

Enrico Maria Barone
Dottore Commercialista
Revisore Legale

TRIBUNALE CIVILE DI ROMA
SEZIONE FALLIMENTARE

- * - * - * - * -

VALUTAZIONE DEL RAMO DI AZIENDA DI PROPRIETA'
DELLA SOCIETA' FALLITA FUNITALY S.R.L.
E DEL CANONE CONGRUO DI AFFITTO

- * - * - * - * -

Via Pompeo Magno n. 2/B - 00192 Roma
Telefono 06-35340459 Fax 06-83953929
mail: e.barone@bbdm.it mail pec: enricobarone@legalmail.it

INDICE

1. INTRODUZIONE	3
1.1 <i>Premesse e finalità dell'incarico</i>	3
1.2 <i>Attività svolta e documentazione analizzata</i>	3
1.3 <i>Assunzioni e limitazioni</i>	4
2. PROFILO DELLA SOCIETÀ	5
2.1 <i>Principali informazioni societarie relative a Funitaly S.r.l.</i>	5
2.2 <i>Il contratto di affitto di azienda e di locazione commerciale di immobili</i>	6
3. PROCEDIMENTO DI VALUTAZIONE	7
3.1 <i>Considerazioni generali</i>	7
3.1.1 I metodi patrimoniali	10
3.1.2 I metodi reddituali	12
3.1.3. I metodi finanziari	15
3.1.4 I metodi misti	16
3.2 <i>La metodologia utilizzata</i>	17
3.3 <i>La determinazione del valore patrimoniale "K"</i>	18
3.4 <i>La determinazione dell'avviamento "A"</i>	21
3.5 <i>La determinazione del valore del ramo d'azienda</i>	26
3.6 <i>La valutazione sulla congruità del canone di affitto</i>	27

1.INTRODUZIONE

1.1 PREMESSE E FINALITÀ DELL'INCARICO

In data 27.06.2023 il curatore fallimentare di Funitaly S.r.l. n. 90/2023, Avv. Ersilia De Bono, in conformità a quanto previsto nel programma di liquidazione ex art. 104 *ter* l.f., ha conferito allo scrivente l'incarico di consulente ai fini della valutazione dell'intera azienda di proprietà della fallita, esercente attività di camping, villaggio, bar, ristorante, pizzeria e minimarket, concessa in affitto alla società Happy Village S.r.l., azienda che verrà di seguito meglio descritta.

Allo scrivente è stato inoltre conferito l'incarico di valutare la congruità del canone di affitto ad oggi corrisposto alla curatela da Happy Village S.r.l..

Il curatore fallimentare ha disposto anche la nomina dell'Arch. Alessio Orlando per la valutazione del compendio immobiliare di proprietà della fallita (e della sua conformità alle norme urbanistiche vigenti) ove viene esercitata l'azienda (**All. n. 1**).

1.2 ATTIVITÀ SVOLTA E DOCUMENTAZIONE ANALIZZATA

L'attività di stima è stata realizzata basandosi esclusivamente sui dati e sulle informazioni di seguito indicati:

1. bilanci di esercizio depositati dalla società affittuaria dell'azienda Happy Village S.r.l. del periodo 2019 - 2022;
2. relazione di stima immobiliare dell'Arch. Alessio Orlando del 06.11.2023.

Si precisa che, d'accordo con il curatore, lo scrivente ha atteso il deposito della relazione dell'Arch. Alessio Orlando, considerato che l'azienda di proprietà di Funitaly S.r.l. ha un valore fortemente connesso al valore delle aree (fabbricati e terreni) adibite a campeggio e ristorazione, senza le quali la stessa azienda non potrebbe essere esercitata.

Lo scrivente ha inoltre effettuato nelle date del 06.07.2023 e 18.10.2023 due sopralluoghi presso la sede dell'azienda esercente l'attività di camping, villaggio, bar, ristorante, pizzeria, mini market, corrente all'interno del campeggio Happy Camping, sito in Roma alla Via del Prato della Corte n. 1915.

Detti sopralluoghi si sono resi necessari per un esame a campione dei beni mobili, delle attrezzature, degli impianti e dei macchinari, oggetto dell'azienda, e per la successiva determinazione del valore ai fini della stima.

1.3 ASSUNZIONI E LIMITAZIONI

La presente Relazione di stima deve essere analizzata e considerata alla luce delle seguenti ipotesi di lavoro e limitazioni:

- 1) tutte le informazioni che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della presente relazione sono state reperite presso il Registro delle Imprese ed estratte dai bilanci d'esercizio delle società interessate;
- 2) lo scrivente non ha effettuato alcuna forma di revisione relativamente alla documentazione di natura contabile ed extracontabile relativa alla società utilizzatrice dell'azienda oggetto di stima;
- 3) l'incarico non ha previsto, con riferimento ai documenti utilizzati, lo svolgimento di verifiche contabili integrative;
- 4) allo scrivente, inoltre, non sono state comunicate violazioni di regolamenti o di norme di alcun genere i cui effetti avrebbero dovuto essere presi in considerazione ai fini della stima del valore economico dell'azienda;
- 5) l'analisi dello scrivente, peraltro, non ha riguardato l'individuazione o la quantificazione di eventuali passività potenziali (o di minori attività attese);
- 6) le stime effettuate sono state formulate alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e, pertanto, non tengono conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e non prevedibili (nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale, catastrofi naturali, sociali e politiche, nazionalizzazioni, etc.);
- 7) le conclusioni esposte nella Relazione sono basate sul complesso delle valutazioni in esso contenute; pertanto, nessuna parte della stessa potrà essere utilizzata disgiuntamente rispetto al documento nella sua interezza.

2.PROFILO DELLA SOCIETÀ

2.1 PRINCIPALI INFORMAZIONI SOCIETARIE RELATIVE A FUNITALY S.R.L.

Funitaly S.r.l. (C.F. 03379470713) veniva costituita in data **10.02.2005 (All. n. 2)**.

La **sede legale** in data 11.05.2011 veniva trasferita da Via Matteotti 54 in Ancona a Via del Prato della Corte n. 1915 in Roma ed in data 31.05.2019 veniva nuovamente trasferita in Via dei Castani n. 144, Roma.

Il **capitale sociale** fin dalla data del **04.02.2016** ammonta ad **€ 10.000,00** e risulta interamente sottoscritto e versato da socio unico Sig. Massimo Ferrarelli (C.F. FRRMSM66E16D643T).

L'**oggetto sociale** consiste prevalentemente nella *“realizzazione, la gestione e la manutenzione di impianti turistico alberghieri ed agrituristici per conto proprio o per conto di terzi; l'attività di ristorazione al pubblico mediante l'esercizio di bar ristorante con la somministrazione di alcolici e superalcolici [...]”*.

Fin dalla costituzione l'amministrazione risulta affidata all'amministratore unico Sig. **Massimo Ferrarelli**.

Con scrittura privata autenticata nelle firme dal notaio Stefano Anzideo del **28.06.2016** la Funitaly S.r.l. stipulava un contratto di affitto d'azienda con la società Happy Village S.r.l. (C.F.: 12651741006) di cui si dirà meglio in seguito.

L'ultimo bilancio depositato da Funitaly S.r.l. presso il Registro delle Imprese è relativo al 31.12.2021; i bilanci relativi agli esercizi precedenti risultano regolarmente depositati.

Denominazione Sociale	Funitaly S.r.l. – oggi fallita
Sede Legale	Roma, Via dei Castani n. 144
Codice Fiscale e Partita IVA	03379470713
Numero REA	RM 1222628
Data Atto di Costituzione	10.02.2005
Forma Amministrativa	Società a responsabilità limitata
Legare rappr. alla data di fallimento	Massimo Ferrarelli
Capitale Sociale	Euro 10.000,00

In data 03.01.2022 la Società ha richiesto di poter accedere alla procedura di composizione negoziata per la soluzione della crisi di impresa di cui al D.L. n. 118/2021, all'esito della

quale è stato accertata l'inesistenza di soluzioni di cui all'art. 11 commi nn. 1 e 2 del citato decreto legge.

In data 24.05.2022 la società ha dunque presentato presso il Tribunale di Roma, sezione fallimentare, il ricorso per l'ammissione alla procedura di concordato semplificato, la cui domanda di omologazione è stata respinta con decreto del 27.03.2023.

Con sentenza n. 205/2023 emessa nella stessa data è stato dichiarato il fallimento n. 90/23 di Funitaly S.r.l.

2.2 IL CONTRATTO DI AFFITTO DI AZIENDA E DI LOCAZIONE COMMERCIALE DI IMMOBILI

In data **28.06.2016** con scrittura privata autenticata nelle firme dal notaio Stefano Anzideo (Rep. 1385/997, registrato a Pescara il 14.07.2016 al n. 7611, serie 1T), Funitaly S.r.l., rappresentata dall'amministratore unico sig. Massimo Ferrarelli, concedeva in affitto alla **Happy Village S.r.l.**, anch'essa rappresentata dall'amministratore unico sig. Massimo Ferrarelli, l'azienda esercente l'attività di camping, villaggio, bar, ristorante, pizzeria, mini market, corrente all'interno del campeggio Happy Camping, sito in Roma alla Via del Prato della Corte n. 1915 (**All. n. 3**).

Le parti si davano reciprocamente atto che l'affitto comprendeva tutti i beni di proprietà e di pertinenza della parte concedente che compongono l'azienda in oggetto e dunque i beni immobili, le attrezzature ed i beni mobili che lo arredano e corredano, come dettagliatamente elencato nel libro cespiti ammortizzabili di Funitaly S.r.l., allegato all'atto, nonché i rapporti di lavoro ed i contratti in essere alla data dell'accordo.

La durata del contratto di affitto veniva stabilita in tre anni, con rinnovo tacito di triennio in triennio, salvo disdetta.

Il canone di affitto veniva determinato in **€ 100.000,00** annui, oltre IVA, da corrispondere semestralmente; l'importo così come determinato era comprensivo del canone di godimento dell'immobile ove viene svolta l'attività.

In data **23.10.2018** il contratto di affitto di azienda veniva rettificato dalle parti con scrittura privata, autenticata nelle firme dal notaio Stefano Anzideo (Rep. 3006/2303, registrato a

Pescara il 29.10.2018 al n. 7611, serie 1T) con riguardo alla durata ed al canone di affitto (All. n. 4).

In particolare, la durata veniva fissata in nove anni (con efficacia dal 01.11.2016), con rinnovo tacito per ulteriori nove anni ed il canone di affitto veniva determinato in “cifra variabile corrispondente ad una percentuale del 10% (dieci per cento) sugli utili determinati anno per anno”, oltre IVA.

La modifica si rendeva necessaria, secondo quanto si legge nell’atto, in quanto Happy Village S.r.l. si dichiarava disponibile ad anticipare “tutte le spese di ordinaria e straordinaria manutenzione del camping rese necessarie al fine di consentire il regolare e fruibile esercizio dell’attività”.

3. PROCEDIMENTO DI VALUTAZIONE

3.1 CONSIDERAZIONI GENERALI

Il capitale d’impresa costituisce un’entità astratta configurabile in modo differente a seconda dell’obiettivo sotteso al processo valutativo.

Il capitale economico¹ può essere considerato come una particolare configurazione di capitale di trasferimento che si evidenzia nel momento in cui al requisito oggettivo (cessione, in senso lato, del complesso aziendale) si affianca il requisito soggettivo (ottica del perito indipendente).

La stima del valore economico di un’azienda impone quindi il ricorso a valutazioni, ipotesi,

¹ Sull’argomento si vedano: E. ARDEMENI, *L’avviamento dell’impresa*, Giuffrè, Milano, 1958; T. BIANCHI, *Some reflections on economic value of production concern capital*, *Economia Aziendale*, n.2, 1982; G. BRUGGER, *La valutazione di aziende ed acquisizioni*, in *Trattato di finanza aziendale* (a cura di S. PIVATO), Angeli, Milano, 1983; C. CARAMIELLO, *La valutazione dell’azienda. Prime riflessioni introduttive*, Giuffrè, Milano, 1993; M. CATTANEO, *Alcune osservazioni sulla scelta della formula di valutazione del capitale economico*, *Finanza Marketing e Produzione*, n.1, 1986; G. CERIANI, *Il trasferimento dell’impresa in economia aziendale*, Cedam, Padova, 1990; T. COPELAND, T. KOLLER, J. MURRIN, *Valuation. Measuring and managing the value of companies*, New York, John Wiley & Sons, 1990; V. CODA, *Introduzione alle valutazioni dei capitali economici d’impresa*, Giuffrè, Milano, 1963; A. DAMODARAN, *Manuale di valutazione finanziaria*, McGraw-Hill, Milano, 1996; G. FERRERO, *La valutazione economica del capitale d’impresa*, Giuffrè, Milano, 1966; L. GUATRI, *La valutazione delle aziende. Teoria e Pratica dei paesi avanzati a confronto*, V Ed., Egea, Milano, 1994; P. JOVENITTI, *Valore dell’impresa*, Pirola, Milano, 1990; M. MASSARI, *Il valore di “mercato” delle aziende. Approfondimenti teorici e metodi di stima*, Giuffrè, Milano, 1984; P. ONIDA, *Le dimensioni del capitale d’impresa. Concentrazioni, Trasformazioni, Variazioni di capitale*, Giuffrè, Milano, 1951; L. OLIVOTTO, *La valutazione economica dell’impresa*, Cedam, Padova, 1983; O. PAGANELLI, *Valutazione delle aziende. Principi e procedimenti*, Utet, Torino, 1990; O. PAGANELLI, F. LAMBERTINI, *Le valutazioni di cessione delle aziende in esercizio*, Clueb, Bologna, 1986; L. POTTI, *Bilanci straordinari*, Utet, Torino, 1993; A. RAPPAPORT, *La strategia del valore*, Franco Angeli, Milano, 1989; N. ROSSI, *Contributi allo studio del capitale-valore nelle imprese*, Utet, Torino, 1965; L. STAFFICO, *Studio sulle valutazioni di cessione con particolare riguardo alle imprese*, Giuffrè, Milano, 1987; J. VIEL, O. BREDET, M. RENARD, *La valutazione delle aziende e delle parti d’azienda*, Etas Libri, Milano, 1986; E. VIGANO’, *La natura del valore economico del capitale di impresa e le sue applicazioni*, Giannini, Napoli, 1967; G. ZANDA, M. LACCHINI, T. ONESTI, *La valutazione delle aziende. II Edizione riveduta ed ampliata*, G. Giappichelli, Torino, 1992.

congetture; naturalmente questi elementi di soggettività debbono essere analizzati alla luce di fondati requisiti.

Di norma, si conviene sull'affermazione che almeno tre siano i requisiti che un'attendibile metodologia di valutazione del valore economico di un'azienda deve tentare di soddisfare; in sintesi essi sono:

- *razionalità*, ovvero il metodo deve essere dotato di validità concettuale e di consistenza teorica;
- *obiettività*, ovvero il criterio valutativo deve risultare concretamente applicabile;
- *equità* ovvero la tecnica valutativa prescelta deve essere neutrale rispetto alle caratteristiche ed alle condizioni di forza contrattuale delle parti interessate nella trattativa sottesa alla valutazione.

Ai fini della stima del valore economico di un complesso aziendale non esiste una metodologia migliore delle altre; si rende, pertanto, necessario effettuare una disamina contingente dei fini cui la valutazione è rivolta, delle situazioni dell'azienda oggetto di stima, delle informazioni disponibili o acquisibili, prima di individuare il metodo o l'insieme dei metodi più soddisfacenti.

Tale disamina attiene all'analisi della specifica metodologia valutativa prescelta per la stima di volta in volta della singola azienda.

In generale, i criteri di valutazione delle aziende vengono distinti in *diretti* e *indiretti*.

Si dicono *diretti* quei criteri che individuano il valore del capitale economico dell'impresa sulla base degli effettivi prezzi espressi dal mercato per quote di capitale delle aziende medesime o di aziende similari; si definiscono *indiretti*, invece, quei metodi che, in ragione delle insufficienze manifestate dalle metodologie dirette, impostano su diverse fondamenta (flussi finanziari o reddituali prospettici, consistenza patrimoniale dell'impresa ecc.) la stima del capitale economico di un'azienda.

A loro volta, le metodologie indirette danno origine a tre classi di criteri di valutazione:

- a) i metodi fondati su grandezze flusso;
- b) i metodi basati su grandezze *stock*;
- c) i metodi costruiti su grandezze flusso-*stock*.

I metodi di stima del capitale economico fondati su grandezze flusso si distinguono inoltre in:

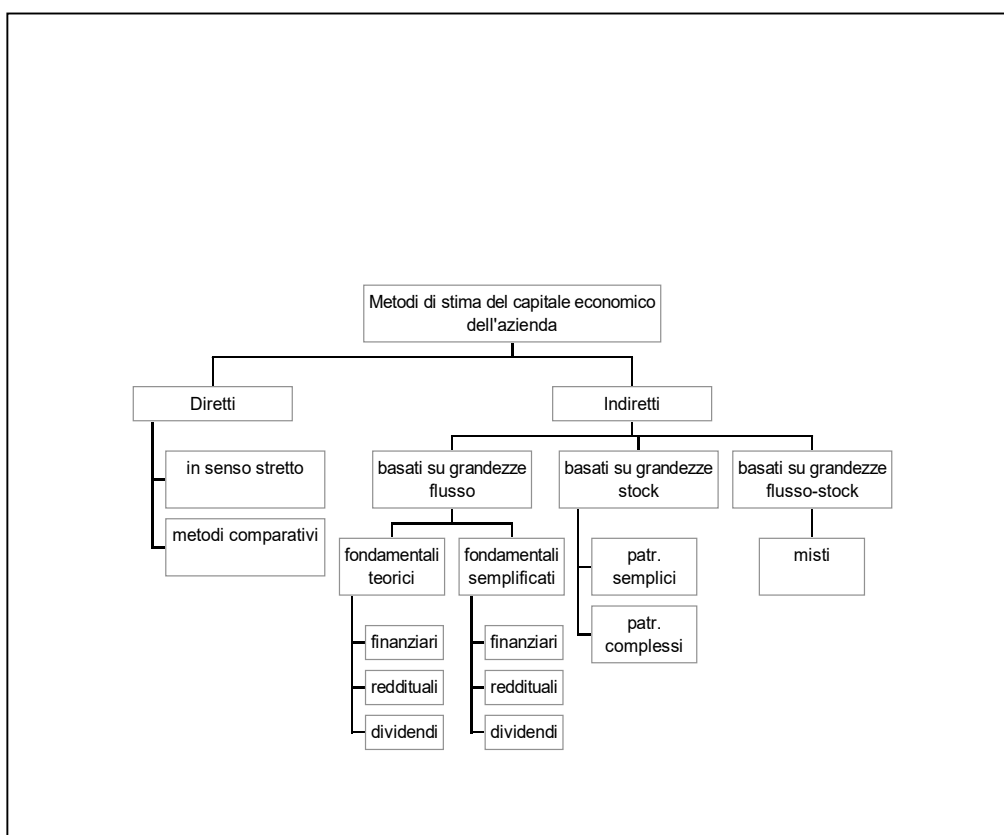
- a) metodi fondamentali teorici;
- b) metodi fondamentali semplificati.

I metodi di stima del capitale economico fondati su grandezze *stock* si distinguono inoltre in:

- a) metodi patrimoniali semplici;
- b) metodi patrimoniali complessi.

I metodi di stima del capitale economico fondati su grandezze flusso *stock* si contraddistinguono per essere di tipo misto.

Il seguente schema mostra con chiarezza le tecniche di stima utilizzabili ai fini della valutazione di un'azienda, che verranno approfondite nel prosieguo della trattazione:



I metodi maggiormente utilizzati nella valutazione delle imprese sono:

- a) i metodi patrimoniali;
- b) i metodi reddituali;
- c) i metodi finanziari;
- d) i metodi misti.

Le loro caratteristiche vengono brevemente passate in rassegna nei paragrafi seguenti.

3.1.1 I metodi patrimoniali

I procedimenti di valutazione di tipo patrimoniale sono distinti in:

- i) metodo patrimoniale puro,
- ii) metodi patrimoniali complessi.

Il metodo patrimoniale puro, che trova il suo punto di partenza nel capitale netto di bilancio, considera il valore dell'azienda da cedere pari al valore del capitale netto rettificato. Il capitale netto rettificato viene, per norma, calcolato mediante la riespressione a valori correnti degli elementi dell'attivo e del passivo patrimoniale.

E' noto, infatti, che il capitale netto contabile risulta determinato, con riferimento ad una certa data, secondo criteri di valutazione che si ispirano al criterio fondamentale della prudenza. Ne deriva che esso, in condizioni di economicità dell'impresa, appare sottostimato rispetto al suo valore corrente.

Il procedimento di rettifica si articola nelle seguenti fasi:

- 1) individuazione degli elementi attivi e passivi del capitale dell'impresa da valutare;
- 2) revisione contabile delle poste attive e passive;
- 3) calcolo delle rettifiche da apportare al patrimonio netto contabile;
- 4) stima finale del patrimonio netto rettificato.

Non volendo entrare nel merito delle modalità di rettifica delle singole poste di bilancio, sarà sufficiente affermare che, per quanto riguarda gli elementi dell'attivo, la ri-espressione a valori correnti avverrà utilizzando:

- i) il criterio del valore di presunto realizzo per i beni destinati direttamente allo scambio;
- ii) il criterio del valore di sostituzione per gli elementi c.d. "a realizzo indiretto".

Per le poste del passivo, invece, si farà riferimento al valore di presunta estinzione.

Il valore del patrimonio netto rettificato, pertanto, verrà calcolato per differenza tra l'attivo ri-espresso a valori correnti ed il passivo ri-espresso a valori di estinzione; in formula:

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

K' è il patrimonio netto rettificato;

A' rappresenta l'attivo ri-espresso a valori correnti;

P' costituisce il passivo ri-espresso a valori correnti.

Invero, il metodo patrimoniale puro non tiene in alcun conto degli elementi patrimoniali immateriali non contabilizzati, che, invece, rappresentano, di norma, elementi di fondamentale importanza per un complessivo apprezzamento del sistema aziendale. Tale metodologia non permette, inoltre, di considerare nella valutazione l'avviamento.

Nasce, per le sopra indicate ragioni, l'esigenza di elaborare metodi patrimoniali complessi. L'espressione sintetica che meglio può esprimere i metodi patrimoniali complessi è la seguente:

$$W = K' + V.IMM$$

dove:

W è il valore del capitale economico dell'azienda;

K' è il valore del patrimonio netto rettificato;

V. IMM. è il valore dei beni immateriali non contabilizzati.

La metodologia in parola è ispirata alla teoria del "*going concern value*".

La teoria del "*going concern value*" nasce dall'idea che l'azienda da valutare, per il solo fatto di essere già in attività, può presentare dei valori immateriali positivi esistenti, ma non contabilizzati.

La determinazione del patrimonio netto rettificato non risulta dunque sufficiente per ottenere una corretta valutazione; occorre anche studiare e quantificare gli elementi

immateriale non contabilizzati.

Si parlerà di bene immateriale di fronte ad un elemento che presenti le seguenti caratteristiche:

- 1) sia all'origine di costi che abbiano una utilità differita nel tempo;
- 2) sia, almeno idealmente, trasferibile a terzi;
- 3) sia misurabile in termini di valore, risulti cioè portatore di un differenziale competitivo.

3.1.2 I metodi reddituali

I metodi reddituali stimano il valore del capitale economico d'azienda sulla base delle prospettive di redditività della gestione medesima:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+i_c)^t} + VA(TV_n)$$
$$= R_1(1+i_c)^{-1} + R_2(1+i_c)^{-2} + \dots + R_n(1+i_c)^{-n} + VA(TV_n)$$

dove:

W è il valore economico dell'azienda;

R_1, R_2, R_n sono i redditi normali attesi;

i_c è il tasso di sconto;

VA(TV_n) è il valore attuale del terminal value dell'azienda al tempo n.

Nell'ipotesi di perpetuità dei flussi, si avrà la metodologia pura o semplice, ovvero:

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

dove:

R è il reddito medio normale atteso (o normale *standard*);

i o i_c è il tasso di congrua remunerazione del capitale economico².

La metodologia in parola richiede pertanto:

- 1) la stima dei flussi di reddito;
- 2) l'individuazione del periodo di riferimento della stima;
- 3) la stima del tasso di attualizzazione.

² Le indicazioni nel testo si riferiscono a metodologie *levered* o nette o *equity*. Per un approfondimento su tali metodologie e su quelle di tipo lordo o *entity* o *unlevered* si rimanda alla bibliografia citata in precedenza.

1) La stima dei flussi di reddito

Allo scopo di realizzare la prima fase della stima occorre adottare un metodo di previsione dei flussi reddituali attesi in modo tale da individuare, almeno in via approssimativa, i redditi che l'azienda è in grado di conseguire in futuro.

A tal proposito, la dottrina ha elaborato diverse metodologie di previsione dei flussi futuri.

Tra queste vanno ricordate:

- a₁) il metodo dei risultati storici;
- a₂) il metodo della estrapolazione dei risultati storici;
- a₃) il metodo dei risultati programmati;
- a₄) il metodo dell'innovazione.

Nel primo caso, il valore dei redditi futuri è fatto pari alla media aritmetica semplice o ponderata dei flussi di reddito realizzati negli ultimi tre o cinque esercizi.

Ovviamente, in via preliminare, è necessario "normalizzare" i suddetti redditi, ovvero depurarli dell'influenza di componenti transitori imputabili a politiche di bilancio e ad altri fattori.

Il metodo dell'extrapolazione delle risultanze passate (criterio di cui *sub a*₂) calcola il reddito atteso mediante l'interpolazione dei redditi normalizzati in funzione del carattere sistematico "tempo".

Il metodo dei risultati programmati (di cui *sub a*₃) fonda la stima dei redditi differenziali attesi sulla base delle previsioni effettuate dal *management* aziendale.

Il metodo dell'innovazione (di cui *sub a*₄), infine, è un procedimento che stima i flussi prospettici sulla base dei redditi che l'azienda potrebbe "virtualmente" conseguire in condizioni di normale funzionamento.

2) La individuazione del periodo di riferimento della stima

Per quanto concerne la seconda fase del metodo di stima delle aziende basato sui flussi reddituali, si può affermare che la scelta del periodo di riferimento ha natura

necessariamente convenzionale.

In generale, gli atteggiamenti che più si riscontrano nella realtà operativa sono due:

- la durata dell'orizzonte temporale viene agganciata a condizioni oggettive e specifiche dell'azienda oggetto di valutazione (quali il ciclo di vita dei prodotti, la durata degli impianti ecc.);
- nella metodologia pura si ipotizza la durata infinita dell'orizzonte temporale.

3) La stima del tasso di attualizzazione

La terza fase nella quale si articola l'applicazione del metodo indicato consiste nella determinazione del tasso di attualizzazione; tale saggio può essere sinteticamente espresso dal seguente algoritmo:

$$i = i_1 + i_2$$

dove:

i_1 rappresenta il *risk free rate* o *price of time*;

i_2 rappresenta il premio per il rischio.

Sulla stima del primo addendo non sussistono particolari problemi dal momento che si vuole prendere come riferimento il valore medio del rendimento dei titoli di Stato per gli stessi periodi dei redditi considerati (principio della coerenza tra flussi e tassi).

Per quanto riguarda il calcolo del premio per il rischio, tre sono le tecniche di stima che hanno trovato ampia diffusione nella dottrina e nella prassi valutativa nazionale.

La prima è costituita dai cosiddetti **metodi empirici**, che cercano di misurare il rischio attraverso una serie di indici. Sia la scelta, sia soprattutto la quantificazione e ponderazione delle diverse componenti del rischio esigono un'analisi rimessa di solito all'apprezzamento del Perito.

La seconda, che consiste nell'applicazione della **Regola di Stoccarda**, si caratterizza in quanto i flussi reddituali, calcolati nei modi visti in precedenza, vengono abbattuti di una percentuale che varia tra il 10% ed il 30%.

La terza e più corretta tecnica di stima di i_2 è quella che si fonda sul *Capital Asset Pricing*

Model; in tal caso i_2 viene determinato nel seguente modo:

$$i_2 = \beta \cdot (PM) = \beta \cdot (R_m - i_1)$$

dove:

i_2 è il premio per il rischio;

β è il *beta-factor* che misura il rischio della specifica azienda;

$(R_m - i_1)$ è il premio di mercato, essendo R_m , il rendimento medio atteso dal mercato.

3.1.3. I metodi finanziari

I metodi finanziari sono molto diffusi nel mondo anglo-sassone e in alcuni ambiti professionali, come quelli delle banche di investimento o degli analisti finanziari.

Tra i vantaggi che sono attribuiti a tale modello viene sottolineata la maggiore oggettività rispetto al criterio reddituale, in quanto esso esclude le voci di costo e di ricavo non aventi natura monetaria, la cui stima è esposta a giudizi soggettivi (ad es. la competenza tra più esercizi).

La teoria finanziaria afferma che il valore di un investimento dipende dal valore attuale dei flussi di cassa che l'investimento stesso genererà in futuro.

In sostanza, la formula di calcolo è la medesima dei metodi reddituali (anch'essi metodi per flussi) solo che al flusso economico si sostituisce un flusso di tipo finanziario.

Ovvero:

$$\begin{aligned} W &= \sum_{t=1}^n \frac{Fl_t}{(1+i_c)^t} + VA(TV_n) \\ &= Fl_1(1+i_c)^{-1} + Fl_2(1+i_c)^{-2} + \dots + Fl_n(1+i_c)^{-n} + VA(TV_n) \end{aligned}$$

Che, nell'ipotesi di perpetuità dei flussi (metodologia pura o semplice) diventa:

$$W = \frac{F}{i} = \frac{F}{i_c}$$

Dove tutti i simboli assumono i significati già noti.

3.1.4 I metodi misti

Tali procedimenti di valutazione costituiscono una mediazione tra i metodi patrimoniali e quelli reddituali.

Si applicano, di norma, nei casi in cui i risultati ai quali si è pervenuti con l'uso dei metodi patrimoniali si discostano in modo rilevante da quelli ottenuti con i metodi reddituali.

La caratteristica di questi procedimenti è quella di determinare il valore dell'azienda considerando sia gli aspetti reddituali, sia il valore del patrimonio netto rettificato.

Tra le metodologie miste, è opportuno ricordare in questa sede il "**metodo del valor medio**", caratterizzato dall'assegnazione di un egual peso alla componente reddituale ed a quella patrimoniale, ed il metodo della stima autonoma dell'avviamento.

Il valore dell'azienda sarà, secondo il primo criterio indicato, fornito dalla seguente media aritmetica:

$$W = \frac{1}{2} \left[K' + \frac{R}{i} \right]$$

dove:

W è valore del capitale economico dell'azienda,

K' è valore del patrimonio netto rettificato,

R è reddito medio prospettico,

i è tasso di attualizzazione.

Il secondo criterio cui si è fatto riferimento, il "**metodo della durata limitata dell'avviamento**" o metodo anglosassone, si sostanzia nel sommare al capitale netto rettificato K' il valore dell'avviamento. In formula:

$$W = K' + AVV.$$

dove:

W è il valore del capitale economico dell'azienda,

K' è il patrimonio netto rettificato ;

$AVV.$ è l'avviamento dell'impresa. Tale valore, che rappresenta il sovrareddito dell'impresa,

si calcola come segue:

$$AVV = (R - iK')a_{n|i}$$

dove:

R è il reddito *medio* prospettico dell'impresa;

i è il saggio di attualizzazione/congrua remunerazione;

K' è il patrimonio netto rettificato;

iK' è la congrua remunerazione sul patrimonio netto rettificato;

n è il numero di anni di durata del sovrareddito.

$a_{n|i}$ è il valore attuale di una rendita unitaria posticipata per n anni al tasso i.

Nel caso in cui si intenda stimare il reddito prospettico puntualmente per ciascun periodo di durata del sovrareddito, la formula valutativa assumerà la seguente connotazione:

$$AVV = \frac{(R_1 - iK')}{(1 + i)} + \frac{(R_2 - iK')^2}{(1 + i)^2} + \dots + \frac{(R_n - iK')^n}{(1 + i)^n}$$

Dove ai simboli già noti si aggiungono i redditi puntuali: R_1, R_2, R_n .

3.2 LA METODOLOGIA UTILIZZATA

Per la stima del valore economico dell'azienda di proprietà di Funitaly S.r.l. si è inteso procedere adottando il "Metodo Misto" nella versione del "valore medio", opportunamente adattato tenendo conto delle specificità del caso in esame e della documentazione in possesso.

Il valore dell'azienda sarà, secondo il criterio indicato, fornito dalla seguente media aritmetica:

$$W = \frac{1}{2} \left[K' + \frac{R}{i} \right]$$

dove:

W è valore del capitale economico dell'azienda,

K' è valore del patrimonio netto rettificato,

R è reddito medio prospettico,

i è tasso di attualizzazione.

Il metodo misto, prediligendo la valutazione basata tanto sul valore degli stock patrimoniali che su i flussi finanziari generati, ben si adatta al caso di specie; **la fallita Funitaly S.r.l. è infatti proprietaria dei beni immobili strumentali allo svolgimento dell'attività di impresa ed è concedente il ramo d'azienda che comprende il bene immobile di proprietà, del quale deve essere valutata la capacità di generare valore futuro apprezzabile.**

Pertanto, **il complessivo valore di stima del ramo d'azienda (W) sarà costituito dalla media ponderata tra la componente patrimoniale "K" (immobile e beni strumentali) ed il valore dell'avviamento "A", secondo la quantificazione del reddito medio prospettico** (a tal fine verranno utilizzati i dati desunti dai bilanci della società Happy Village S.r.l., che allo stato e fin dal 2016 utilizza l'azienda oggetto di stima).

3.3 LA DETERMINAZIONE DEL VALORE PATRIMONIALE "K"

Come si evince dai documenti esaminati, l' *asset* di maggior rilievo di proprietà della società fallita è costituito dal compendio immobiliare con destinazione d'uso campeggio ed attività di bar ristorazione, sito in Roma, Via Prato della Corte n. 1915, di seguito meglio identificato:

- compendio immobiliare identificato al N.C.E.U. al foglio 116, part. 2, sub. 501;
- terreno identificato al N.C.T. al foglio 116, part. 23;
- terreno identificato al N.C.T. al foglio 116, part. 25;
- terreno identificato al N.C.T. al foglio 116, part. 110;
- terreno identificato al N.C.T. al foglio 116, part. 116;
- terreno identificato al N.C.T. al foglio 116, part. 117;
- terreno identificato al N.C.T. al foglio 116, part. 154;

Come descritto in precedenza, gli immobili sopra identificati sono oggetto del contratto di affitto di azienda stipulato in data 28.06.2016 (rettificato in data 23.10.2018), in favore di Happy Village S.r.l., con durata della locazione fissata in 9 anni dal 01.11.2016 al 30.10.2025, rinnovabile per ulteriori 9 anni.

Il canone di locazione per l'affitto dell'azienda (compreso il godimento del cespite) è stato

fissato in misura pari al 10% sugli utili determinati anno per anno, oltre Iva.

Il compendio immobiliare sopra descritto è stato oggetto di perizia di stima dell'Arch. Alessio Orlando, incaricato dalla procedura fallimentare che, in data 06.11.2023, ha attribuito al cespite il valore complessivo di **€ 785.000,00 (All. n. 5)**.

Lo scrivente condivide pienamente il criterio di stima del consulente incaricato dal fallimento e ritiene che ai fini della complessiva valutazione dell'azienda (qui inteso quale valore degli asset e valore dei futuri flussi di reddito attesi), il valore attribuito al cespite di € 785.000,00 sia validamente utilizzabile per la quantificazione del valore della componente patrimoniale dell'azienda.

Sempre con riguardo alla componente patrimoniale che compone la complessiva valorizzazione dell'azienda, lo scrivente ritiene di dover attribuire uno specifico valore di stima anche ai beni strumentali, macchinari, arredi, mobili ed all'ulteriore attrezzatura di proprietà della fallita, rientranti nel perimetro dei beni oggetto del contratto di affitto di azienda sopra descritto.

A tal fine, lo scrivente ha esaminato il libro dei cespiti ammortizzabili di Funitaly S.r.l., aggiornato al 31.12.2015, allegato alla scrittura privata autenticata del 28.06.2016 (contratto di affitto di azienda) ed ha svolto, come indicato in precedenza, un sopralluogo presso il campeggio al fine di riscontrare, a campione, l'effettiva esistenza all'attualità di detti beni ed il loro stato di conservazione.

Nella tabella che segue si riepiloga, per categoria di bene, il valore storico desumibile dalle scritture contabili della fallita Funitaly S.r.l., il valore dell'ammortamento contabilizzato fino al 31.12.2015 ed infine il valore di stima attribuito dallo scrivente:

Categoria	Valore storico	Amm.to al 31.12.2015	Valore netto contabile al 31.12.2015	Valore ai fini della stima
costruzioni leggere	648.529,00	378.088,00	270.441,00	121.698,45
mobili e arredo	183.577,00	104.660,00	78.917,00	23.675,10
biancheria	16.487,00	14.008,00	2.479,00	0,00
attrezzatura	77.065,00	58.857,00	18.208,00	5.462,40
impianti generici	30.881,00	6.930,00	23.951,00	7.185,30
impianti specifici	664.325,00	478.010,00	186.315,00	55.894,50
macchine d'ufficio	44.560,00	18.836,00	25.724,00	5.144,80
autoveicoli	44.776,00	38.816,00	5.960,00	1.192,00
Totale	1.710.200,00	1.098.205,00	611.995,00	220.252,55

In particolare, in ragione della natura dei beni e dello stato di conservazione verificato nel corso dei sopralluoghi, lo scrivente ha applicato, al valore netto contabile alla data del 31.12.2015, le seguenti rettifiche di valore:

- per la categoria di attivo “costruzioni leggere”, è stato applicato un coefficiente di svalutazione del 55%;
- per la categoria di attivo “mobilio e arredo”, è stato applicato un coefficiente di svalutazione del 70%;
- per la categoria di attivo “biancheria”, è stato applicato un coefficiente di svalutazione del 100%;
- per la categoria di attivo “attrezzatura”, è stato applicato un coefficiente di svalutazione del 70%;
- per la categoria di attivo “impianti generici”, è stato applicato un coefficiente di svalutazione del 70%;
- per la categoria di attivo “impianti specifici”, è stato applicato un coefficiente di svalutazione del 70%;
- per la categoria di attivo “macchine di ufficio”, è stato applicato un coefficiente di svalutazione del 80%;
- per la categoria di attivo “autoveicoli”, è stato applicato un coefficiente di svalutazione del 80%.

Ai fini della stima del valore all'attualità dell'azienda oggetto di valutazione, lo scrivente ritiene di poter attribuire ai beni mobili e strumentali di proprietà di Funitaly S.r.l. il complessivo valore di € 220.252,55, che si arrotonda ad **€ 220.000,00**.

Ne consegue che il valore della componente patrimoniale “K” è pari ad **€ 1.005.000,00**, valore determinato dalla somma tra il valore del sole cespite valutato dall'Arch. Alessio Orlando in € 785.00,00 ed il valore dei beni strumentali sopra individuati pari ad € 220.000,00.

3.4 LA DETERMINAZIONE DELL'AVVIAMENTO "A"

I flussi finanziari che saranno presi in considerazione ai fini della quantificazione della componente avviamento "A", sono quelli generati dalla società utilizzatrice Happy Village S.r.l., anche in considerazione del fatto che la fallita Funitaly S.r.l. ha cessato qualsiasi attività proprio dal momento in cui ha concesso in affitto l'azienda nel 2016.

Come si evince dai certificati camerali, Happy Village S.r.l. ha dichiarato l'inizio dell'attività d'impresa a partire dal 28.04.2017 a seguito dell'immissione in possesso del ramo d'azienda di proprietà di Funitaly S.r.l. ed esercita l'attività esclusivamente presso il campeggio in Roma, Via del Prato della Corte 1915.

Ne consegue che i risultati di esercizio ed i flussi finanziari derivanti sono diretta ed esclusiva conseguenza dell'utilizzo dell'azienda di Funitaly S.r.l.

La formula di calcolo da applicare sarà pertanto:

$$A = \sum_{t=1}^n \frac{Fl_t}{(1+i_c)^t} + VA(TV_n)$$
$$= Fl_1(1+i_c)^{-1} + Fl_2(1+i_c)^{-2} + \dots + Fl_n(1+i_c)^{-n} + VA(TV_n)$$

dove:

$Fl_1; Fl_2; \dots; Fl_n$ sono i flussi finanziari puntuali (= dello specifico anno);

n è la durata di stima dei flussi puntuali;

i_c è il tasso congruo di sconto dei flussi finanziari;

TV_n è il *terminal value* al tempo n .

Si rappresenta che, a differenza delle imprese industriali per le quali normalmente si assume una durata indefinita nel tempo, nel caso di specie si ritiene di dover utilizzare una durata limitata nel tempo, pari a 10 anni (orizzonte temporale individuato, nell'ambito della stima del valore di aziende nel settore turistico alberghiero, quale valore limite massimo oltre il quale le previsioni diventano scarsamente attendibili).

La formula di calcolo finale sarà pertanto:

$$A = \sum_{t=1}^{12} \frac{Fl_t}{(1 + i_C)^t} = Fl_1(1 + i_C)^{-1} + Fl_2(1 + i_C)^{-2} + \dots + Fl_{15}(1 + i_C)^{-1}$$

Dove tutti i simboli assumono i significati già noti.

Quanto precede implica che, nel prosieguo della perizia, ai fini della stima del valore economico del ramo d'azienda si dovranno calcolare:

- i. i flussi puntuali futuri;
- ii. l'arco temporale di riferimento di stima dei flussi puntuali. Tale arco temporale, come si è detto in precedenza, in ragione della specifica stima è fatto pari a 10 anni;
- iii. il tasso di sconto.

Il calcolo dei flussi finanziari futuri attesi.

Come detto, i flussi finanziari attesi sono stati individuati sulla base dei dati contenuti nei bilanci di esercizio di Happy Village S.r.l., attuale utilizzatrice.

Lo scrivente ha ricostruito i suddetti flussi di cassa “depurando” opportunamente i risultati reddituali degli esercizi indicati nei bilanci depositati presso il Registro delle Imprese.

Trattasi in particolare dei bilanci degli esercizi 2019, 2020, 2021 e 2022 (**All. n. 6**).

Dai dati riportati nei bilanci di esercizio, meglio descritti nel prosieguo, lo scrivente ha individuato il valore del flusso di cassa medio atteso.

E' stato altresì ipotizzato che i flussi di cassa attesi, generati dal ramo d'azienda, possano crescere del 2% annuo nel periodo considerato.

Nella tabella che segue si riportano i dati indicati nel conto economico della suddetta società del periodo 2019-2022:

	2019	2020	2021	2022
Ricavi	610.957,00	215.564,00	483.083,00	889.264,00
Costi per materie prime, suss.,cons. e di merci	41.871,00	47.085,00	69.705,00	109.317,00
Per servizi	399.137,00	164.868,00	199.451,00	332.675,00
Godimento beni di terzi	6.989,00	1.639,00	3.883,00	4.056,00
Per il personale	71.536,00	83.352,00	154.025,00	256.438,00
Ammortamenti	5.318,00	6.468,00	6.867,00	45.808,00
Oneri diversi di gestione	59.242,00	8.582,00	22.525,00	85.770,00
Costi della produzione	584.093,00	311.994,00	456.456,00	834.064,00
Differenza volare e costi della produzione	26.864,00	-96.430,00	26.627,00	55.200,00
Interessi e oneri finanziari	0	-266	-3.413	-4.845
Proventi/oneri straordinari	0			
Risultato ante imposte	26.864,00	-96.696,00	23.214,00	50.355,00
Imposte	-21.534,00		-5.178	-18.259
Utile/perdita	5.330,00	-96.696,00	18.036,00	32.096,00

Il flusso di cassa generato nell'esercizio 2019 è pari ad € 32.182, valore che corrisponde al risultato di esercizio (€ 5.300), opportunamente depurato dei c.d. costi non monetari (+€ 5.318) ed al netto delle imposte (+€ 21.534).

Il flusso di cassa generato nell'esercizio 2020 è pari ad - € 90.228, valore che corrisponde al risultato di esercizio (€ -96.696), opportunamente depurato dei c.d. costi non monetari (+€ 6.468) ed al netto delle imposte (non esistenti per l'esercizio in commento).

Il flusso di cassa generato nell'esercizio 2021 è pari ad € 30.081, valore che corrisponde al risultato di esercizio (€ 18.036), opportunamente depurato dei c.d. costi non monetari (+€ 6.867) ed al netto delle imposte (+€ 5.178).

Il flusso di cassa generato nell'esercizio 2022 è pari ad € 96.163, valore che corrisponde al

risultato di esercizio (€ 32.096), opportunamente depurato dei c.d. costi non monetari (+€ 45.808) ed al netto delle imposte (+€ 18.259).

Il flusso di cassa medio annuale (esercizio 2019/2022) è pari ad € 22.733, che si arrotonda ad € 22.000,00.

Tenendo conto del fatto che nel periodo esaminato, l'azienda esercitata da Happy Village S.r.l. ha realizzato utili in crescita (€ 5.330 nel 2019, € 18.036 nel 2021 ed € 32.096 nel 2022), fatta eccezione del solo esercizio 2020 che, come è noto, è stato inciso da fattori esogeni che hanno compresso fortemente i risultati del settore turistico, lo scrivente ritiene di poter prevedere una crescita del risultato dei flussi attesi nella misura del 2% annuo.

In considerazione di quanto sopra indicato, nel periodo $T_0 - T_{10}$ si stima che il ramo d'azienda possa generare i seguenti flussi di cassa:

Periodo	Flussi di cassa stimati
T_0	22.000
T_1	22.440
T_2	22.889
T_3	23.347
T_4	23.814
T_5	24.290
T_6	24.776
T_7	25.271
T_8	25.777
T_9	26.292
T_{10}	26.818

Il calcolo del tasso di attualizzazione.

Il tasso di attualizzazione (tasso di sconto) (i) può essere sinteticamente espresso dal seguente algoritmo:

$$i = i_1 + i_2$$

dove:

i_1 rappresenta il *risk free rate* o *price of time*;

i_2 rappresenta il premio per il rischio.

Sulla stima del **tasso privo di rischio** (*risk free rate*) non sussistono particolari problemi dal momento che si suole prendere come riferimento il valore del rendimento dei titoli di Stato. Si tratta, in particolare, del rendimento al lordo delle imposte e al netto dell'inflazione³.

Il valore di i_1 – calcolato sulla base dei BTP al lordo delle imposte⁴ e dell'inflazione⁵ può essere fissato a un livello pari al 4,40%.

Per quanto riguarda il calcolo del **premio per il rischio** si è applicato il *Capital Asset Pricing Model*; in tal caso i_2 viene determinato nel seguente modo:

$$i_2 = \beta * PM = \beta * (R_m - i_1)$$

dove:

i_2 è il premio per il rischio;

β è il beta-factor che misura il rischio della specifica azienda;

$PM = (R_m - i_1)$ è il premio di mercato, essendo R_m il rendimento medio atteso di mercato.

Con riferimento al ramo d'azienda in valutazione, in assenza di quotazione e dunque di un

³ Per il calcolo del rendimento reale si è applicata la nota formula di Fisher:

$$r_R = \frac{r_N - \pi}{1 + \pi}$$

dove:

r_R è il rendimento reale;

r_N è il rendimento nominale;

π è il tasso di inflazione.

⁴Fonte: Banca d'Italia_BTP ventennale

⁵ Fonte: Istat

valore proprio del coefficiente beta, si è comparativamente utilizzato il beta medio *unlevered* relativo al settore di appartenenza che è pari a 0,90 con riferimento alle aziende del settore *ristorazione/somministrazione*⁶.

Si è utilizzato un beta *unlevered* per coerenza con i flussi finanziari che non considerano l'indebitamento finanziario.

Il premio di mercato è stato fissato al 7% come indicato dalla principale prassi valutativa⁷.

Il valore del premio per il rischio i_2 è dunque pari a 2,34%⁸.

*

Il valore complessivo del tasso di sconto i è quindi pari a:

$$i = i_1 + i_2 = 6,74\%$$

Sostituendo i valori indicati alla formula finanziaria prescelta si ottiene un valore dell'avviamento "A" pari ad € 174.769 che si approssima ad **€ 174.000**.

3.5 LA DETERMINAZIONE DEL VALORE DEL RAMO D'AZIENDA

Il valore economico del ramo d'azienda di proprietà della fallita, oggetto della presente valutazione è stato determinato come segue:

$$W = (\alpha K + \beta A)$$

dove:

α , pari al 90% è il coefficiente di ponderazione utilizzato per la componente patrimoniale

β , pari al 10% è il coefficiente di ponderazione utilizzato per la componente avviamento

⁶ Fonte: Damodaran stern. Nyu.edu_media real estate development e real estate services

⁷ Fonte: Damodaran stern. Nyu.edu

⁸ Nel testo, si è fermata l'approssimazione alla seconda cifra decimale. Di contro il calcolo effettivo effettuato in excel tiene conto di tutte le cifre decimali.

- componente patrimoniale “K” € 904.500
- componente avviamento “A” € 17.480
- Valore di stima € 921.980

Lo scrivente ha ritenuto di scegliere i fattori di ponderazione in modo da privilegiare, ai fini della stima, la componente patrimoniale/immobiliare (90%) rispetto alla componente dell'avviamento (10%) in ragione del fatto che quest'ultimo valore è soggetto ad alea, oltre ad essere decisamente subordinato dall'esistenza ed alla disponibilità del cespite e dell'intera area adibita a campeggio e ristorazione.

Il valore dell'azienda, determinato utilizzando il metodo del valore medio con ponderazione delle componenti, è stimato in € 920.000.

3.6 LA VALUTAZIONE SULLA CONGRUITÀ DEL CANONE DI AFFITTO

Come descritto in precedenza, in data **28.06.2016** con scrittura privata autenticata nelle firme dal notaio Stefano Anzideo, Funitaly S.r.l. concedeva in affitto alla **Happy Village S.r.l.** l'azienda esercente l'attività di camping, villaggio, bar, ristorante, pizzeria, mini market, corrente all'interno del campeggio Happy Camping, sito in Roma alla Via del Prato della Corte n. 1915.

Il canone di affitto veniva determinato in **€ 100.000,00** annui, oltre IVA, da corrispondere semestralmente; l'importo così come determinato era comprensivo del canone di godimento dell'immobile ove viene svolta l'attività.

In data **23.10.2018** il contratto di affitto di azienda veniva rettificato dalle parti con scrittura privata, autenticata nelle firme dal notaio Stefano Anzideo, con riguardo alla durata ed al canone di affitto.

In particolare, la durata veniva fissata in nove anni (con efficacia dal 01.11.2016), con rinnovo tacito per ulteriori nove anni ed il canone di affitto veniva determinato in “cifra variabile corrispondente ad una percentuale del 10% (dieci per cento) sugli utili determinati anno per anno”, oltre IVA.

La modifica si rendeva necessaria, secondo quanto si legge nell'atto, in quanto Happy Village S.r.l. si dichiarava disponibile ad anticipare *“tutte le spese di ordinaria e straordinaria manutenzione del camping rese necessarie al fine di consentire il regolare e fruibile esercizio dell'attività”*.

Tenendo conto della modalità di determinazione del canone di affitto (parametrato in modo variabile) lo scrivente, piuttosto che valutare la congruità del canone oggi pattuito e contrattualmente previsto dalle parti, può individuare l'ammontare del canone congruo, astrattamente determinabile, ai fini delle successive valutazioni della curatela.

Nella prassi valutativa, la formula per la determinazione del Canone Congruo di Affitto di Azienda (CCAA), da utilizzare nei casi di individuazione del canone congruo da riconoscere a società interessate da procedure concorsuali, è la seguente:

$$CCAA = W * t$$

dove:

- W = Valore Economico Azienda;
- t = tasso di congrua remunerazione dell'investimento effettuato.

Il tasso di rendimento andrebbe quantificato in relazione all'alea sopportata dal locatore, che dipende da una pluralità di fattori, quali il rischio operativo, il livello di solidità economico patrimoniale del conduttore ed eventuali garanzie prestate.

La variabile *t* oggetto di analisi può attestarsi a un livello non lontano dal *free risk rate* nel caso in cui il rischio operativo sia contenuto e soprattutto se il conduttore abbia una notevole solidità patrimoniale.

Qualora il rischio operativo sia elevato e, soprattutto, qualora il conduttore presenti alcune difficoltà da un punto di vista di solidità patrimoniale, il tasso di rendimento da utilizzare tende ad avvicinarsi al costo del capitale dell'azienda oggetto d'affitto.

In altri termini, il parametro *t* indica il tasso di rendimento atteso dal locatore in relazione all'operazione di affitto dell'azienda, che viene usualmente quantificato partendo dal tasso di remunerazione dell'investimento privo di rischio (*free risk rate*) a cui si applica uno *spread* che tenga in debito conto il rischio specifico assunto dal locatore.

Sulla stima del **tasso privo di rischio** (*risk free rate*) non sussistono particolari problemi dal momento che, come già descritto nei precedenti paragrafi, si è solito prendere come riferimento il valore del rendimento dei titoli di Stato.

Si tratta, in particolare, del rendimento al lordo delle imposte e al netto dell'inflazione.

Il valore di i – calcolato sulla base dei BTP al lordo delle imposte⁹ e dell'inflazione può essere fissato a un livello pari al 4,40%.

Quanto allo *spread*, lo scrivente ritiene di applicare al tasso privo di rischio una correzione in aumento dello 0,30%, in una prima ipotesi ed una correzione in aumento del 1% in una seconda ipotesi, in modo da fornire una forbice di valori (che divergono tra di loro per la diversa maggiorazione applicata al *risk free rate*).

Ne consegue che, nel caso di specie, il parametro t assume il valore del 4,70% - nel primo caso - e del 5,40% nel secondo caso.

Utilizzando il valore W già individuato nel precedente paragrafo, pari ad € 920.000,00, lo scrivente ha individuato i seguenti valori, all'interno dei quali individuare il canone congruo di affitto dell'azienda oggetto di stima:

W	920.000,00
t	4,70%
CCAA1	43.240,00

W	920.000,00
t	5,40%
CCAA2	49.680,00

In conclusione, a parere dello scrivente, **il canone annuo congruo in relazione all'affitto dell'azienda di proprietà della società fallita Funitaly S.r.l., può collocarsi tra un valore minimo di € 43.240,00 ed un valore massimo di € 49.680,00.**

* * *

Il sottoscritto consulente, nel ringraziare per la fiducia concessa, resta a disposizione per gli eventuali chiarimenti e/o delucidazioni che dovessero rendersi necessari in merito al lavoro svolto.

Roma, li 10 novembre 2023

dott. Enrico Maria Baron



⁹Fonte: Banca d'Italia_BTP ventennale

Allegati:

1. Incarico;
2. Visura camerale di Funitaly S.r.l.;
3. Scrittura privata del 28.06.2016;
4. Scrittura rettificativa del 23.10.2018;
5. Perizia di stima dell'Arch. Alessio Orlando;
6. Bilanci di esercizio di Happy Village S.r.l. dal 2019 al 2022.