



PERIZIA DI STIMA
DEL VALORE PATRIMONIALE DELLA SOCIETA'
“LATERSUD S.R.L.”

VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE DETENUTA DALLA
SOCIETA' ILAS ALVEOLATER S.R.L.



Sommario

1. PREMESSA.....	3
2. OGGETTO DELLA VALUTAZIONE	3
3. RISCHI CONNESSI ALL'ATTIVITA' PERITALE.....	7
4. CARATTERISTICHE DELLA SOCIETA'	8
5. IL CAPITALE ECONOMICO	10
6. METODI DI VALUTAZIONE: Generalità e aspetti teorici	11
7. I metodi patrimoniali semplici e complessi	17
8. il metodo finanziario.....	21
9. il metodo REDDITUALE	25
10. il metodo MISTO PATRIMONIALE E REDDITUALE.....	29
11. La finalità dell'operazione	33
12. I criteri di scelta del metodo di valutazione.....	34
13. La differenza tra prezzo e "valore economico"	35
14. Il metodo patrimoniale e il patrimonio netto rettificato.....	36
15. Il metodo reddituale e il reddito medio normale atteso	35
16. Il metodo misto patrimoniale e reddituale.....	40
17. La scelta del metodo	41
18. conclusioni	42
ELENCO ALLEGATI.....	43



1. PREMESSA

La società ILAS ALVEOLATER S.r.l., codice fiscale 00616600623, con sede in Lucera, alla Via San Rocco n. 45, ha conferito mandato, in qualità di esperto professionale, al sottoscritto perito, dott. rag. Vincenzo Piccirillo, nato a Lucera l'8.05.1955, Codice Fiscale PCCVCN55E08E716C, con studio in Lucera (Fg) alla Via Porta Foggia n. 17, abilitato all'esercizio della professione di cui all'art. 3, comma 3, lettera a) del Decreto del Presidente della Repubblica 22 luglio 1998, n. 322, in quanto iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Lucera al n. 69, nonché iscritto al n. 45566 del Registro dei Revisori Contabili, a provvedere alla redazione della relazione di stima del capitale economico della società "LATERSUD S.R.L." (da ora in poi anche "LATERSUD S.R.L." o "Società"), società di diritto Italiano, con sede legale in Taurianova (RC), alla Via La Resta 13, numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Reggio Calabria e C.F. 00163130800, numero di REA RC-79126.

2. OGGETTO DELLA VALUTAZIONE

L'incarico ha come oggetto la valutazione del 100% del capitale sociale della Società:

LATERSUD S.R.L.

sede legale: Via La Resta n. 13 - Taurianova (RC)

Codice fiscale e n. di iscrizione al Reg. Imprese di Foggia 00163130800

Capitale sociale euro 2.000.000 I.V.



Il capitale sociale di LATER SUD S.R.L., pari a Euro 2.000.000¹, alla data del 31 dicembre 2012 (da ora in poi anche “Data di Riferimento”) risulta così ripartito:

SOCI	AZIONI-QUOTE POSSEDUTE	IMPORTO PARTECIPAZIONI	% PARTECIPAZIONE
EOS IMMOBILIARE SRL	927.310	927.310	46,37%
ILAS ALVEOLATER ZRL	463.771	463.771	23,19%
LATERIFICIO PUGLIESE SPA	463.771	463.771	23,19%
RENDO SEBASTIANO	124.800	124.800	6,24%
BONO LUIGI	20.348	20.348	1,02%
TOTALI	2.000.000	2.000.000	100%

La società LATER SUD S.R.L. svolge la propria attività nel settore della produzione dei laterizi e la società ha per oggetto *“l’esercizio di fornaci, la fabbricazione, la vendita ed il commercio di laterizi e di materiale da costruzione in genere ed ogni altra attività affine o comunque collegata”*.

In previsione di disinvestire i propri asset, la società ILAS ALVEOLATER, appartenente al Gruppo Marte, ha intenzione di cedere la propria partecipazione nel capitale della società LATER SUD S.R.L.. Al fine di ottimizzare il disinvestimento della partecipazione in LATER SUD S.R.L., la società ILAS ALVEOLATER ha conferito il mandato al sottoscritto perito di determinare il valore economico della medesima Società. Come meglio descritto nel prosieguo, considerate le finalità specifiche della presente relazione, sono stati analizzati dal sottoscritto perito diversi metodi (in uso nella prassi) al fine di fornire un valore ragionevolmente realizzabile

¹ Tutti i valori presenti nel documento sono espressi in unità di Euro



attraverso la cessione del 23,19% di LATERSUD S.R.L. in una transazione libera e tra parti indipendenti.

La presente relazione di stima non è utilizzabile a fini diversi da quelli sopramenzionati ed è valida solo in relazione ai dati ottenuti e non potrà essere utilizzata per motivi diversi ed in contesti diversi da quelli testé indicati se non con il consenso scritto del sottoscritto dott. rag. Vincenzo Piccirillo. Il perito autorizza sin da subito e senza ulteriori richieste scritte, l'utilizzo della presente relazione di stima da parte degli altri soci della LATERSUD S.R.L. che vi fossero interessati nell'ambito di procedure di ristrutturazione aziendale eventualmente intraprese. Pertanto non potrà essere considerata come valida per fini differenti rispetto a quanto indicato, in considerazione del fatto che obiettivi o scopi diversi da una rappresentazione del Valore Economico Corrente in ipotesi di liquidazione del patrimonio "in blocco" non troverebbero coerenza ad esempio in ipotesi di continuità aziendale o di vendita di singoli asset.

Ai fini della valutazione sono stati utilizzati i valori contabili della Società risultanti dal bilancio infrannuale alla data di riferimento, opportunamente rettificati per riflettere il loro valore corrente, ed i valori storici degli esercizi dal 2010 al 2011.

E' stata richiesta ed ottenuta, per il tramite della conferente l'incarico, la seguente documentazione, anche in copia fotostatica, riguardante la Società:

A) Bilanci e informazioni contabili e societarie:



- fascicoli di bilancio, regolarmente approvati, degli esercizi 2010 e 2011.

Si è avuto altresì accesso ad informazioni generali riguardanti la Società grazie ad alcuni colloqui con la direzione della Società.

In via preliminare per una corretta impostazione dell'intero lavoro peritale oltre che per una più agevole comprensione dell'intero impianto della presente relazione e del suo oggetto, alcuni aspetti meritano di essere sin da subito illustrati.

Come specificato in precedenza, la finalità della corrente stima è quella di determinare il valore del capitale economico di LATERSUD S.R.L. al fine di pervenire ad un ipotetico valore di cessione del patrimonio sociale al quale, in normali condizioni, potrebbe scambiarsi, tra due contraenti indipendenti e non correlati, la partecipazione nella Società detenuta dalla ILAS ALVEOLATER.

E' necessario premettere che la nozione di capitale economico suddetta si contrappone, a volte, alla nozione di valore di mercato del capitale, dipendendo quest'ultima, ben più del capitale economico, da fenomeni e forze esterne all'azienda difficilmente controllabili dal management aziendale. Tali fenomeni possono consistere in eventi di tipo finanziario (l'andamento della propensione al risparmio in un dato paese, le preferenze dei risparmiatori, i tassi ed i rischi di investimenti alternativi, il rapporto tra domanda e offerta ecc.) e/o fenomeni economici di settore (la ciclicità del settore, il ciclo di vita del medesimo ecc.).



Il valore del capitale economico è un'espressione quantitativa risultante da un processo di stima, mentre il valore di mercato è un dato certo rilevato in una o più contrattazioni. Ad evidenza, il termine di riferimento per la valutazione di un'azienda deve essere un "valore", ovvero un dato stimato risultante da un processo valutativo non influenzato da fenomeni contingenti o incontrollabili. Tale valore è generalmente definito valore economico o valore del capitale economico.

In sintesi, il capitale economico oggetto di stima nel corrente lavoro peritale, è espressione del valore teorico di scambio attribuibile al capitale proprio, comprensivo dei diritti patrimoniali proporzionali alla quota di partecipazione al capitale senza la previsione dei poteri di gestione e di controllo dell'impresa sociale, in quanto la partecipazione non è qualificata.

Per ciò che concerne la Data di Riferimento della stima, la stessa è stabilita al 31 dicembre 2012.

3. RISCHI CONNESSI ALL'ATTIVITA' PERITALE

La presente relazione di stima è stata effettuata secondo le indicazioni fornite dal management della Società. E' dovere dello scrivente segnalare alcune limitazioni ed ipotesi inerenti al processo di valutazione, di seguito elencate:

- la perizia è stata predisposta alla luce di elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e di informazioni fornite dal management ed approvate dagli organi competenti della Società. Non tiene conto,



pertanto, della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e non prevedibile;

- il lavoro svolto si è basato anche su dati e informazioni storiche fornite dal management della Società; non è stata svolta alcuna verifica indipendente, o controlli di altro tipo, sui dati e sulle informazioni ottenute e approvate dall'organo amministrativo. La responsabilità della veridicità e/o idoneità dei documenti e delle informazioni utilizzate appartiene unicamente al Management della Società;
- l'incarico non prevede lo svolgimento di procedure di revisione contabile sui bilanci delle società del Gruppo, sui dati contabili o previsionali, né verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura legale, fiscale, contrattuale, previdenziale o connesse a problematiche di tipo ambientale, né ulteriori rispetto a quelle già rappresentate in bilancio e nei documenti forniti dall'organo amministrativo.

I dati e le informazioni della società rimangono di esclusiva pertinenza e responsabilità del management della società ILAS ALVEOLATER.

4. CARATTERISTICHE DELLA SOCIETA'

A) I principali valori identificativi della società

Di seguito sono rappresentati i principali valori patrimoniale, economici e finanziari che hanno caratterizzato la società negli ultimi esercizi.

Stato patrimoniale riclassificato



Codice	Descrizione voce	2010	2011	2012
STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO - FUNZIONE ESTESA				
II	immobilizzazioni immateriali	7.746	17.799	12.163
IM	immobilizzazioni materiali	4.923.969	5.024.596	4.772.068
IF	immobilizzazioni finanziarie	6.299	5.058	4.583
R	rimanenze	1.082.937	1.183.216	1.116.436
C	crediti commerciali	848.931	1.447.858	1.828.520
X	altri crediti operativi	625.792	364.560	350.671
L	liquidita'	75.148	82.164	33.359
Totale attività		7.570.822	8.125.251	8.117.800
F	debiti commerciali	1.167.325	913.218	1.342.790
DC	altri debiti operativi	181.508	213.261	156.848
FDO	fondi rischi e oneri	531.508	565.773	632.981
BT	debiti finanziari a breve	3.044.946	4.152.467	3.548.228
ML	debiti finanziari a m/l	-	-	141.028
PN	patrimonio netto	3.236.478	2.645.535	2.280.533
U	utile di esercizio	- 590.943	- 365.003	15.392
Totale passività e patrimonio netto		7.570.822	8.125.251	8.117.800
STATO PATRIMONIALE - RICLASSIFICAZIONE FUNZIONALE SINTETICA				
IM+II+IF-FDO	attivo immobilizzato	4.406.506	4.481.680	4.155.833
R+C+X-F-DC	NCW (net working capital)	1.208.827	1.869.155	1.795.989
Totale		5.615.333	6.350.835	5.951.822
PN+U	patrimonio netto	2.645.535	2.280.532	2.295.925
L-BT	PFNBT posizione finanziaria netta	2.969.798	4.070.303	3.514.869
ML	PFNM/L	-	-	141.028
Totale		5.615.333	6.350.835	5.951.822

Conto economico riclassificato

Codice	Descrizione voce	2010	2011	2012
CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO A VALORE AGGIUNTO				
V	ricavi vendite e prestazioni	3.793.401	3.927.454	5.049.383
VRPF	variazione rimanenze pf	50.221	- 52.816	70.905
PLUS	plusvalenze da alienazioni	-	-	-
MINUS	minusvalenze da alienazioni	-	-	-
VALORE DELLA PRODUZIONE		3.843.622	3.874.638	5.120.288
A	acquisti	2.642.936	2.735.056	3.234.822
G	spese generali	333.400	320.109	996.042
VRMP	variazione rimanenze mp	- 56.595	- 153.095	137.685
VALORE AGGIUNTO		923.881	972.568	751.739
L	lavoro	840.922	836.521	628.133
ACC	accantonamenti tfr e altri	65.383	73.569	74.571
MARGINE OPERATIVO LORDO		17.576	62.478	49.035
AMM	ammortamenti	803.941	710.413	433.221
S	svalutazioni	-	-	-
REDDITO OPERATIVO		- 786.365	- 647.935	- 384.186
AF	area finanziaria	- 64.336	- 120.016	- 194.112
AS	area straordinaria	- 134.267	- 47.369	2.139
AA	area accessorie	188.507	367.213	652.492
REDDITO ANTE IMPOSTE		- 796.461	- 448.107	76.333
TAX	imposte sul reddito	- 205.518	- 83.104	60.941
REDDITO NETTO		- 590.943	- 365.003	15.392

Dovendo necessariamente fissare un momento di riferimento rispetto al quale compiere le verifiche richieste, si è ritenuto corretto determinarlo in coincidenza con la data a cui è cristallizzata la situazione patrimoniale posta a fondamento della perizia, che è riferito al 31 dicembre 2012.



PARTE PRIMA

Metodi di valutazione

5. IL CAPITALE ECONOMICO

Il capitale è una quantità astratta e variamente configurabile nel suo valore in relazione ai fini che ispirano la sua stima. Le varie nozioni di capitale d'impresa si differenziano per gli elementi costitutivi, oppure, a parità di elementi costitutivi, per i diversi criteri di valutazione adottati per la stima del capitale. Con riferimento ai diversi criteri di valutazione, le principali configurazioni di capitale possono così compendiarsi:

- *capitale di sostituzione*: la configurazione è riferita al momento della costituzione dell'impresa e comprende il valore del denaro, dei beni e delle aziende/rami d'azienda conferiti;
- *capitale di liquidazione*: la configurazione è riferita alla cessazione assoluta dell'azienda. Il sistema aziendale viene "disintegrato" e si procede alla cosiddetta "liquidazione per stralcio";
- *capitale di funzionamento*: la configurazione è riferita all'azienda in attività al fine di individuare il reddito d'esercizio;
- *capitale di trasformazione*: la configurazione è riferita al valore del capitale nel momento del cambiamento della veste giuridica;
- *capitale di trasferimento o di cessione*: la configurazione in questo caso è in grado di assumere aspetti e valori diversi in relazione alle ipotesi sottostanti il processo valutativo:



1. il capitale economico è quella configurazione di capitale d'impresa che si intende determinare quando si valuti il sistema aziendale nel suo complesso al fine del trasferimento e nell'ottica del valutatore indipendente. La stima del capitale economico prescinde pertanto dalla valorizzazione delle sinergie e, in genere, delle economie/diseconomie che le parti interessate all'operazione di trasferimento possono ritrarre dalla stesa;
2. il capitale potenziale (o capitale strategico) è quella configurazione di capitale che tiene conto delle capacità di sviluppo dell'azienda da valutare. In tal caso, il valore dell'azienda dipende dalla sua capacità di selezionare occasioni positive di crescita e di disporre delle condizioni per realizzarle².

6. METODI DI VALUTAZIONE: GENERALITÀ E ASPETTI TEORICI

Diversi sono i fattori che concorrono a influenzare la scelta del metodo per determinare il valore di un'azienda come complesso economico in funzionamento.

Tra i fattori più rilevanti possono essere considerati il tipo di operazione economica per la quale la valutazione è richiesta (es. cessione quote o azienda, ecc.), il settore economico in cui l'azienda opera e l'attività specifica da essa svolta, lo status dell'azienda (azienda in normali condizioni



di funzionamento, inattiva, ecc.) ed, infine, l'identità del soggetto nel cui interesse la valutazione viene eseguita.

Il valore del capitale economico di un'azienda può essere desunto sia in via diretta – sulla base quindi di valori espressi dal mercato – che in via indiretta, ovvero ricorrendo ad elaborazioni e stime di natura peritale.

La prima modalità, come è ovvio, è senza dubbio preferibile, ma non sempre praticabile. E' infatti evidente che il ricorso a valori di mercato è possibile solo in presenza di determinate condizioni che possono essere sintetizzate, in ordine decrescente di importanza, nei requisiti della disponibilità, della significatività e della stabilità dei prezzi. L'attributo della disponibilità costituisce una condizione irrinunciabile, in quanto fa riferimento all'esistenza stessa di un prezzo di mercato. Tale requisito è quindi soddisfatto quando l'azienda è quotata, esiste un mercato attivo per i suoi titoli, o quanto meno quando, pur in mancanza di prezzi effettivi di scambio, sono individuabili dei prezzi realmente significativi.

L'attributo della significatività sta ad indicare l'idoneità del prezzo rilevato ad esprimere il reale valore del capitale economico di un determinato pacchetto azionario. Di conseguenza, il rispetto di tale requisito è legato da un lato al livello di efficienza del mercato; dall'altro, all'esigenza di far riferimento a contesti quali-quantitativi analoghi.

Il primo concetto non necessita di particolari approfondimenti: è ben noto, infatti, che non di rado, nei mercati finanziari poco evoluti, i prezzi di borsa tendono a discostarsi in misura anche significativa, e per periodi non

² Cfr. L. Guatri, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, **EGEA, Milano, 1998, pp. 152-169**



brevi, dal valore intrinseco attribuibile al capitale di un'azienda: in tal caso, i prezzi di mercato non sempre risultano significativi al fine di esprimere il valore del capitale economico dell'impresa.

Sotto il secondo profilo, invece, è necessario che i valori siano confrontabili: è pertanto da escludere che il prezzo rilevato per una transazione in una determinata situazione congiunturale sia rappresentativo del valore da attribuire all'azienda in un contesto differente; così come è da escludere che il prezzo di borsa – riferito a singoli titoli o comunque a pacchetti di modesta entità – possa essere utilizzato per determinare il valore di un pacchetto di maggioranza.

Il requisito della stabilità, infine, fa riferimento all'esigenza che i prezzi rilevati non assumano una variabilità eccessiva. A tale problema – il più delle volte legato, a ben vedere, a questioni di efficienza del mercato – è possibile ovviare ricorrendo a rilevazioni estese a orizzonti temporali non brevi, tipicamente compresi tra i 6 e i 12 mesi.

In assenza delle condizioni citate, è comunque possibile trarre utili indicazioni dai valori espressi dal mercato, facendo ricorso al cosiddetto "comparable sales method", alquanto diffuso nel mondo anglosassone. Il criterio si basa sull'analisi dei valori di scambio riscontrati in occasione della cessione/acquisizione di beni simili per natura e qualità. Tali valori costituiscono l'informazione di fondo cui far riferimento nella valutazione dei beni.

Per quanto attiene i criteri di valutazione aziendale è opinione prevalente che la situazione in cui è inquadrata l'azienda da valutare e la



finalità della stima, costituiscano elementi in grado di influenzare in maniera determinante il concetto di valore, tanto che il significato attribuibile al concetto “valore di un’azienda” non è sempre univoco, ma può variare secondo l’ottica di riferimento.

I metodi di stima del valore si dividono tra valutazioni assolute, basate su modelli e formule, e valutazioni relative, basate sui moltiplicatori. E’ opinione diffusa che i risultati espressi dalle valutazioni assolute e dalle valutazioni relative a mezzo dei moltiplicatori possano fisiologicamente divergere e comunque che la loro mancata coincidenza, almeno entro certi limiti, sia ammissibile. Solo divergenze molto rilevanti, di fatto esprimenti risultati valutativi in netto contrasto tra di loro sarebbero motivo di vera preoccupazione, potendo inficiare o rendere inaffidabile l’intero processo valutativo.

Le possibili divergenze tra i due approcci valutativi si possono spiegare, in linea di massima, con le seguenti cause che, tuttavia, non si ritiene esauriscano definitivamente il delicato argomento:

- il diverso contenuto logico poiché l’approccio assoluto, basato su formule, contiene teoricamente solo componenti razionali, la fondatezza dei suoi risultati dipende dalla validità delle informazioni e dall’analisi fondamentale, in particolare l’analisi riferita alla previsione dei flussi attesi e alla determinazione, con un sufficiente grado di razionalità, dei tassi di attualizzazione e di capitalizzazione. Al contrario, l’approccio relativo contiene sia componenti razionali (le performance), sia fattori di efficienza dei mercati nonché speculativi e persino emozionali; inoltre, tale approccio



fa tipicamente riferimento a orizzonti temporali assai limitati, i risultati cioè si fondano su performance reddituali riferite all'attualità o al brevissimo termine;

- il supporto informativo: il paradigma di mercato finanziario, le vicende storiche dei deals, la governance, l'efficacia della comunicazione ecc. influenzano i multipli ma non dovrebbero influenzare le valutazioni assolute;

- l'oggetto della valutazione: le valutazioni assolute si prestano per tutte le finalità, anche se il loro primo risultato esprime sempre il valore totale dell'azienda; le valutazioni relative, ottenute ad esempio utilizzando il metodo delle società comparabili, attinge ai prezzi che i multipli iscrivono al numeratore dalle quotazioni di borsa, cioè si ispira tipicamente a livelli di valore non di controllo. Inoltre, quando l'azienda- obiettivo della valutazione è un'impresa non quotata, si può porre anche il problema dell'«aggiustamento» del moltiplicatore per tenere conto dell'illiquidità;

- i differenti scopi della valutazione: le valutazioni assolute si prestano a tutte le finalità, quindi sono adatte sia nell'ambito delle garanzie societarie, per tutelare ad esempio gli azionisti di minoranza, sia ai fini di bilancio, sia nelle trattative di acquisizioni o vendite di società, sia nell'ambito delle stime di performance periodica delle imprese ecc. Al contrario, le valutazioni relative, quando effettuate nell'ambito delle stime ai fini di garanzie societarie e di bilancio, hanno un peso spesso discusso mentre sono un riferimento spesso insostituibile nell'ambito delle trattative di acquisizioni o vendita.



I metodi di mercato sono pertanto largamente destinati ad essere utilizzati per verificare la congruità dei risultati ottenuti con l'applicazione di altri metodi e solo in determinate situazioni vengono usati come unico criterio di valutazione delle aziende.

Nell'ambito delle valutazioni assolute, si identificano con l'espressione modelli fondati sui flussi tipicamente due modelli valutativi, quello reddituale e quello finanziario, i quali sono comunemente qualificati quali unici modelli sicuramente razionali e universali. I metodi fondati sui flussi sono, per definizione, i soli atti a misurare i valori potenziali del capitale, quei valori, cioè, che derivano da proiezioni a lungo termine dei flussi attesi, talvolta solo presunti o sperati, sia di tipo reddituale sia di tipo finanziario e dall'applicazione a tali attese di tassi di attualizzazione razionalmente scelti e accuratamente elaborati.

I paragrafi che seguono sono volti ad approfondire le principali metodologie che possono essere adottate nella valutazione delle aziende: vale a dire il criterio patrimoniale, quello finanziario, quello reddituale, quello misto patrimoniale-reddituale e i metodi empirici. Il primo è detto anche analitico, in quanto è volto ad individuare il valore di un'azienda nella differenza tra valori dell'attivo e del passivo: gli ultimi tre, viceversa, sono denominati anche sintetici in quanto pervengono ad un valore unico, comprensivo di quello patrimoniale, dei beni immateriali e dell'eventuale goodwill o badwill. In definitiva i principali metodi di valutazione proposti dalla dottrina aziendalistica si riassumono nei seguenti:

metodo analitico patrimoniale,



metodo sintetico-reddituale,
metodo misto patrimoniale-reddituale

7. I METODI PATRIMONIALI SEMPLICI E COMPLESSI

Tale metodo si basa sull'ipotesi che il valore dell'azienda corrisponda al patrimonio netto della stessa, adeguatamente rettificato come in seguito si descriverà.

L'ipotesi citata, come abbiamo già posto in evidenza, non è sempre realistica, dal momento che il valore di un'azienda è di norma influenzato più dalla sua redditività futura che dal livello del suo patrimonio netto. Nonostante ciò, i risultati scaturenti dall'adozione del metodo patrimoniale costituiscono un'informazione che non può essere trascurata per almeno due ordini di motivi.

In primo luogo perché l'entità del patrimonio di un'azienda ha una propria influenza sul valore e sull'appetibilità della stessa, nonché, in una certa misura, sulla sua capacità di produrre reddito.

In secondo luogo perché i valori emergenti da tale criterio di stima, se non hanno il pregio della totale validità sul piano concettuale, hanno almeno quello della sicurezza e affidabilità, in quanto non derivano da previsioni ed elaborazioni soggettive (che possono essere successivamente disattese) ma da dati certi ed oggettivi.

Il metodo patrimoniale semplice presuppone, nella fase iniziale, la quantificazione del capitale netto di bilancio, desumibile da una situazione patrimoniale aggiornata. Successivamente si procede a:



- o un'analisi delle varie voci dell'attivo e del passivo per verificarne la consistenza (ad esempio con riguardo alla corretta contabilizzazione dei crediti e dei debiti, all'adeguatezza degli accantonamenti e così via);
- o riesprimere a valori correnti gli elementi attivi non monetari (partecipazioni, magazzino, immobilizzazioni tecniche o immateriali, ecc.).

Con riguardo al primo punto, è necessario procedere ad una verifica che consenta di accertare la regolare contabilizzazione di tutti gli elementi dell'attivo e del passivo, la reale esigibilità dei crediti, la consistenza dei debiti, e così via, apportando eventuali rettifiche ove necessario. Tale compito è ovviamente più agevole, e comunque non sempre necessario, quando ci si trovi in presenza di bilanci certificati.

In relazione al secondo punto, è necessario riesprimere in termini di valori correnti gli elementi attivi non monetari.

Le rettifiche e rivalutazioni ora analizzate, e tutte le altre che si rendessero necessarie, portano all'individuazione di una serie di plusvalenze o minusvalenze che, dopo essere state opportunamente ridotte per tenere conto dei carichi fiscali potenziali cui sono soggette, vanno ad aggiungersi al capitale netto contabile dando così apprezzamento del cosiddetto "capitale netto rettificato", che costituisce il risultato finale del metodo di valutazione patrimoniale.



Con riguardo all'aliquota da utilizzare per l'abbattimento a fini fiscali delle plusvalenze, nella pratica raramente le scelte sono omogenee. Secondo taluni, infatti, l'abbattimento dovrebbe essere effettuato utilizzando un'aliquota corrente "piena". Secondo altri, invece, si deve ricorrere ad un'aliquota ridotta, in quanto le plusvalenze cui si fa riferimento sono solo potenziali, e comunque non sempre destinate ad una effettiva evidenziazione nel breve periodo: di conseguenza anche il carico fiscale cui sono soggette è puramente potenziale.

Questa seconda impostazione appare spesso preferibile soprattutto se si tiene conto che esistono (e si presume esisteranno anche nel futuro) delle disposizioni normative che consentono di ridurre in misura spesso non trascurabile i gravami fiscali in questione. Ci si riferisce in particolare alla possibilità di diluire nel tempo il versamento delle imposte relative alla plusvalenze realizzate, e all'eventualità che possano essere emanate leggi eccezionali di rivalutazione, che consentano di rivalutare i cespiti in esenzione fiscale ovvero applicando aliquote di imposizione inferiori a quelle correnti.

L'opportunità di non applicare alcun carico fiscale potenziale, o comunque di limitarlo, è infine evidente quando ci si trovi in presenza di aziende in perdita o dotate di abbondanti perdite pregresse.

Un ulteriore aspetto che non può essere trascurato nell'ambito delle valutazioni di tipo patrimoniale, riguarda la eventuale valorizzazione dei beni immateriali. Si parla pertanto di metodo patrimoniale "semplice" quando si esclude ogni rettifica di valore in relazione ai beni immateriali; di metodo



patrimoniale “complesso” quando viceversa tra le attività vengono inclusi e opportunamente apprezzati i beni in questione.

I metodi di valutazione normalmente adottati per la determinazione del valore di un bene immateriale possono essere i seguenti:

1. valutazione dei redditi differenziali conseguibili per effetto di tale bene;
2. determinazione dei costi da sostenere per un’ipotetica sua riproduzione;
3. valutazione con il metodo reddituale.

In estrema sintesi, sono rappresentabili dalle formule che seguono:

metodo patrimoniale semplice

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

dove:

K' rappresenta il patrimonio netto rettificato;

A' rappresenta l'attivo riespresso a valori correnti;

P' costituisce il passivo riespresso a valori correnti.

metodo patrimoniale complesso

$$W = Pn + (Rt - I) + A$$

dove:

W = valore del capitale economico

Pn = patrimonio netto contabile

Rt = rettifiche al patrimonio netto contabile



I = effetto fiscale delle rettifiche
A = valore dell'avviamento

8. IL METODO FINANZIARIO

Il riferimento ai metodi finanziari, il valore potenziale del capitale di un'azienda, corrisponde alla somma dei flussi di cassa che la stessa potrà corrispondere nel tempo ai propri azionisti, al netto dei versamenti che essa eventualmente richiederà loro, opportunamente attualizzati mediante un tasso idoneo allo scopo (*Discounted Cash Flow Method*); pertanto il valore del capitale economico di un'azienda consiste nel valore attuale netto (*Net Present Value*) dei flussi di cassa che dalla stessa saranno destinati nel tempo agli azionisti.

Per ovviare alle difficoltà connesse alla previsione dei flussi, la cui attendibilità diminuisce man mano che si allunga la proiezione temporale, nella prassi viene adottata solitamente la soluzione di determinare solo i flussi di un determinato arco temporale – in genere corrispondente ad un intervallo da 3 a 7 anni – al termine del quale si identifica un ultimo flusso rappresentato dal valore finale dell'azienda. Pertanto, il criterio finanziario si riassume nella seguente formula:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{UCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{UCF_n \times (1+g_{n+1}) \times (1-IR)}{(WACC - g_x) \times (1+WACC)^n}$$

da cui poi:



EV - Posizione Finanziaria Netta = Valore

dove:

E V *Enterprise value*, indica il valore delle attività dal quale andranno detratti i debiti onerosi;

UCF *Unlevered Cash Flow*, flusso di cassa unlevered (cioè di un'impresa finanziata per intero con mezzi propri), ottenuto per differenza tra EBITDA, investimenti fissi lordi, variazione di capitale circolante, e le imposte cui è soggetta l'impresa non indebitata. Questi flussi non includono le remunerazioni finanziarie (dividendi, interessi e le variazioni di indebitamento netto);

WACC *Weighted Average Cost of Capital*: si tratta del tasso adottato per l'attualizzazione del flusso di cassa unlevered. Dovendo stimare l'intero investimento, corrisponderà ad una media ponderata tra tasso sul capitale e tasso sui debiti;

g^∞ rappresenta il saggio di crescita dei flussi di cassa oltre il periodo di previsione esplicita;

IR *saggio di reinvestimento dei flussi di cassa* necessario a mantenere la capacità di produrre permanentemente i flussi di cassa e di sostenere la crescita g^∞ ;

$UCF_n \times (1 + g_{n+1}) \times (1 - IR)$ rappresenta l'*unlevered free cash flow* cioè il flusso di cassa, oltre la soglia di previsione analitica, liberamente distribuibile senza compromettere la capacità dell'impresa di generare flussi di cassa crescenti secondo il tasso di crescita espresso da g^∞ .



I principali problemi di ordine pratico derivanti dall'applicazione del criterio in questione, scaturiscono dalla difficoltà di determinazione dei flussi e dal calcolo del tasso di attualizzazione: in relazione al primo, è evidente la difficoltà di quantificazione dei flussi di dividendi nell'arco temporale determinato, essendo questi influenzati non solo dall'andamento reddituale e dalla liquidità dell'azienda, ma anche da numerose altre variabili che rendono improbabili le stime sulle decisioni che verranno assunte dagli amministratori e dalle assemblee dei soci in merito alla politica dei dividendi, a meno che quest'ultima non sia stata predefinita.

Al fine di superare le citate incertezze, si assume solitamente l'ipotesi che i dividendi che verranno erogati coincidano col *free cash flow*, o flusso di cassa disponibile. L'entità di tale grandezza, corrispondente alle risorse finanziarie destinabili agli azionisti dopo aver seguito le politiche di investimento ed indebitamento giudicate più idonee, può venire determinata con la seguente metodologia:

Unlevered cash flow o Flusso monetario della gestione operativa come di seguito calcolato:

utile netto
+ ammortamenti e altri costi (ricavi) non monetari
-/+ investimenti/disinvestimenti in attività fisse operative
-/+ incrementi/decrementi di capitale circolante netto
+ variazione del fondo TFR
- imposte di pertinenza



= Unlevered cash flow (UCF)

Così determinato, il flusso di cassa disponibile non è di competenza solo degli azionisti, ma è al servizio di tutti i fornitori di capitale, sia esso di rischio e di debito. Attualizzato ad un tasso che esprima la media ponderata (secondo l'effettivo utilizzo) del costo del capitale di debito e di quello del capitale proprio, si otterrà il valore globale del capitale impiegato nell'azienda, dal quale, sottraendo l'importo (ovvero il valore di mercato) del capitale di debito, si perverrà al valore del solo capitale proprio, cioè del capitale economico di pertinenza degli azionisti.

Il tasso giudicato opportuno per attualizzare i flussi di cassa è il costo del capitale, il quale coincide con il costo medio ponderato del capitale (proprio e di terzi o anche detto WACC).

Essendo i flussi al servizio sia dei creditori che degli azionisti, il costo del capitale dovrà incorporare il rendimento richiesto dai detentori sia del capitale di debito che di quello di rischio.

Particolare complessità riveste l'attività di determinazione del costo del capitale di rischio, in quanto non risulta esserci alcun accordo o impegno esplicito di remunerazione da parte dell'azienda; le aspettative dell'azionista sono solitamente pari ad un rendimento minimo pari a quello offerto da investimenti alternativi privi di rischio (solitamente titoli pubblici), maggiorato di un premio particolare per il rischio assunto: quest'ultimo rappresenta, a questo punto, la vera incognita.

In estrema sintesi, sono rappresentabili dalle formule che seguono:



$$W_f = \frac{E F_c + Pr}{n}$$

dove:

Fc = flussi di cassa

Pr = patrimonio residuale

In questo caso il valore dell'azienda è pari al valore attualizzato dei flussi di cassa che sarà in grado di generare in futuro.

9. IL METODO REDDITUALE

I problemi che rendono di non agevole applicazione pratica i metodi finanziari ora illustrati sono evidenti, e fanno principalmente riferimento alle difficoltà ed alle incertezze insite nella previsione dei dividendi (o dei flussi) che potranno essere erogati dall'azienda nel corso della sua intera vita residua.

Per sottrarsi almeno in parte a tali difficoltà, in luogo di quello finanziario si fa spesso ricorso al metodo reddituale, in base al quale il valore di un'azienda deriva esclusivamente dai redditi che la stessa sarà in grado di produrre nel prosieguo della propria vita.

In tal caso:

$$W = f (R)$$

ovvero il valore (W) dell'azienda è funzione del reddito (R).



La prassi consolidata, in proposito, prevede generalmente che il reddito abbia una durata illimitata nel tempo. In questa ipotesi il valore dell'azienda deriva dall'applicazione della formula della rendita perpetua.

I problemi centrali, nell'adozione del metodo reddituale, riguardano quindi due aspetti: la determinazione del reddito da capitalizzare, e la scelta del tasso di capitalizzazione.

Con riguardo al primo punto, vi è da sottolineare innanzitutto che i redditi allo scopo interessanti riguardano il futuro, e andrebbero quindi desunti da piani aziendali prospettici. Tale soluzione può tuttavia comportare dei rischi. È ben noto infatti che i budget ed i piani aziendali non sono sempre redatti secondo criteri prudenziali, ed i dati in essi contenuti (fatturato, utile, ecc.) costituiscono talvolta più obiettivi da raggiungere che previsioni oggettive.

Per tale motivo si ritiene spesso opportuno sottoporre ad attenta verifica tali piani, confrontandoli con i conti economici consuntivi degli anni precedenti. Talvolta è consigliabile includere nel calcolo sia i redditi passati che quelli previsti per il futuro, e sottoporre gli stessi a media.

Nel determinare il "reddito medio atteso" da sottoporre a capitalizzazione, particolare attenzione dovrà essere prestata ai seguenti aspetti:

- è necessario che nel sottoporre eventualmente a media i redditi dei vari anni passati e futuri, gli stessi vengano rispettivamente "inflazionati" o "deflazionati", ovvero vengano espressi in moneta dotata di potere di acquisto costante. Il valore dell'azienda, in altre



parole, va espresso in moneta avente un valore intrinseco vicino a quello del momento in cui avviene la stima;

- il reddito in questione va “normalizzato”, cioè depurato da componenti straordinari sia di costo che di ricavo, e dagli effetti delle politiche di bilancio eventualmente adottate dall’impresa;
- è necessario che il reddito così calcolato sia disponibile, nel senso che le risorse finanziarie connesse agli ammortamenti effettuati devono essere sufficienti a sostenere il livello di investimento necessario a conservare la capacità di reddito dell’impresa. In caso contrario, è necessario procedere ad opportune rettifiche, che talvolta consistono - per semplicità applicativa – nel calcolare gli ammortamenti non sui valori di bilancio, bensì su quelli di sostituzione.

Con riguardo al tasso di capitalizzazione, esso viene tipicamente individuato nel “costo del capitale proprio”, vale a dire nel rendimento minimo desiderato dagli azionisti per quel tipo specifico di investimento. Tale parametro si compone pertanto, come abbiamo avuto già modo di osservare, di un “tasso base” e di un “premio per il rischio”. Il primo coincide con il rendimento di investimenti alternativi privi di rischio; il secondo consiste in una maggiorazione di rendimento, finalizzata a compensare l’investitore per aver rinunciato ad un investimento non rischioso in favore di uno dagli esiti aleatori.



La determinazione del premio per il rischio può avvenire secondo diverse modalità. Una delle più diffuse nel mondo anglosassone, caratterizzato come è noto da un mercato finanziario alquanto efficiente e sviluppato, è quella fondata sul CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). In base a tale modello, il premio per il rischio viene determinato moltiplicando il “beta” attribuibile all’azienda per il premio per il rischio medio riscontrato sul mercato. In tal senso, il beta rappresenta un fattore di amplificazione o di attenuazione delle condizioni medie presenti sul mercato.

Il tasso di attualizzazione deve infine presentare un elevato livello di coerenza con il reddito medio atteso. Se pertanto quest’ultimo è in grado di sottrarsi agli effetti dell’inflazione, nel senso che cresce proporzionalmente alla svalutazione monetaria, esso andrà attualizzato mediante un tasso “reale”, cioè netto di inflazione. Il contrario avverrà nel caso in cui il reddito fosse costante in termini nominali (e quindi tendesse a svilirsi in termini di potere di acquisto): in tal caso infatti si renderebbe opportuno il ricorso ad un tasso di capitalizzazione nominale, vale a dire al “lordo” del saggio di inflazione. Le infinite ipotesi intermedie di parziale sottrazione dagli effetti dell’inflazione, infine, necessiterebbero ovviamente di soluzioni mediate tra le due estreme citate.

In estrema sintesi, sono rappresentabili dalle formule che seguono:

$$W = R / i$$

dove:

R = valore del reddito medio normalizzato;

i = tasso di attualizzazione.



Nel caso in cui la durata della vita residua dell'azienda possa essere esattamente individuata, il valore dell'azienda viene determinato nel seguente modo:

$$W = \sum R_{ani} + Z$$

dove

R_{ani} = è uguale al valore attuale del reddito medio normalizzato prospettico per n anni;

Z = è il valore finale di realizzo dell'azienda al tempo n.

10. IL METODO MISTO PATRIMONIALE E REDDITUALE

I metodi misti patrimoniali – reddituali sono largamente utilizzati nella pratica in quanto compendiano gli elementi di certezza e verificabilità tipici del metodo patrimoniale con la validità concettuale di quello reddituale.

Tali metodi ricorrono in modo particolare quando i risultati forniti dal metodo patrimoniale e da quello reddituale differiscono in misura considerevole. Nel caso in cui l'utilizzo del metodo reddituale dia luogo ad un risultato superiore rispetto al valore patrimoniale, tale differenza rappresenterà un *goodwill* (avviamento). Nel caso opposto si avrà un *badwill*.

Del *goodwill* (o *badwill*), inteso come differenza tra valore patrimoniale e reddituale si tiene generalmente conto in misura limitata, sia perché il risultato derivante da una sua accettazione totale sarebbe pari al valore reddituale (e non avrebbe quindi senso parlare di metodo misto), sia



perché le incertezze che caratterizzano i procedimenti reddituali consigliano una certa cautela nel calcolo.

Nell'ipotesi di esistenza di un *badwill*, inoltre, questo potrà portare ad un abbattimento del valore patrimoniale: il risultato finale, in tal caso, non potrà comunque mai scendere al di sotto del valore di liquidazione per stralcio delle attività dell'impresa. Tale valore di liquidazione costituirà pertanto il limite minimo nella valutazione di un'azienda.

I metodi misti possono basarsi su diversi criteri. Di seguito ne vengono descritti alcuni tra quelli più comunemente utilizzati.

Metodo della media: i risultati scaturenti dall'analisi patrimoniale e da quella reddituale possono essere sottoposti a media aritmetica semplice (in tal caso si terrà conto della metà del *goodwill* o *badwill* inteso come differenza tra i due valori).

Metodo della stima autonoma del goodwill: presuppone l'utilizzo della seguente formula

$$W = K' + a \left[\frac{1}{n} i' (R - iK') \right]$$

dove:

K' = capitale netto rettificato (valore patrimoniale);

n = numero degli anni per i quali si procede all'attualizzazione del "sovrareddito";

i' = tasso di attualizzazione del "sovrareddito";

i = tasso di remunerazione "normale" del capitale investito;

R = reddito netto.



R rappresenta il reddito medio atteso, espressivo della capacità dell'azienda di produrre reddito e flussi di cassa e quindi di remunerare il capitale investito. Rappresentativi di tale parametro sono ad esempio le grandezze economiche EBITDA ed EBIT.

In pratica, con l'utilizzo di questo metodo si tende a determinare il valore dell'azienda aggiungendo al capitale netto rettificato (K') un goodwill, calcolato attualizzando ad un tasso i' , per un certo numero di anni n , il "sovrareddito" ($R - iK'$), cioè quella quota di reddito che eccede una remunerazione normale (calcolata al tasso i) del capitale netto rettificato (K').

Con riferimento al tasso di attualizzazione i' si evidenzia che nella prassi e nella dottrina valutativa non vi è accordo sulla configurazione di tasso da utilizzare. Si riscontrano infatti diverse posizioni, che variano dall'utilizzo di un tasso free risk puro (tipicamente il tasso applicato sui titoli pubblici), all'utilizzo di un tasso free risk incrementato di una maggiorazione che remunera il maggior rischio insito nell'investimento azionario.

Con riferimento, invece, al tasso i , vale a dire al tasso di remunerazione del capitale investito da applicare al valore del patrimonio netto rettificato per determinare il sovrareddito, la prassi dominante identifica tale tasso nel "costo del capitale" che è calcolato con la formula:

$$i = r + \beta (r_m - r) + a$$

dove:



- r** rappresenta il tasso di rendimento netto di investimenti privi di rischio;
- ($r_m - r$)** rappresenta il maggior rischio del mercato azionario rispetto ad investimenti privi di rischio;
- β** rappresenta il rischio specifico del settore;
- a** rappresenta la maggiorazione del tasso, al fine di valutare il maggior rischio rilevabile nella valutazione di una singola linea di business, rispetto ad un investimento diversificato, proprio delle aziende *multibusiness* considerate ai fini della determinazione del β di settore.

Metodo della rivalutazione controllata dei cespiti soggetti ad ammortamento: tale metodo è spesso utilizzato nelle aziende industriali caratterizzate da redditi modesti, tali non solo da escludere l'esistenza di un *goodwill*, ma da consigliare anzi di abbattere il capitale netto rettificato a seguito dell'evidenziazione di un *badwill*. In tali casi anziché accettare una rivalutazione piena dei cespiti aziendali nella stima patrimoniale per poi decurtare il valore ottenuto a seguito della determinazione di un *badwill*, si preferisce spesso operare una rivalutazione limitata dei cespiti in oggetto; procedendo in tal modo, le considerazioni di tipo reddituale si fondono direttamente con quelle di natura patrimoniale. Il metodo base è quindi quello patrimoniale: eventuali plusvalenze che si evidenziano in relazione ai cespiti soggetti ad ammortamento non vengono però accolte nella loro totalità, bensì in misura limitata. L'entità della plusvalenza viene



determinata con l'ausilio di procedimenti matematici, ed è legata alla quantità di ammortamenti aggiuntivi (derivanti dal maggior valore dei cespiti) che può essere sopportata dal reddito medio atteso, compatibilmente con un'adeguata remunerazione del capitale investito.

11. LA FINALITÀ DELL'OPERAZIONE

Momento rilevante nelle operazioni peritali consiste nella scelta del criterio unico o dei criteri di valutazione che l'esperto è tenuto ad applicare ai fini della stima dell'azienda.

La prassi operativa non impone l'utilizzo di un singolo criterio di valutazione, e neppure l'obbligo di utilizzare tutti i criteri possibili e fare una media dei valori. Non esiste cioè una metodologia da ritenere aprioristicamente superiore dal punto di vista teorico ma al contrario la determinazione del criterio (o dei criteri) da applicare nel caso concreto compete esclusivamente all'esperto incaricato sulla base della propria esperienza professionale e discrezionalità tecnica.

La dottrina aziendalistica ha in alcuni casi tentato di trovare una possibile correlazione tra tipologia di operazione e metodologia valutativa da adottare, basandosi, per un lato, sull'esperienza maturata e dall'altro sui convincimenti teorici dei diversi autori. In tutti i casi la conclusione è stata però la necessità di riconoscere l'impossibilità di una classificazione esaustiva ed universalmente valida ed il conseguente riconoscimento che l'esperto incaricato deve valutare di volta in volta le peculiarità del caso



concreto, operando la scelta che la propria esperienza professionale e discrezionalità tecnica ritiene più idonea nella particolare circostanza avente ad oggetto la stima del valore delle azioni ai fini della loro cessione.

12. I CRITERI DI SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE

Avendo definito le finalità dell'operazione è ora possibile illustrare i criteri di scelta della metodologia di valutazione adottati.

Il metodo analitico patrimoniale è molto significativo nell'ipotesi di aziende con una alta incidenza della componente patrimoniale.

Il metodo misto patrimoniale – reddituale, contempera la necessità dell'azienda di generare un flusso di reddito adeguato alla remunerazione del capitale con la considerazione del valore funzionale del complesso organizzato di beni che costituisce l'azienda stessa. In tali metodi l'incidenza di quest'ultima componente (patrimoniale) è particolarmente accentuata, soprattutto in aziende che richiedono un rilevante livello di investimenti.

Al contrario il metodo reddituale tiene essenzialmente conto solo della capacità dell'azienda di remunerare il capitale proprio (valore dell'azienda quale attualizzazione dei flussi di reddito attesi). La componente patrimoniale è comunque indirettamente considerata, andando ad influire sul valore degli ammortamenti economico-tecnici da considerare nel reddito atteso.



13. LA DIFFERENZA TRA PREZZO E “VALORE ECONOMICO”

Ai fini peritali è importante sottolineare la differenza tra prezzo e valore economico.

Il prezzo scaturisce concettualmente dall'interazione di diversi fattori e forze operanti sia nel mercato (domanda, offerta, eventi futuri scontati nel presente ecc.) che più in generale nell'ambiente in cui opera la società, tenendo presente anche le tendenze in atto a livello di settore peculiare al quale appartiene un'azienda.

La risultante di tutte queste interazioni porta alla definizione di una grandezza oggettiva che risulta espressa dal mercato.

Ben diverso è il concetto di valore economico d'azienda.

Lo stesso risulta tipicamente da una stima fatta a mezzo di previsioni di flussi di reddito, di apprezzamento di rischi e talora di quantità legate fra loro a mezzo di formule.

La stima scaturisce da un complesso ragionamento che si sviluppa e si articola a vari livelli di ponderazione: da quello economico-finanziario a quello tecnico-giuridico nonché di tendenza in atto e futura degli scenari dell'ambiente in cui opera l'impresa.

Come tale il valore economico di un'impresa assume più valenza di “giudizio professionale” che dato oggettivo avente riscontro sicuro.

In base a quanto precede risulta evidente come la grandezza “prezzo” può non coincidere affatto con la grandezza “valore economico” dell'azienda.



Al contrario, fra le due grandezze possono sussistere delle biforcazioni anche rilevanti legate queste da un lato al fatto che nella realtà economica esistono diverse configurazioni del “prezzo” (ad esempio prezzi per il controllo di una società, prezzi per piccole quote ininfluenti sul controllo, prezzi per quotazioni borsistiche ecc.) e dall’altro al fatto che esistono altrettante numerose configurazioni di “valore economico” (valore ai fini di una fusione, valore ai fini di un conferimento aziendale, valore ai fini di una trasformazione dell’assetto giuridico societario, valore di cessione di partecipazioni azionarie ecc.).

In fase peritale l’esperto viene chiamato ad esprimere un “valore” fortemente condizionato dal tipo di operazione particolare in seno alla quale il “valore” trova espressione.

PARTE SECONDA

Valutazione d’azienda

14. IL METODO PATRIMONIALE E IL PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO

Il patrimonio netto rettificato è stato ottenuto considerando il valore corrente delle attività. Si precisa che i dati si riferiscono ai documenti forniti dal socio ILAS ALVEOLATER e pertanto nessuna indagine diretta sui libri contabili e le scritture contabili è stata eseguita.



Si è proceduto a effettuare le seguenti rettifiche:

- Le “**Immobilizzazioni immateriali**” iscritte alla data del 31/12/2012 in bilancio, dopo aver verificato la residua utilità futura delle immobilizzazioni in parola, sono state rettificate (portando a zero il relativo valore contabile) in quanto valori non rappresentativi di immobilizzazioni soggetti ad autonoma valutazione;
- Si è proceduto a rettificare il valore contabile dei beni condotti in locazione finanziaria considerando il valore che si sarebbe avuto se detti beni fossero stati iscritti in contabilità al loro valore di acquisto al netto degli ammortamenti negli anni eseguiti. Nel passivo invece si è proceduto ad iscrivere il debito per i canoni di leasing non scaduti al fine di rendere maggiormente evidente la situazione patrimoniale della società.

I valori sopradescritti sono riportati nella tabella che segue:

Descrizione voce	VALORE CONTABILE 2012	Rettifiche (Rt)	Effetto fiscale (I)	VALORE PERIZIA
STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO - FUNZIONE ESTESA				
immobilizzazioni immateriali	12.163	- 12.163	-	-
immobilizzazioni materiali	4.772.068	-	-	4.772.068
immobilizzazioni finanziarie	4.583	-	-	4.583
beni in leasing		44.590	-	44.590
rimanenze	1.116.436			1.116.436
crediti commerciali	1.828.520			1.828.520
altri crediti operativi	350.671			350.671
liquidità	33.359			33.359
Totale attività	8.117.800			8.150.227
fondi rischi e oneri	632.981			632.981
debiti commerciali	1.342.790			1.342.790
altri debiti operativi	156.848			156.848
debiti finanziari a breve	3.548.228			3.548.228
debiti finanziari a m/l	141.028			141.028
debiti v/società di leasing		30.348		30.348
riserve in sospensione d'imposta			-	-
Totale passività	5.188.894			5.852.223
Patrimonio netto rettificato (K)				2.298.004
avviamento (A)		38.594	12.473	26.120
VALORE DELL'AZIENDA CON IL METODO PATRIMONIALE		W=K+(Rt - I) + A		2.324.124



15. IL METODO REDDITUALE E IL REDDITO MEDIO NORMALE ATTESO

Si considerano distintamente le varie grandezze che portano alla determinazione del valore dell'azienda con il metodo reddituale.

Reddito normale atteso

Il reddito normale atteso è stato determinato considerando i risultati storici degli esercizi 2010 e 2011, e quello in corso fino al 31.12.2012 adeguatamente rettificati al fine di eliminare componenti straordinari.

Eguualmente si è tenuto conto degli effetti dell'inflazione rettificando opportunamente il reddito con un coefficiente medio pari a 2,50% per ogni anno.

Ai valori così ottenuti è stato dato un differente grado di ponderazione in considerazione della capacità di ogni esercizio di divenire alla più corretta determinazione del reddito normale atteso.

Tasso di attualizzazione

Il tasso di remunerazione è stato definito pari 10,17% nella considerazione del rendimento attuale dei titoli di Stato (depurato della componente inflazionistica e delle imposte) e della specifica rischiosità dell'investimento dell'azienda.

La formula matematica è la seguente:

$$i = \frac{1+rf(1-t) - 1 + k}{1+h}$$



Dove:

r = tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio (tipicamente BTP)

t = ritenuta fiscale

h = tasso di inflazione atteso

s = tasso di interesse reale atteso al netto di ritenuta

k = maggiorazione percentuale rischio d'impresa

i = tasso di attualizzazione

I calcoli descritti sono riportati nella tabella che segue.

Descrizione voce	2010	2011	2012	VALORE PERIZIA
CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO				
ricavi vendite e prestazioni	3.793.401	3.927.454	5.049.383	
variazione rimanenze	50.221	- 52.816	70.905	
plusvalenze da alienazioni	-	-	-	
minusvalenze da alienazioni	-	-	-	
VALORE DELLA PRODUZIONE	3.843.622	3.874.638	5.120.288	
acquisti	2.642.936	2.735.056	3.234.822	
spese generali	333.400	320.109	996.042	
variazione rimanenze	- 56.595	- 153.095	137.685	
VALORE AGGIUNTO	923.881	972.568	751.739	
lavoro	840.922	836.521	628.133	
accantonamenti tfr e altri	65.383	73.569	74.571	
MARGINE OPERATIVO LORDO	17.576	62.478	49.035	
Rettifiche (per esercizio +/-)				
REDDITO NORMALIZZATO	17.576	62.478	49.035	
deflazionamento (indice ISTAT)	4,30%	2,70%	0,00%	
REDDITO NORMALIZZATO	18.332	64.165	49.035	
ponderazione	25%	25%	50%	100%
REDDITO NORM. LORDO PERIZIA	4.583	16.041	24.518	45.142
Rettifiche (sul valore complessivo +/-)				
ammortamenti				- 433.221
acc.ti per rischi e oneri				-
area finanziaria				- 78.998
area accessorie				652.492
altri oneri finanziari				- 115.250
area straordinaria				2.139
REDDITO MEDIO NORMALIZZATO LORDO				72.303
imposte e tasse				53.593
REDDITO MEDIO NORMALIZZATO NETTO (R)				18.711
Tasso di attualizzazione (i)				10,17%
VALORE DELL'AZIENDA CON IL METODO REDDITUALE PERPETUO				183.967



16. IL METODO MISTO PATRIMONIALE E REDDITUALE

La valutazione dell'azienda con il metodo misto tiene in considerazione delle variabili proprie del metodo patrimoniale (patrimonio netto rettificato) e di quello reddituale (reddito normale atteso) per la cui trattazione si rimanda a quanto detto sopra. Di seguito si tratta solo le variabili non ancora considerate.

Arco temporale di riferimento

Si è ritenuto ragionevole effettuare la valutazione su un arco temporale di 5 anni in base alla prassi normalmente seguita nelle valutazioni e considerando naturalmente le caratteristiche dell'azienda in oggetto.

Tasso d'interesse normale rispetto al tipo di investimento considerato

Il tasso di remunerazione è stato definito pari al 8,67% nella considerazione del rendimento attuale dei titoli di Stato (depurato della componente inflazionistica e delle imposte) e della specifica rischiosità del settore in cui opera l'impresa.

La formula è la seguente:

$$i' = \frac{1+rf(1-t) - 1 + k}{1+h}$$

Dove:

- r = tasso di rendimento dei BTP a medio lungo termine
- t = ritenuta fiscale
- h = tasso di inflazione atteso
- s = tasso di interesse reale atteso al netto di ritenuta



k = maggiorazione percentuale rischio di settore
i' = tasso d'interesse normale rispetto al tipo di investimento considerato.

I calcoli descritti sono riportati nella tabella che segue.

Descrizione voce			VALORE PERIZIA
Patrimonio netto rettificato (K)			2.298.004
Reddito medio normalizzato (R)			18.711
Tasso di attualizzazione (i)			10,17%
Tasso di rendimento del settore (i')			8,67%
numero annualità di attualizzazione del sovrareddito (n)			5
VALORE DELL'AZIENDA CON IL METODO MISTO	W=K + (R- Ki') ani		1.616.579

17. LA SCELTA DEL METODO

La valutazione dell'azienda, per le considerazioni sviluppate nella parte descrittiva, costituendo un problema complesso per la numerosità degli aspetti che essa coinvolge (di mercato, economici, tecnici, finanziari, mobiliari, giuridici, statistici, ecc.), costituisce un dato relativo nel senso che il medesimo non è definitivo, univoco, ma valido pro-tempore e in determinate condizioni e fattispecie.

Sulla base delle indicazioni ricavate dalla più autorevole dottrina e considerando le caratteristiche della società oggetto della presente perizia, la rilevanza degli elementi patrimoniali (notevole disponibilità di immobilizzazioni materiali - immobili e immobilizzazioni tecniche) e la possibilità di tener in considerazione anche l'aspetto reddituale previsto, il sottoscritto ha ritenuto opportuno fare uso del metodo misto reddituale patrimoniale nella sua alternativa di capitalizzazione limitata del profitto.



18. CONCLUSIONI

Nella stima del valore del capitale economico della società oltre al metodo misto patrimoniale reddituale, metodo di riferimento principale, è stato applicato anche il metodo reddituale e quello patrimoniale quale metodologia di controllo.

I metodi in esame hanno condotto alla determinazione dei seguenti valori (euro):

Metodo patrimoniale semplice	2.298.004
Metodo patrimoniale con stima autonoma avviamento Dpr 460/96	2.324.124
Metodo reddituale perpetuo	183.967
Metodo misto	1.616.579

In tale quadro, il risultato dell'iter valutativo sin qui condotto ha evidenziato un valore di LATERSUD S.R.L. di **Euro 1.600.000**, (arrotondamento per difetto) pari al 100% del capitale.

Il valore pari al **23,19%** del capitale sociale della società ILAS ALVEOLATER viene quantificato, quindi, in **Euro 371.040**.

Il valore economico della LATERSUD S.R.L., pari ad **Euro 1.600.000**, da attribuire ai singoli soci è pertanto così ripartito:

SOCI	VALORE	% DI POSSESSO
EOS IMMOBILIARE SRL	741.920	46,37%
ILAS ALVEOLATER ZRL	371.040	23,19%
LATERIFICIO PUGLIESE SPA	371.040	23,19%
RENDO SEBASTIANO	99.840	6,24%
BONO LUIGI	16.320	1,02%
TOTALI	1.600.000	100%



Si precisa infine che, ferme restando tutte le considerazioni su espresse e che trattasi di valore di stima che potrebbe incontrare o non incontrare i favori del mercato al momento della sua cessione in “blocco”, per quanto attiene i crediti dei soci finanziatori, essendo questi disciplinati dall'art. 2467, c.c., e essendo quindi assoggettati a postergazione del rimborso rispetto alla soddisfazione degli altri creditori, la società LATERSUD S.R.L., è in grado di rimborsare integralmente detti finanziamenti.

Lucera, 10 giugno 2013

dott. rag. Vincenzo Piccirillo

ELENCO ALLEGATI

1. Situazione contabili al 31.12.2012 (bilancio non approvato)
2. Bilancio d’esercizio al 31.12.2010
3. Bilancio d’esercizio al 31.12.2011
4. Visura della Camera di Commercio di Reggio Calabria



TRIBUNALE ORDINARIO DI LUCERA

^^^^^

VERBALE DI GIURAMENTO DI PERIZIA STRAGIUDIZIALE

L'anno 2013, e questo giorno __ del mese di giugno alle ore 11:00 nella Cancelleria del Tribunale di Lucera, avanti al sottoscritto Cancelliere è personalmente comparso il dott. rag. VINCENZO PICCIRILLO (c.f.: PCCVCN55E08E716C), nato a Lucera l'08 maggio 1955 ed ivi domiciliato presso lo studio alla Via Bresciani, n. 22, identificato come segue: commercialista e revisore legale, regolarmente abilitato all'esercizio della professione essendo iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Lucera con il N. 69, il quale, nella sua qualità di perito, chiede di asseverare con giuramento l'antescritta relazione di stima del valore patrimoniale della società "**LATERSUD S.r.l.**", con sede legale in Taurianova (Rc), alla Via La Resta n. 13, numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Reggio Calabria e C.F.: 00163130800, numero di REA RC-79126, ed all'uopo esibisce la relazione che precede (composta di n. 43 fogli + n. 5 allegati) da lui effettuata in data 10 giugno 2013.

Ammonito si sensi di legge il comparente presta il giuramento ripetendo le parole: <<Giuro di aver bene e fedelmente proceduto alle operazioni a me affidate e di non aver avuto altro scopo che quello di far conoscere la verità>>.

Letto, confermato e sottoscritto.
