


**RELAZIONE DI VALUTAZIONE**

*dell'azienda di gestione di complesso turistico  
attrezzato in forma di residenza turistica  
alberghiera della società*



MANNARI RAG. LUCA

*Ragioniere Commercialista – Revisore Contabile*

## INDICE

### RELAZIONE DI VALUTAZIONE DELL'AZIENDA

#### LA CARAVELLA SOCIETA' COOPERATIVA

I	NATURA DELL'INCARICO	3
II	OGGETTO E FINALITA' DELL'INCARICO	3
III	DATA DI RIFERIMENTO DELLA VALUTAZIONE	3
IV	L'AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE	4
V	IL PROCESSO E I METODI DI VALUTAZIONE	5
	Osservazioni preliminari	6
	Analisi dei principali metodi di valutazione	7
VI	SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE DELL'AZIENDA	24
VII	VALUTAZIONE DELL'AZIENDA	28
	Premessa	28
	La determinazione del valore dell'azienda	28
VIII	CONCLUSIONI	32

## **I NATURA DELL'INCARICO**

Il consiglio di amministrazione de ██████████ ha conferito al sottoscritto Mannari Rag. Luca nato a Piombino il 18.01.1958, Ragioniere Commercialista iscritta all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Livorno al n. 118 Sez. A, e nel Registro dei Revisori Legali al n. 34.710, con studio professionale in Piombino via Generale Tellini n. 18, l'incarico di redigere la relazione di stima dell'azienda.

## **II OGGETTO E FINALITA' DELL'INCARICO**

La relazione di stima ha per oggetto la valutazione del complesso dei beni che compongono l'azienda commerciale corrente in ██████████ di proprietà ██████████, nell'ambito della proposta di concordato preventivo presentata dalla medesima società.

L'oggetto del presente lavoro è dunque l'individuazione di un valore economico teorico del complesso dei beni facenti parte della predetta azienda commerciale, da tenere ben distinto dal valore di scambio della stessa, o "prezzo", che dipende invece anche da valutazioni soggettive delle parti interessate, dalla loro forza contrattuale o da loro particolari attese ed interessi.

## **III DATA DI RIFERIMENTO DELLA VALUTAZIONE**

*Luca*

La valutazione dell'azienda è riferita alla data del 30 settembre 2014 ed è stata condotta sulla base delle assunzioni e delle informazioni acquisite ed esistenti alla predetta data. Eventi successivi, ad oggi non prevedibili e quindi non contemplati, potrebbero avere un significativo impatto sulla valutazione dei beni facenti parte del complesso aziendale.

#### IV L'AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE

L'azienda oggetto di valutazione appartiene a [REDACTED] con sede in [REDACTED] capitale sociale Euro [REDACTED] codice fiscale e iscrizione al Registro Imprese di Grosseto n. [REDACTED].

[REDACTED] è stata costituita nel 2004, per svolgere attività di acquisizione, realizzazione e gestione di un complesso turistico attrezzato.

A seguito della crisi aziendale che si è manifestata a partire dall'anno 2012 è stata presentata in data 16 aprile 2014 presso il Tribunale di Grosseto una domanda di concordato preventivo c.d. "in bianco" riservandosi di presentare nei termini stabiliti dal Tribunale la proposta e il piano di concordato.

Il Tribunale di Grosseto con ordinanza del 6 maggio 2014 ha ammesso alla procedura di concordato preventivo fissando un termine di 120 giorni per la presentazione della proposta. La Caravella ha chiesto ed ottenuto una ulteriore proroga di 60 giorni, pertanto la data di scadenza per la presentazione della proposta e del piano di

concordato è fissata per il 4 novembre 2014.

Al fine di assicurare la continuità dell'attività aziendale è stato stipulato, in data 15 marzo 2014, contratto di affitto di azienda con la società

████████████████████  
Ciò premesso i beni da ricomprendere nel complesso aziendale oggetto di valutazioni sono stati individuati dal consiglio di amministrazione e consistono nei seguenti:

- Terreni e fabbricati;
- Automezzi;
- Mobili e arredi;
- Altri beni mobili strumentali;
- Software integrato gestionale.

Si precisa che nell'ambito dei beni immateriali o intangibili non è stato preso in considerazione l'avviamento, il quale può essere definito come il maggior valore dell'organizzazione aziendale rispetto al valore dei singoli beni che la compongono. Ciò in quanto l'organizzazione dell'azienda è ormai venuta meno in conseguenza della crisi che ha colpito ██████████, la quale dal 1° gennaio 2014 non svolge sostanzialmente più alcuna attività commerciale.

Si ritiene altresì che non esista un marchio aziendale degno di valutazione.

Le poste costituenti l'azienda oggetto di valutazione sono analiticamente descritte nel successivo par. VI.

## **V IL PROCESSO E I METODI DI VALUTAZIONE**



## Osservazioni preliminari

Al di là della metodologia utilizzata si evidenzia che il processo di valutazione fornisce un valore teorico di riferimento dell'azienda, da tenere distinto dal valore di scambio, o prezzo, che dipende, invece, sia da stime economico-finanziarie di valori intrinseci sia da valutazioni soggettive delle parti interessate, dalla loro forza contrattuale o da loro particolari attese ed interessi.

Il processo di valutazione deve essere pertanto in grado di esprimere una valutazione:

- generale, ossia estranea ad ogni effetto relativo a domanda ed offerta;
- razionale, in quanto elaborata mediante un procedimento logico;
- oggettiva, in quanto basata su ipotesi determinate con il massimo livello possibile di obiettività;
- stabile, in quanto le variabili considerate devono essere depurate dall'effetto di eventi straordinari o transazioni a valori non normali.

In linea generale, la stima del valore teorico di un'azienda si basa su criteri e metodologie che riscontrano generale accettazione presso gli operatori.

I criteri di valutazione debbono essere opportunamente scelti, a seconda della natura e delle caratteristiche dell'azienda da valutare, nonché delle finalità della valutazione stessa. Prima di illustrare i criteri e i metodi che si è scelto di adottare nel caso in questione, si ritiene opportuno indicare brevemente i caratteri fondamentali dei metodi che vengono comunemente proposti dalla dottrina e dalla prassi

professionale prevalente.

## **Analisi dei principali metodi di valutazione**

### **I metodi patrimoniali**

Il metodo patrimoniale è basato sul principio dell'espressione a valori correnti dei singoli componenti attivi e passivi che formano il patrimonio aziendale. Con specifico riferimento ai componenti attivi, il processo valutativo può fare riferimento solamente ai beni materiali e immateriali che risultano dalla situazione contabile della società o, viceversa, tenere conto anche di quei beni immateriali spesso non contabilizzati, tra i quali si possono ricomprendere i marchi, i brevetti, le licenze, il know-how, l'immagine aziendale, nonché il fattore "risorse umane" di cui l'azienda dispone.

I due differenti approcci valutativi caratterizzano, rispettivamente, il "metodo patrimoniale semplice" ed il "metodo patrimoniale complesso".

### **Il metodo patrimoniale semplice**

La stima di un'azienda con il metodo patrimoniale semplice richiede un accurato esame di tutti gli aggregati del patrimonio, i quali vengono riespressi in base a criteri di valutazione che, per la maggior parte dei casi, differiscono da quelli normalmente utilizzati per la redazione del bilancio d'esercizio di una società in funzionamento. Il metodo conduce alla determinazione del cosiddetto "capitale netto rettificato" che, anche in ipotesi di valutazione con metodi differenti, costituisce



comunque un'informazione importante, quantomeno per un confronto.

### **Il metodo patrimoniale complesso**

Nell'ambito del metodo patrimoniale complesso vengono valutati in modo specifico anche i beni immateriali, i quali sono definiti dalla dottrina aziendale come quell'insieme di risorse basate sulle informazioni di cui le imprese sono dotate.

Le informazioni possono essere sia interne che esterne all'impresa: un classico esempio di informazioni interne è costituito dal know-how tecnologico, mentre un esempio di informazioni esterne è costituito dalla stima e reputazione di cui l'impresa gode nell'ambito del proprio settore di appartenenza.

La stima del valore dei beni immateriali deve quindi preliminarmente individuare se essi possiedono le seguenti caratteristiche:

1. il valore dei beni deve essere misurabile;
2. i beni devono aver dato origine in passato a costi la cui utilità risulti, almeno in parte, differibile nel tempo;
3. il bene immateriale deve essere trasferibile, cioè cedibile a terzi.

Particolare rilevanza assume il requisito della trasferibilità. Per poter essere oggetto di valorizzazione, il bene immateriale deve essere separabile dall'azienda in cui si è formato e cedibile. Il requisito della trasferibilità si intende soddisfatto anche qualora il bene sia cedibile congiuntamente ad altri beni, materiali o immateriali. E' poi necessario rivolgere una particolare attenzione al fine di evitare duplicazioni: può infatti accadere di considerare come beni differenti ciò che non è altro che un modo diverso di intendere la medesima realtà. Molto spesso si



risolve il problema considerando un unico valore di avviamento, in cui far confluire tutti i beni immateriali.

I beni immateriali possono essere suddivisi in due principali categorie:


- beni immateriali relativi all'area del marketing (ad esempio i marchi);
- beni immateriali relativi alle aree della ricerca e della produzione (quali ad esempio brevetti, know-how, processi e formule).

La dottrina aziendale ha sviluppato criteri alternativi di stima dei beni immateriali: criteri analitici, fondati sull'esame e valutazione di serie storiche di dati, e criteri empirici, basati sull'osservazione e valutazione dei prezzi espressi dal mercato per transazioni aventi per oggetto analoghi beni.

I metodi di valutazione analitica di comune utilizzo nella pratica aziendale sono i seguenti:

- determinazione del valore residuo dei costi effettivamente sostenuti per l'ottenimento dei beni;
- attualizzazione dei costi da sostenere per riprodurre i medesimi beni;
- attualizzazione dei redditi differenziali conseguibili dei beni;
- attualizzazione delle perdite che si subirebbero nell'ipotesi di cessione dei beni.

Per quanto riguarda invece i criteri di valutazione empirici, si osserva come l'utilizzo di tali metodologie, basate su formule pratiche atte a valorizzare i beni immateriali, risulti strettamente legato alla disponibilità di aggiornate informazioni in merito a trattative di compravendita relative ad aziende analoghe a quella che detiene i



beni oggetto di valutazione. L'estrema variabilità nel tempo delle condizioni praticate e la scarsa disponibilità di informazioni rendono tali criteri di non facile applicazione.

Le considerazioni svolte illustrando i criteri che possono essere adottati per effettuare la valutazione dei beni immateriali evidenziano come la stima di tali beni risulti estremamente complessa e presenti notevoli difficoltà.

Il metodo patrimoniale complesso conduce alla determinazione di un capitale netto rettificato che comprende anche i beni immateriali ed è rappresentato dalla formula:

$$KP = K + I (1 - r)$$

dove:

KP = capitale netto rettificato, comprensivo dei beni immateriali;

K = capitale netto rettificato al netto dell'incidenza degli oneri fiscali potenziali;

I = valore beni immateriali

r = incidenza oneri fiscali potenziali.

### **Il metodo reddituale**

La valutazione con il metodo reddituale può essere considerata da un punto di vista metodologico come una semplificazione del metodo finanziario. I metodi reddituali identificano infatti il valore di un'azienda con il valore attuale dei redditi normali attesi ipotizzando, di fatto, un'identità tra tali redditi ed i flussi monetari futuri. La validità pratica del metodo reddituale, nonostante le semplificazioni dello stesso

rispetto al metodo finanziario, può essere principalmente ricondotta alle seguenti osservazioni:

- nel lungo periodo i flussi monetari ed il reddito tendono ad equivalersi;
- il reddito che normalmente l'azienda è in grado di generare costituisce un dato di più agevole previsione rispetto alla stima dei flussi monetari futuri.

Nell'applicazione del metodo reddituale si possono considerare i redditi futuri di durata illimitata o limitata nel tempo. Nel primo caso la formula da adottare per l'attualizzazione dei redditi è quella della rendita perpetua che può essere esposta come segue:

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

dove:

W = valore dell'azienda;

R = reddito normale atteso;

i = tasso di remunerazione.

Nell'ipotesi di rendita di durata limitata nel tempo dei redditi la formula è la seguente:

$$W = R \cdot a_{n-1}$$

dove:

W = valore dell'azienda;

R = reddito normale atteso;

$a_{n-1}$  = valore attuale di una rendita immediata posticipata di durata pari



ad "n" anni ove "i" rappresenta il tasso di remunerazione.

### **Il reddito normale atteso**

La previsione dei redditi da capitalizzare può fondarsi essenzialmente su quattro tipologie di dati:

1. risultati storici;
2. proiezione di risultati storici;
3. risultati programmati futuri.

Il ricorso a risultati storici, pur avendo il vantaggio della semplicità di determinazione, presenta l'inconveniente di essere basato sull'idea che il futuro non presenti difformità rispetto al passato e che i dati non siano stati influenzati da politiche di bilancio. Il reddito che compare nella formula è definito come "normale atteso", si fa cioè riferimento ad un reddito generalmente depurato dei seguenti fattori:

- significative plusvalenze e/o minusvalenze su cessioni di cespiti e/o partecipazioni;
- rilevanti componenti reddituali positive o negative generate da attività estranee alla gestione tipica;
- effetti di fluttuazioni anomale di mercato.

Ulteriore fattore da ricordare è la necessità di ricalcolare le imposte sul nuovo reddito determinato.

### **Il tasso di remunerazione/attualizzazione**

Il tasso di remunerazione/attualizzazione costituisce uno dei maggiori problemi nella valutazione delle aziende con il metodo reddituale: da un lato è, infatti, necessario quantificare elementi di carattere qualitativo, introducendo pertanto un elemento di soggettività, dall'altro

lato la scelta del tasso risulta di estrema rilevanza, dato che anche ridotte variazioni conducono a differenze notevoli nel risultato. Per procedere ad una quantificazione del tasso di remunerazione occorre in primo luogo avere chiara la funzione che esso svolge: il tasso rappresenta il rendimento dell'investimento, tenuto conto del rischio. In particolare il tasso a cui fare riferimento dovrebbe essere equivalente al rendimento di investimenti alternativi, a parità di rischio. Ne consegue che dovranno essere presi in considerazione due elementi:

- la remunerazione di un investimento privo di rischio;
- l'apprezzamento del rischio insito nell'investimento stesso.

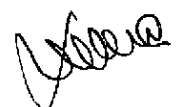
A parità di rendimento il mercato privilegia infatti gli investimenti che si presentano come meno rischiosi.

Conseguentemente gli investimenti con un grado maggiore di rischio, come quelli in un'azienda, devono offrire un rendimento proporzionalmente più elevato rispetto agli impieghi privi di rischio.

Per determinare il tasso che il mercato riconosce ad investimenti privi di rischio, o meglio con un rischio pressoché irrilevante, si fa normalmente riferimento al rendimento dei titoli di Stato o garantiti dallo Stato.

Per l'apprezzamento del rischio insito nell'investimento stesso si deve tenere conto di quanto segue:

- del contesto economico-sociale nell'ambito del quale l'azienda opera;
- della struttura che caratterizza il settore di appartenenza dell'azienda e della posizione da essa occupata;



- dei rendimenti espressi dal mercato azionario per settori simili;
- dei rendimenti riconosciuti dal mercato finanziario per negoziazioni di aziende operanti nel medesimo settore.

Generalmente, il tasso di attualizzazione è determinato sulla base della metodologia del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) che può essere riassunta mediante la seguente formula:

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

dove:

- $r_f$  = tasso di rendimento di attività prive di rischio;
- $r_m$  = tasso di rendimento del mercato azionario;
- $\beta$  = coefficiente che rappresenta la misura del rischio rilevante e indica il grado di sensibilità del rendimento in oggetto rispetto al mercato.

#### **Arco temporale di riferimento**

La scelta dell'orizzonte temporale dell'analisi è un problema estremamente delicato che spesso per semplicità viene risolto considerando la vita dell'azienda come illimitata. Questo approccio viene anche giustificato dal fatto che l'abbattimento dei valori causato dalla progressione esponenziale dei tassi di sconto dopo un certo numero di anni rende non rilevanti le differenze di durata.

Tenuto conto della scarsa attendibilità delle previsioni economico-finanziarie estese oltre un certo orizzonte temporale si ritiene quindi preferibile, per aziende operanti in settori il cui ciclo di vita è stabilizzato, in via prudenziale, considerare l'orizzonte temporale come

un valore non infinito. Per definire la sua estensione devono essere presi in considerazione i seguenti aspetti relativi all'azienda oggetto di valutazione:

1. le condizioni generali del settore in cui opera;
2. il ciclo di vita dei prodotti;
3. le tecnologie attuali e prospettive di cui può e, ragionevolmente, potrà disporre;
4. la durata residua dei suoi impianti;
5. prestabiliti limiti di carattere giuridico/negoziale.

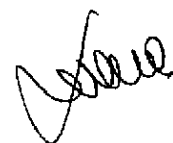
Nella dottrina e nella pratica, si osserva come l'arco temporale di riferimento generalmente oscilla, per settori maturi, tra cinque e dieci anni.

#### **I metodi misti patrimoniali - reddituali**

La critica rivolta ai metodi di valutazione patrimoniali e reddituali è quella di offrire, nella maggior parte delle situazioni, una visione parziale dell'azienda oggetto del processo valutativo. La prassi professionale ha quindi sviluppato metodi di valutazione cosiddetti misti con il chiaro obiettivo di riflettere più fedelmente le diverse peculiarità aziendali.

I metodi misti hanno, infatti, la caratteristica di considerare contemporaneamente aspetti patrimoniali e reddituali, così da conciliare la maggiore obiettività dei metodi patrimoniali con la considerazione delle prospettive di reddito dell'azienda.

Tra i diversi metodi misti elaborati il più diffuso e significativo è



rappresentato dal "metodo misto con stima autonoma dell'avviamento"

che può essere presentato nelle seguenti principali varianti:

- a) metodo misto con capitalizzazione limitata del reddito medio;
- b) metodo misto con capitalizzazione del reddito di alcuni esercizi futuri;
- c) metodo misto con capitalizzazione illimitata del reddito medio.

Il primo procedimento assume nel calcolo del valore del capitale economico il reddito medio atteso. Per la sua determinazione si faccia riferimento a quanto detto a proposito del metodo reddituale. Nelle valutazioni di aziende che hanno sviluppato sofisticate tecniche di budgeting è preferibile ricorrere all'adozione della seconda ipotesi tra quelle esposte al punto precedente. Tale ipotesi non assume come riferimento il reddito medio atteso, ma i redditi previsti per i singoli esercizi futuri di riferimento. Questo procedimento è frequentemente utilizzato nel caso in cui si disponga di piani pluriennali e di previsioni attendibili. In alternativa si può ricorrere alla prima variante, mentre deve, viceversa, ritenersi alquanto inattendibile la valutazione ottenuta utilizzando il metodo della capitalizzazione illimitata del reddito medio.

La formula del metodo misto con capitalizzazione del reddito di alcuni esercizi futuri può essere espressa come segue:

$$W = K + [(R_1 - iK_1)v_1 + (R_2 - iK_1)v_2 + \dots + (R_n - iK_1)v_n]$$

dove:

W = valore dell'azienda;

K = patrimonio netto espresso a valori correnti;

$R_1, R_2, \dots, R_n$  = valore normale reddito atteso per gli esercizi da 1 a



"n";

$i$  = tasso di remunerazione del capitale investito;

$K_1$  = capitale netto da remunerare;

$v_1, v_2, \dots, v_n$  = fattore di sconto  $(1-i)^n$  in cui " $i$ " è tasso di attualizzazione.

La formula del metodo misto con capitalizzazione limitata del reddito medio atteso è la seguente:

$$W = K + \sum_{n=1}^{\infty} (R - iK)$$

Il metodo misto con capitalizzazione illimitata del reddito atteso può infine essere espresso dalla formula:

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

Con il metodo misto con capitalizzazione del goodwill la stima si ottiene sommando al patrimonio netto, espresso a valori correnti, l'avviamento, positivo o negativo, atteso. Conseguentemente l'avviamento può essere definito come la minore o maggiore capacità di un'azienda di produrre un reddito.

### **Il patrimonio netto espresso a valori correnti**

La determinazione di questo primo elemento del processo valutativo è analoga a quanto illustrato in relazione alla descrizione del metodo patrimoniale.

### **Il valore normale dei redditi attesi e la durata dell'avviamento**

Per la quantificazione dell'avviamento si deve fare riferimento al reddito che "normalmente" l'azienda oggetto di valutazione sarà in grado di generare in futuro.



### **Il tasso di remunerazione del capitale investito**

Il tasso di remunerazione è il tasso di interesse "normale" da applicare al capitale netto rettificato e rappresenta il rendimento giudicato soddisfacente, considerato il rischio. Per la determinazione si faccia riferimento alle considerazioni svolte in riferimento alla scelta del tasso di capitalizzazione del metodo reddituale.

### **Il capitale netto da remunerare**

Il capitale netto da remunerare può risultare inferiore al patrimonio netto a valori correnti, in quanto nella sua determinazione non si deve tenere conto del valore di quelle attività non attinenti alla gestione caratteristica.

### **Il tasso di attualizzazione**

Il tasso di attualizzazione deve essere inteso come lo strumento finanziario da utilizzarsi per ricondurre alla data di valutazione i "sovraredditi" che si realizzeranno in futuro. Conseguentemente non si dovrà tener conto nella definizione di questo tasso del cosiddetto "rischio d'impresa", ma unicamente del rendimento normale degli investimenti privi di rischio.

### **I metodi finanziari**

Il metodo finanziario identifica il valore di una azienda con la sommatoria dei futuri flussi monetari che l'azienda stessa sarà in grado di generare in futuro, attualizzati ad un tasso appropriato.

L'applicazione pratica di tale logica richiede la determinazione del valore attuale dei flussi monetari disponibili in un determinato arco

temporale, dove il flusso calcolato per l'anno  $n$  comprende la liquidazione del patrimonio dell'azienda (valore residuo). Tale metodologia può essere espressa con la seguente formula:

$$W = \sum_{s=1}^n f_s v_s + T_n v_n$$

dove:

$W$  = il valore dell'azienda;

$f_s$  = flusso monetario generato dall'azienda nell'anno "s" (con "s" da 1 ad "n");

$v_s$  = coefficiente di attualizzazione  $(1-i)^{-s}$ , in cui "i" è il tasso di attualizzazione (con "s" da 1 ad "n");

$T_n$  = valore residuo dell'azienda al tempo futuro "n";

$v_n$  = coefficiente di attualizzazione  $(1-i)^{-n}$  al tempo futuro "n".

La valutazione d'azienda con il metodo finanziario ha l'indubbio vantaggio di rispecchiare la logica di un ipotetico investitore che, a fronte di un immediato esborso monetario, si attende una serie di flussi di cassa, ma comporta non indifferenti problemi a livello di applicazione pratica, soprattutto per quanto riguarda la quantificazione delle seguenti variabili "chiave":

- flussi monetari da attualizzare;
- arco temporale di riferimento;
- valore residuo dell'azienda;
- tasso di attualizzazione.

#### **Flussi monetari da attualizzare**

Il metodo finanziario nella sua applicazione classica identifica i flussi



monetari da attualizzare con i dividendi prelevabili nel rispetto dell'equilibrio finanziario dell'impresa.

Data la frequente impossibilità di ottenere informazioni sui dividendi distribuibili in futuro, a tale impostazione la dottrina e la prassi professionale hanno affiancato diverse alternative metodologiche di quantificazione dei flussi finanziari. In particolare, nella pratica vengono generalmente utilizzate le seguenti alternative:

1. flussi monetari operativi (Free Cash Flow from Operations o "FCFO");
2. flussi monetari netti (Free Cash Flow to Equity o "FCFE").

#### **Flussi monetari operativi**

Tale metodo, denominato anche Unlevered Discounted Cash Flow (UDCF), prevede l'attualizzazione dei flussi monetari operativi disponibili. Tali flussi devono poi essere attualizzati utilizzando un tasso che rifletta la composizione della struttura finanziaria ritenuta ottimale o, alternativamente, quella effettiva dell'azienda al momento della valorizzazione.

Per ottenere il valore dell'azienda si deve inoltre detrarre dalla sommatoria dei flussi monetari operativi attualizzati l'entità delle passività di natura finanziaria alla data della valutazione.

La metodologia dell'UDCF viene generalmente applicata qualora la valutazione risulti indirizzata all'individuazione di un valore di negoziazione, nell'ottica di un acquirente dotato di risorse di entità tale da poter modificare la struttura finanziaria dell'azienda acquisita al fine di massimizzare i risultati, oppure nei casi di conferimento aziendale in

cui il valore dell'azienda conferita si identifica con il capitale di rischio della stessa.

### **Flussi monetari netti**

Il metodo dei flussi monetari netti disponibili prevede invece l'attualizzazione dei flussi monetari al netto degli oneri finanziari ad un tasso pari al costo del capitale proprio ( $K_e$ ).

### **Arco temporale di riferimento**

La scelta dell'orizzonte temporale per l'applicazione dei metodi finanziari può essere intrapresa seguendo in generale le considerazioni esposte in riferimento al metodo reddituale. Si deve tuttavia precisare che nell'ambito del metodo finanziario l'ipotesi di durata illimitata dei flussi monetari è da ritenersi inaccettabile. L'analisi può essere realisticamente condotta unicamente su un orizzonte temporale finito (cosiddetto "periodo esplicito"), nei limiti in cui la previsione dei flussi sia attendibile.

### **Valore residuo dell'azienda**

Infine, l'ultimo problema di non facile soluzione è la determinazione del valore residuo dell'azienda al termine del periodo di esplicito di attualizzazione dei flussi monetari.

Spesso, per semplicità, lo si considera pari al valore netto risultante dalla liquidazione delle attività e delle passività al termine dell'arco temporale considerato.

In realtà un siffatto modo di procedere non è condivisibile in quanto non si può considerare un'azienda in funzionamento come un qualsiasi

impianto o macchinario che possa essere facilmente smantellato e liquidato.

Sono stati proposti diversi modelli per la stima del valore finale, tra cui i più diffusi sono il modello della crescita costante del flusso di cassa, il modello dei fattori generatori di valore, il modello di comparazione diretta.

In pratica si fa anche riferimento a semplificazioni che permettono la stima del valore residuo senza bisogno di prevedere esattamente i flussi di cassa per un periodo indefinito. La formula generalmente utilizzata è:

$$T_n = \frac{RO}{i}$$

dove:

$T_n$  = valore residuo dell'azienda;

RO = reddito operativo al netto delle imposte;

$i$  = tasso di attualizzazione (o costo medio del capitale).

### **Tasso di attualizzazione**

La diversa configurazione dei flussi monetari utilizzati richiede che l'attualizzazione avvenga ad un differente tasso di interesse.

In particolare, se si utilizzano i flussi monetari netti dovrà essere utilizzato un tasso di interesse che esprime il costo del capitale proprio ( $K_e$ ), ovvero in grado di esprimere il rendimento/opportunità di investimenti alternativi.

L'attualizzazione dei flussi monetari operativi avviene invece sulla base di un tasso di interesse che esprime il costo medio ponderato del

capitale (Weighted Average Cost of Capital - WACC), determinato calcolando la media ponderata dei costi di tutte le fonti di capitale dell'azienda. La formula matematica è la seguente:

$$i = [(t_1 + r)m] + [(p(1 - z))d]$$

dove:

$i$  = tasso di attualizzazione (costo medio del capitale);

$t_1$  = tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio;

$r$  = remunerazione del rischio d'impresa;

$m$  = percentuale dei mezzi propri sul totale del capitale investito;

$p$  = tasso che l'azienda può ottenere sul mercato;

$z$  = aliquota d'imposta marginale;

$d$  = percentuale dei debiti finanziari sul totale del capitale investito.

### **Valore del capitale economico dell'azienda**

Il valore dell'azienda è dato dalla sommatoria dei flussi di cassa attualizzati, più il valore residuo. Se si utilizza il metodo UDCF per ottenere il valore del capitale economico dell'azienda si deve inoltre detrarre l'entità delle passività finanziarie nette, ovvero quelle che generano oneri finanziari, al netto delle attività che originano interessi attivi.

### **I metodi di mercato**

Nel caso di valutazione di aziende operanti in specifici settori di mercato le metodologie di base precedentemente illustrate devono essere sottoposte ad integrazioni e rettifiche che nella dottrina e nella prassi si sostanziano nei cosiddetti "metodi di mercato".



## **Il Metodo dei moltiplicatori di borsa**

Il metodo di borsa consiste nel riconoscere alla società oggetto di valutazione un valore pari a quello attribuitole dal mercato nel quale le sue azioni sono trattate. I risultati cui si perviene risultano rilevanti ai fini della stima a condizione che i volumi trattati ed i prezzi negoziati per i titoli costituiscano una significativa rappresentazione di contrattazioni poste in essere liberamente dagli azionisti sul mercato, in assenza di condizionamenti esterni. Tale metodo può essere utilizzato anche per la valutazione di aziende con titoli non quotati su mercati regolamentati, ma che abbiano caratteristiche assimilabili a società quotate e che siano orientate verso il mercato. In detta ipotesi si parla generalmente di "metodi dei multipli di borsa di società comparabili".

## **Il metodo delle transazioni comparabili**

I metodi delle transazioni comparabili consistono nel riconoscere all'azienda un valore pari ai prezzi rilevati in transazioni recenti aventi per oggetto aziende similari.

## **VI SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE DELL'AZIENDA**

Nei paragrafi precedenti sono state evidenziate le caratteristiche salienti dei principali metodi di valutazione teorizzati dalla dottrina ed utilizzati nella prassi professionale per valutare un'azienda.

In particolare, si è visto come alcuni metodi, come quelli patrimoniali, individuano il valore dell'azienda sulla base della somma dei valori dei singoli elementi attivi e passivi in un dato istante (grandezze "stock"), mentre i metodi reddituali e finanziari si basano sull'attualizzazione dei



redditi o dei flussi finanziari attesi (grandezze "flusso"); altri ancora, come il metodo misto patrimoniale-reddituale, prendono in considerazione sia il valore dei singoli beni che quello dei flussi di reddito, cercando di trovare un adeguato bilanciamento tra due metodologie.

In ogni caso si sottolinea che, come rilevato dalla dottrina aziendalistica e dalla prassi professionale, la caratteristica peculiare di ogni valutazione d'azienda è la relatività. Infatti, il valore di un'azienda deve essere inteso come un concetto relativo e perciò non definitivo, né univoco, ma valido pro-tempore e in determinate condizioni e fattispecie. Dall'analisi della copiosa dottrina in materia e dalle indicazioni tratte dalle esperienze professionali deriva che la relatività della valutazione d'azienda risulta generalmente:

- dalla tipologia dell'operazione che ha richiesto la valutazione;
- dall'identità delle parti interessate all'operazione aziendale che ha richiesto la valutazione;
- dall'attività svolta dall'azienda oggetto della valutazione;
- dal particolare *status* dell'azienda, oggetto della valutazione, da intendersi nel senso di attribuire differenti valori ad aziende in relazione alla loro condizione di funzionamento (economico o meno) o di liquidazione.

Pertanto, al fine di individuare la metodologia appropriata da utilizzare nel caso in esame deve preliminarmente evidenziarsi che la valutazione dell'azienda commerciale de ██████████

- a) riguarda una società la quale ha sospeso la propria attività



commerciale ormai da diversi mesi;

b) è effettuata ai fini della predisposizione della proposta e del piano di concordato preventivo con cessioni di beni. La valutazione deve dunque esprimere il possibile valore di realizzo dei beni aziendali ai fini del soddisfacimento dei creditori;

In primo luogo, dunque, la valutazione riguarda un'azienda ormai priva di organizzazione che ha sospeso la propria attività e che sopravvive grazie all'affitto.

In tale ambito i metodo di valutazione più opportuni da utilizzare sono quelli patrimoniali in quanto prevedono la valutazione dei singoli beni aziendali, a prescindere dalle prospettive reddituali e finanziarie dell'azienda. Per il fatto che tali prospettive al momento sono assenti si devono dunque scartare i metodi reddituali, finanziari e misti. Inoltre, detti metodi, per la loro natura, non possono prescindere dalla valorizzazione dell'avviamento che nel caso in oggetto è stato tuttavia ritenuto di escludere in quanto è venuta meno la continuità aziendale.

Il marchio può essere invece oggetto di valutazione anche nell'ambito dei metodi patrimoniale e in particolare di quello complesso anche se viene ritenuto che nel caso specifico non sia meritevole di valutazione.

In secondo luogo, la valutazione dell'azienda è finalizzata alla predisposizione del piano di concordato preventivo e quindi deve essere effettuata sulla base del criterio della prudenza, in funzione della concreta fattibilità del piano stesso.

Al riguardo il metodo patrimoniale semplice è quello che generalmente soddisfa maggiormente il principio della prudenza in quanto prevede la

valutazione dei singoli elementi patrimoniali "tangibili" in base ad un valore almeno non inferiore a quello corrente. I metodi reddituali e finanziari presentano invece maggiori criticità sotto il profilo della prudenza in quanto valutano l'azienda in base ai risultati attesi futuri e dunque il valore attribuito è soggetto alle incertezze circa l'effettivo raggiungimenti di detti risultati.

Tuttavia, in presenza di un'azienda, il valore complessivo della stessa non può sempre necessariamente corrispondere alla semplice sommatoria del valore dei singoli beni materiali che la compongono in quanto, così facendo, si escluderebbe il maggior valore derivante dai beni immateriali non sempre suscettibili di autonoma valutazione quali, ad esempio i brevetti, il marchio e il know-how.

Nel caso di specie, trattandosi in un'azienda commerciale che ha sospeso la propria attività e che comunque a causa proprio del tipo di attività svolta, si ritiene che si possa prescindere da prendere in considerazione il marchio.

In tale contesto risulta particolarmente adatto il metodo patrimoniale semplice, prevedendo una specifica ed autonoma valutazione dei beni intangibili per i soli programmi software.

In conclusione, alla luce delle considerazioni suesposte, nella valutazione dell'azienda de ██████████ sottoscritto esperto, ha ritenuto opportuno adottare il metodo patrimoniale semplice.

Si ritiene inoltre detto metodo particolarmente adatto al caso di specie in quanto oltre ad una valutazione complessiva dell'azienda lo stesso conduce ad una valorizzazione specifica dei singoli beni che la



compongono, cosicché nell'ambito della proposta di concordato con cessione di beni potrà essere valutata sia l'opportunità di vendere l'azienda in blocco, sia di vendere separatamente gli aggregati patrimoniali che la compongono.

## **VII VALUTAZIONE DELL'AZIENDA**

### **Premessa**

Ai fini della determinazione del capitale economico dell'azienda oggetto di valutazione il sottoscritto ha preliminarmente raccolto ed esaminato la documentazione di carattere generale e i dati occorrenti per predisporre un'adeguata base informativa.

### **La determinazione del valore dell'azienda**

Ai fini dell'accertamento del valore complessivo dell'azienda, per ciascun aggregato patrimoniale vengono indicati: la descrizione; il criterio di valutazione adottato e il valore attribuito.

Data la non rilevanza ai fini valutativi di valori espressi al centesimo di Euro, la valorizzazione avverrà approssimando le cifre all'unità di Euro.

### **Terreni e fabbricati**

*Descrizione:* sono rappresentati dal complesso immobiliare adibito ad attività turistico ricettiva come meglio individuati nella perizia redatta dall'Ing. Rossi Dario, che si allega.

*Criteri di valutazione:* il tecnico incaricato ha stimato il valore sulla base delle quotazione della banca dati OMI dell'Agenzia del Territorio,

assumendo come valore quello medio.

Si ritiene che l'applicazione di tale criterio non sia corrispondente alla specifica situazione della cooperativa in quanto i citati parametri OMi fanno riferimento ad immobili con destinazione residenziale, liberamente e singolarmente vendibile, realtà al momento lontana da quella de ██████████ cui appartamenti risultano catastalmente censiti in maniera unitaria, con categoria D/2, e allo stato attuale incedibili singolarmente.

*Valore attribuito:* agli immobili è stato attribuito dal menzionato tecnico il valore complessivo di €18.500.000,00.

Si ritiene corretto modificare i valori della perizia, tenuto conto delle considerazioni espresse nei criteri di valutazione come segue:

Descrizione bene	Superficie	Valore unitario	Valore complessivo
Abitazioni residenziali	4.264/0.85	2.000	10.032.941
Porticati	1.206	600	723.600
Servizi	323/0.85	1.750	665.000
Piscine	929	250	232.250
Strade e parcheggi	4147	150	622.050
Verde attrezzato	18.621	100	1.862.100
Strutture fotovoltaico			110.000
<b>Totale</b>			<b>14.247.941</b>

### **Automezzi**

*Descrizione:* sono rappresentati dal pulmino marca Volkswagen e dal trattore marca Husquarna:

*Criteri di valutazione:* l'automezzo è stato valutato sulla base del valore di mercato dell'usato fornito dalle riviste specializzate, mentre il trattore è stato valutato secondo le indicazioni fornite dal concessionario di zona.

*Valore attribuito:* ai due mezzi è stato attribuito il valore complessivo di **€ 2.000,00**

### **Mobili e arredi**

*Descrizione:* si tratta degli arredi degli appartamenti e dei locali comuni.

*Criteri di valutazione:* gli arredi sono stati valutati sulla base del costo di iscrizione in bilancio al netto dei fondi ammortamento ricalcolati sulla base della durata prevista in dieci o venti anni, tenuto conto del deperimento fisico e dell'obsolescenza funzionale.

*Valore attribuito:* agli arredi è attribuito il valore complessivo di **€420.706,00**

### **Altri beni strumentali**

*Descrizione:* si tratta di tutti gli altri beni mobili strumentali per l'esercizio dell'attività. Sono composti da attrezzature commerciali,

macchine da ufficio elettroniche, impianti.

*Criteri di valutazione:* gli altri beni strumentali sono stati valutati sulla base del costo di iscrizione in bilancio al netto dei fondi ammortamento ricalcolati sulla base della durata prevista in cinque, dieci anni, tenuto conto del deperimento fisico e dell'obsolescenza funzionale.

*Valore attribuito:* agli altri beni strumentali è attribuito un valore complessivo di **€ 40.741,00**

#### **Software integrato gestionale**

*Descrizione:* si tratta di un software acquistato dalla Società e in particolare del programma software integrato che gestisce tutti gli aspetti gestionali dell'azienda e che si interfaccia con il sistema di contabilità e di fatturazione. Il valore residuo ammortizzabile del software al 30/09/2014 ammonta a € 2.318.

*Criteri di valutazione:* sulla base di un valore di sostituzione.

*Valore attribuito:* al software integrato gestionale è attribuito un valore di **€ 3.000**, sulla base delle informazioni che sono state assunte dalla società di consulenza che vende e gestisce detto software.

#### **Valutazione complessiva dell'azienda**

In base al criterio patrimoniale complesso, sulla base delle stime richiamate nei paragrafi precedenti, si è giunti quindi ad una valorizzazione dell'azienda riassumibile dalla seguente tabella.



Beni	Valutazione
Immobili	14.247.941
Automezzi	2.000
Mobili e arredi	420.706
Altri beni	40.741
Software gestionale	3.000
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>14.714.388</b>

Dalla tabella emerge un valore complessivo dell'azienda determinato sulla base del metodo patrimoniale semplice di € 14.714.388 che si arrotonda per difetto a € **14.700.000,00**.

Si sottolinea che tale valore, individuato nell'ambito del presente lavoro, in virtù della natura e delle specifiche finalità dell'incarico ricevuto, deve essere interpretato e utilizzato esclusivamente alla luce degli scopi ivi previsti.

#### VIII CONCLUSIONI

In relazione a quanto esposto, il sottoscritto, sulla base degli accertamenti eseguiti, della documentazione messa a disposizione e delle prudenti valutazioni effettuate, ritiene di attribuire all'azienda commerciale un valore complessivo di

**€14.700.000,00** (Euro quattordicimilionisettecentomila/00)

Ringraziando per l'incarico assegnato, rimango a disposizione per eventuali ulteriori precisazioni.

Piombino, 16 ottobre 2014

