INPS, pertanto, tale valore passa da €. 102.423,00 a zero;
- **Capitale Sociale:** essendo la società fallita, tale voce è stata totalmente assorbita ed annullata dalle esposizioni debitorie, pertanto il suo valore è zero;
- **Riserva legale:** vale lo stesso discorso per il Capitale Sociale, pertanto il suo valore è pari a zero.

Dalle rettifiche e dalle considerazioni sopra evidenziate, emerge quindi che il **Patrimonio netto rettificato (K)** è risultato essere pari ad **€. 8.031.768,00**.

Di seguito viene esposta la tabella del Patrimonio netto rettificato:

Società: XXXXXXXXXXXXXXXXXXXX				
Patrimonio Netto Rettificato				
descrizione	valori		rettifiche	totale
Imm.ni immateriali	212.025	-	212.025	-
Imm.ni materiali	6.133.377		1.898.391	8.031.768
Imm.ni finanziarie	14.500	-	14.500	-
Rimanenze	250.000	-	250.000	-
Crediti entro i 12 mesi	5.783.657	-	5.783.657	-
Crediti oltre i 12 mesi	-		-	-
Attività fin. che non costituiscono immobilizzazioni	-		-	-
Disponibilità finanziarie	9.202	-	9.202	-
Ratei e risconti attivi	59.270	-	59.270	-
totale attività	12.462.031	-	4.430.263	8.031.768
Debiti di finanziamento:				
entro i 12 mesi	4.372.936	-	4.372.936	-
oltre i 12 mesi	-		-	-
Debiti di funzionamento:				
entro i 12 mesi	6.942.155	-	6.942.155	-
oltre i 12 mesi	-		-	-
Ratei e risconti passivi	-		-	-
Fondi per rischi ed oneri	2.498.426	-	2.498.426	-
Trattamento di fine rapporto	102.423	-	102.423	-
totale debiti + fondi rischi + tfr	13.915.940	-	13.915.940	-
Capitale sociale	100.000	-	100.000	-
Riserva legale	2.129	-	2.129	-
Altre riserve	-		8.031.768	8.031.768
Utile (perdite) a nuovo	- 1.409.426		1.409.426	0
Utile (perdita) d'esercizio	- 146.613		146.613	0
totale patrimonio netto contabile	- 1.453.909		9.485.678	8.031.768
totale passività	12.462.031	-	4.430.263	8.031.768
Patrimonio Netto rettificato				8.031.768
note: Essendo la società fallita, la valutazione dell'azienda non può tener conto di valori azzerati				

7. DETERMINAZIONE DEL VALORE ECONOMICO DELLA SOCIETÀ PERIZIATA

Il metodo **patrimoniale misto con correzione reddituale**, scelto dallo scrivente CTU, per effettuare la valutazione dell'azienda, rappresenta una mediazione tra il metodo reddituale ed il metodo patrimoniale. In questo metodo il valore calcolato sulla base del reddito medio prospettico ed il valore del capitale investito netto concorrono ai diversi livelli di analisi, a determinare il valore economico della società oggetto della nostra valutazione.

Il metodo patrimoniale si fonda sul principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale. La stima degli elementi del capitale può ritenersi accettabile, se il valore totale del patrimonio, considerato analiticamente, non varia notevolmente ed influenzi, quindi, la capacità reddituale. Gli elementi analizzati possono dare origine a rettifiche di valutazione e per questo si definisce come patrimonio netto rettificato.

Il valore del Patrimonio netto rettificato (**k'**) è ottenuto utilizzando il metodo del patrimonio semplice che rappresenta la dotazione patrimoniale con cui la società viene valutata, opportunamente poi integrato delle rettifiche per poter esprimere i valori correnti.

Come peraltro sottolineato da un'autorevole corrente dottrinale, il patrimonio netto rettificato deve garantire una necessaria coerenza tra misura del reddito e valori patrimoniali, nel senso che configurazioni di reddito diverse richiamano anche configurazioni di patrimonio differenti.

Il metodo patrimoniale può sommare al valore del patrimonio netto rettificato, considerato nei suoi aspetti di sostanza (cespiti, crediti, debiti, etc.), **il valore dei beni immateriali non contabilizzati**. Questo metodo si ispira al principio del *going concern value* facendo riferimento al fatto che per avere un'attività economica, nel nostro caso la società oggetto di valutazione, occorre sostenere maggiori costi che invece, non devono sostenersi nel caso dell'acquisizione in esame.

Nell'ambito dei beni immateriali non contabilizzati si può definire un "*plus*" che rappresenta un risultato esclusivo in termini di vantaggi economici delle risorse immateriali non identificate singolarmente e non rilevate contabilmente. Così di conseguenza, la stima del valore economico del ramo d'impresa viene determinato come somma di **K'** (patrimonio netto rettificato) ed integrato dal "**valore**" stimato per tener conto dei valori immateriali in commento, applicando, così, la valutazione con il "metodo patrimoniale complesso", in cui, si aggiunge al valore **K** (patrimonio netto rettificato) il **Valore dei Beni Intangibili non contabilizzati, da cui : $K' = K + VBI$** .

Un ulteriore elemento seppur non contabilizzato che contribuisce alla formazione del "Capitale economico" e può essere incluso nella valutazione della società, è dato dal fattore dell'organizzazione del personale.

Nella pratica si sono ampiamente diffusi i modelli c.d. "economici reddituali" dove la valutazione delle risorse umane si trasforma in un incremento di valore del costo del lavoro per chi subentra, come l'acquirente di una azienda, e che si traduce in termini di costi risparmiati per la selezione e formazione di nuovo personale e che possono contribuire alla valutazione di un maggior valore implicito.

Per quanto riguarda l'apporto economico dato dalla particolare "expertise", lo scrivente ritiene opportuno considerare quale incremento di valore del Patrimonio netto rettificato l'importo di **€ 8.031.768,00** coerentemente con la determinazione di **K** e di **K'**.

Alla luce delle osservazioni sin qui operate si può asserire che per poter determinare il capitale investito netto a disposizione, quale differenza tra il totale dell'attivo al 31 dicembre 2013 della società ed i suoi debiti di funzionamento, vale a dire i soli debiti commerciali, la formula di valutazione da applicare sarà:

$$W = C_0 + [R_0 * (1 - t) - i'' * C_0] a_{ni}' - D$$

C₀= Capitale investito netto, rettificato sulla base dei valori correnti (o di mercato) delle attività. Esso è pari alla somma del capitale fisso (immobilizzazioni tecniche) al servizio dell'attività operativa dell'impresa e del capitale circolante netto (di funzionamento);

i''= costo medio ponderato del capitale (wacc) ;

a_{ni}'=valore attuale di una rendita posticipata, ad un determinato tasso per n anni;

i'= tasso privo di rischio;

D= debiti finanziari.

La determinazione quindi del Capitale investito netto sulla base della formula citata, come riportato nella tabella della pagina seguente, individua il wacc pari al 14,27%.

La tabella che segue esprime la determinazione del coe e del wacc:

Società: XXXXXXXXXXXXXXXXXXXX		
Capital Asset Pricing Model		
descrizione	valori	
determinazione del costo opportunità del capitale		
rendimento privo di rischio (rf)	1,022%	Bond tedeschi a 10 anni
equity risk premium (rm)	7,85%	Italia - pubblicato dalla people.stern.nyu.edu
beta factor (levered)	1,00	Hotel
	7,85%	
specific risk	5,40%	Considerando i dati Ibbotson, le misure sono: 2,6% per le low-caps e 5,4% per le micro-caps.
marketability discount	0,00%	
coe	14,27%	
Weigthed Average Cost of Capital		
descrizione	valori	
debiti	-	
effetto fiscale=(1-aliquota fiscale)	67,68%	
cod	4,97%	=rf+maggior spread+spreadxrischio d'impresa
costo ponderato dei debiti	0,00%	
Capitale sociale investito (P. N. investito)	100.000	
coe	14,27%	
costo ponderato del patrimonio netto	14,27%	
totale investimento	100.000	
wacc	14,27%	

Il valore economico della società in commento, secondo il metodo patrimoniale-misto con correzione reddituale è:

Società:XXXXXXXXXXXXXXXXXX	
Capitale investito netto	valori
Immobilizzazioni immateriali	0
Immobilizzazioni materiali	8.031.768
Immobilizzazioni finanziarie	0
Rimanenze	0
Crediti	0
Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	0
Disponibilità liquide	0
Risconti attivi	0
Debiti di funzionamento	0
capitale investito netto (in analogia a K)	8.031.768
rettifiche negative/positive	9.485.678
valore dei beni intangibili non contabilizzati	0
totale capitale investito netto rettificato al 31 dicembre 2013 (in analogia a K')	17.517.446
Correzione reddituale	descrizione
Reddito medio	25.804
Costo medio ponderato del capitale (wacc)	14,27%
wacc*CIN'	2.500.090
Differenza reddituale	-2.474.286
valore attuale di una rendita posticipata per 3 anni (wacc)	-3,448528998
Badwill	-8.506.845
metodo patrimoniale misto con correzione reddituale	valori
capitale investito netto	8.031.768
rettifiche negative/positive	9.485.678
valore del marchio	-
capitale investito netto rettificato	17.517.446
correzione reddituale (goodwill)	- 8.506.845
debiti finanziari	-
valore economico di stima	9.010.601

8. CONCLUSIONI

Sulla scorta delle analisi e conclusioni rappresentate all'interno del presente elaborato peritale, dei risultati raggiunti con la presente indagine tecnica economico-valutativa, lo scrivente CTU asserisce che **il valore economico-patrimoniale dell'azienda appartenente alla società fallita ~~XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX~~ è pari ad Euro 9.010.601,00 (euro novemilioni diecimila seicentouno virgola zero zero).**

Nell'auspicio di essere stato chiaro ed esaustivo, nel rimanere a disposizione per ogni chiarimento dovesse essere ritenuto necessario, si ringrazia per la fiducia accordata e si porgono deferenti saluti.

Velletri, 28 ottobre 2014

il CTU

rag. Pietro Marcantoni