RELAZIONE DI STIMA

QUOTE SOCIETARIE
DI PROPRIETA' DELLA L.G. GIGANT ITALIA SRL DELLA

3 D METAL SRL BENEFIT

22.01.2024

DOTT.SSA ANTONELLA FRATALOCCHI

Premessa

La sottoscritta Dott.ssa Antonella Fratalocchi, Dottore Commercialista e Revisore Contabile, nata a Pescia (PT) il 21 dicembre 1978, con codice fiscale FRTNNL78T61G491B, e con Studio in Bologna, Via Cesare Battisti n. 2 in qualità di Curatore Fallimentare della Liquidazione Giudiziale GIGANT ITALIA SRL Tribunale di Bologna R.G.n. 1/2022 procede nel redigere una perizia estimativa del valore delle quote sociali di proprietà della procedura della società 3D METAL SRL BENEFIT.

1. Oggetto della perizia

Oggetto della presente perizia è la valutazione delle quote societarie della società 3D METAL SRL BENEFIT, con sede in Calderara di Reno (BO), Via XXV Aprile n.7, C.F., P-IVA e n. iscrizione al Registro delle Imprese di Bologna 03659181204, alla data del 16 dicembre 2023 al fine di determinarne il prezzo di cessione.

2. Identificazione della società 3D METAL SRL BENEFIT

Nel mese di Novembre del 2017 la 3D Metal S.r.L. veniva costituita come Start-Up Innovativa e Società Benefit (atto del Notaio Fabio Cosenza Rep. 3751 Racc. 2943).
La 3D Metal S.r.L. è la prima società italiana specializzata nella progettazione e realizzazione di componenti meccaniche in Additive Manufacturing ad essere Società Benefit.
Le Società Benefit sono aziende che svolgono attività di business con modalità innovative perché volontariamente, accanto all'obiettivo di massimizzazione del profitto, hanno come scopo la creazione di un impatto positivo sulla società e sull'ambiente. Per questo assumono formalmente obblighi di trasparenza e responsabilità verso tutti gli stakeholder: soci, dipendenti, fornitori, cittadini e tutte le categorie che possano essere impattate dall'attività aziendale. A tal fine perseguono uno o più finalità di beneficio comune ed operare in modo responsabile, sostenibile e trasparente nei confronti di persone, comunità, territori ed ambiente, beni ed attività culturali e sociali, enti e associazioni ed altri portatori di interesse".
Per "beneficio comune", ex art. 1 co. 378 lett. a) della L. 208/2015, deve intendersi il perseguimento, nell'esercizio dell'attività economica, di uno o più effetti positivi, o la riduzione degli effetti negativi, su una o più delle categorie sopra elencate. Il beneficio

comune generato deve essere reale e tangibile e rispondere alle esigenze concrete della realtà nella quale l'azienda si colloca così come agli obiettivi dell'azienda stessa. Per questo motivo, la definizione del beneficio comune non può esulare dalla "mission" aziendale.

La società nasce con l'importante contributo del progetto BANDO PERIFERIE, per la riqualificazione del Bargellino – CALDERARA DI RENO (BO). La sua sede naturale pertanto è all'interno della Zona Industriale del Bargellino, più precisamente all'interno di un'azienda già esistente la BGiovannini sas. Tale ubicazione permette di sfruttare alcune infrastrutture già presenti, dalle utenze alla logistica, ed ai servizi presenti. Inoltre permette di utilizzare tutte le tecnologie complementari presenti nell'azienda necessarie per il completamento dei pezzi lavorati.

Gli impianti principali di processo installato sono 2 stampanti EOS a tecnologia DSLM, che permettono di produrre pezzi di media grandezza, in alluminio, inox ed altre leghe metalliche. Lo sviluppo futuro di questa tecnologia è legata principalmente allo sviluppo di nuovi materiali più che alla tecnologia delle macchine in se. Pertanto il mercato target è molto vasto sia in senso orizzontale che verticale: il territorio presenta clienti strategici già nel raggio di poche decine di km, basti pensare a Ferrari, Ducati, Lamborghini e Piaggio per automotive, GD e IMA per il packaging, il distretto biomedicale di Modena-Medolla inserire nuovi settori

Ispirata alla filosofia del 3D thinking e dai processi della Fabbricazione Addittiva e caratterizzata da un forte legame con il mondo della ricerca scientifica, è proiettata alla diffusione del know-how di processo sul proprio territorio e nel posizionamento da leader del settore nella meccanica di alta gamma e degli assemblaggi di assiemi meccanici, con l'ambizione di far cambiare il modo in cui le aziende dei settori a forte innovazione (automotive, racing, packaging, aeronautico, bio-medicale) progettano e costruiscono i loro prodotti.

Sulla spinta di una forte presenza commerciale della compagine sociale della 3D Metal, presso i grandi players industriali oggi già utilizzatori della Tecnologia Additiva, offrire alla clientela un approccio globale e, ove opportuno, di partenariato o advisor tecnico basato su risorse ingegneristiche interne di alto livello con una significativa esperienza nella caratterizzazione delle leghe metalliche e nella progettazione e costruzione di modelli e particolari 3D, di essere polo divulgatorio e formativo sulle tecnologie di processo legate all'Additive Manufacturing verso il tessuto industriale ed artigianale del territorio, di offrire capacità trasversali di

assemblaggio e collaudo di assiemi mecatronici e sull'interazione con strutture universitarie e laboratori specialistici convenzionati.

BENEFICI COMUNI SECONDO LO STATUTO SOCIETARIO

La società nel Novembre del 2017 sottoscrive una Convenzione con il Comune di Calderara di Reno (Documento No. 1418 del 27.12.2017) quale premessa per la creazione di un polo produttivo e di attività di formazione e ricerca nelle tecnologie collegate alla Meccanica di Precisione sottrattiva (per macchine da asportazione) ed additiva (stampanti 3D plastica e metallo). Nella convenzione gli organi societari si impegnano a contribuire alla diffusione delle conoscenze sulle potenzialità e sulle modalità di utilizzo delle tecnologie della manifattura digitale.

5. In questo contesto nello Statuto della ns Società all'Art 3 si legge:

"…. In qualità di Società Benefit, la società intende perseguire, ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 1 commi da 376 a 384 della legge 28 dicembre 2015 n. 208, una o più finalità di beneficio comune ed operare in modo responsabile, sostenibile e trasparente nei confronti di persone, comunità, territori e ambiente, beni e attività culturali e sociali, enti e associazioni ed altri portatori di interesse. La società ha le seguenti specifiche finalità di beneficio comune:

- la costituzione e il finanziamento di una associazione che abbia come oggetto la attività di Fab-Lab secondo le regole della Fab Foundation;
− la collaborazione e la sinergia, meglio specificate in apposita convenzione con l'Università di Bologna.

In particolare, i soggetti beneficiari delle finalità di beneficio comune di cui sopra sono i cittadini e la comunità locale del Comune di Calderara di Reno (Bo)"…….

3. Documentazione esaminata

Ai fini della redazione della presente perizia sono stati esaminati, ed utilizzati, i bilanci di esercizio degli ultimi tre anni (con relativi dettagli), nonché si è fatto affidamento sull'accuratezza e completezza delle informazioni pubblicamente reperibili.

4. Metodi di valutazione

Preliminarmente, la sottoscritta ritiene opportuno descrivere i principali criteri di stima che la dottrina aziendalistica ha elaborato nel corso degli ultimi anni e che la prassi valutativa utilizza con maggiore frequenza nella determinazione del valore economico del capitale delle aziende in funzionamento rinviando, per eventuale approfondimento, all'ampia – ed autorevole – bibliografia esistente[1].

Nella valutazione delle aziende è necessario avere a disposizione una serie di strumenti concettuali e di informazioni utili per comprendere l'impresa, le sue politiche, le sue strategie.
Di regola, l'insieme dei criteri e metodi utilizzati nel processo valutativo deve in generale rispondere il più possibile alle seguenti caratteristiche[2]:

[1] C. Caramiello, *La valutazione dell'azienda. Prime riflessioni introduttive*, Milano, Giuffrè, 1993; M. Cattaneo, *Principi di valutazione del capitale d'impresa*, Bologna, Il Mulino, 1998; T. Copeland-T. Koller-J. Murrin, *Il valore dell'impresa. Strategie di valutazione e gestione*, Milano, Il Sole 24 Ore1991; A. Damodaran, *Manuale di valutazione finanziaria*, Milano, McGraw-Hill, 1996; Ferrero, *La valutazione*
economica del capitale d'impresa, cit.; Guatri, *Trattato cit.*; L. Guatri, *Il giudizio integrato di valutazione*, Milano, Università Bocconi Editore, 2000; M. Massari, *Finanza aziendale. Valutazione*, Milano, McGraw-Hill, 1998; O. Paganelli, *Valutazione delle aziende. Principi e procedimenti*, cit., 1990; L. Staffico, *Studio delle valutazioni di cessione. Con particolare riguardo alle imprese*, Milano, Giuffrè, 1967; J. Viel-O. Bredt-M. Renard, *La valutazione delle aziende*, Milano, Etaslibri, 1991; G. Zanda-M. Lacchini-T. Onesti, *La valutazione delle aziende*, Torino, Giappichelli, 1997.

[1] Il concetto di valore che sa meglio combinare e ottimizzare le seguenti caratteristiche, esprimendo una valutazione generale, razionale, dimostrabile e possibilmente obiettiva/stabile è il capitale economico(W). Si veda GUALTRI L., *Trattato sulla valuazione delle aziende*, Egea, Milano, 1998, 38 e ss.

[2] Il concetto di valore che sa meglio combinare e ottimizzare le seguenti caratteristiche, esprimendo una valutazione generale, razionale, dimostrabile e possibilmente obiettiva/stabile è il capitale economico(W). Si veda GUALTRI L., *Trattato sulla valuazione delle aziende*, Egea, Milano, 1998, 38 e ss.

- ✓ **razionalità** nel senso che la valutazione deve esprimere un processo logico chiaro e convincente, e come tale largamente condivisibile;
- ✓ **dimostrabilità** nel senso che dev'essere possibile attribuire ai fattori che entrano nella formula grandezze supportate da dati controllabili;
- ✓ **neutralità** nel senso di escludere scelte meramente soggettive, arbitrarie e immotivate;
- ✓ in qualche caso, **stabilità**, intesa nel senso di evitare continue oscillazioni di valore legate a fatti marginali e contingenti.

Tuttavia allo scopo di confrontare punti di vista diversi ai fini della stima, ottenendo un reciproco controllo dei risultati espressi, e anche per le difficoltà ad ottenere la compresenza di tali requisiti in un unico criterio di valutazione, di regola si ricorre ad una pluralità di metodi comparando o sintetizzando i risultati a cui ciascuno di essi conduce.
Occorre distinguere due tipologie di valutazioni, quelle assolute e quelle relative.
Le valutazioni assolute sono quelle che si basano su modelli e formule e che si focalizzano sulla singola impresa analizzandola in dettaglio fino ad arrivare al giudizio di valutazione.
Le valutazioni relative si fondano su moltiplicatori ovvero su informazioni di mercato, e partendo dai prezzi noti di operazioni di compravendita su operazioni simili cercano di arrivare alla definizione del valore dell'azienda oggetto di stima.

4.1 I metodi c.d. assoluti

4.1.1 I metodi patrimoniali

I sistemi patrimoniali di valutazione, di solito, largamente diffusi in quanto abbinati ad altri metodi, si fondano sul principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale[3].
La stima analitica degli elementi del capitale può comunque ritenersi accettabile se ed in quanto il valore complessivo di detti elementi non vari notevolmente col variare della presunta capacità di reddito dell'azienda.

[3] GUATRI L., *La valutazione delle aziende. Teoria e pratica a confronto*, Milano, 1990,30.

Il metodo patrimoniale si fonda sull'analisi correttiva ed estimativa delle attività e delle passività e comprende:

- ✓ la revisione e la correzione dei valori contabili (di attività e passività);
- ✓ la stima a valori correnti delle attività materiali (compresi i crediti);
- ✓ la (eventuale) attualizzazione delle passività finanziarie;
- ✓ la stima degli *intangibles*.

La revisione-correzione dei valori contabili ha come punto di partenza il capitale netto di bilancio, espresso da una situazione patrimoniale contabile riferita a una specifica data. Il capitale netto comprende anche l'utile dell'esercizio, con esclusione degli importi per i quali è stata o sta per essere decisa la distribuzione.

La stima a valori correnti delle attività materiali in larga parte riguarda categorie di attività (immobilizzazioni tecniche, immobili civili, aree edificabili ecc..) che esigono talvolta il concorso di professionalità specifiche.

L'attualizzazione (eventuale) dei debiti finanziari si riferisce tipicamente ai debiti a medio-lungo termine con tassi "non in linea" coi mercati. In tal caso le vie seguite sono i prezzi di mercato (quando esistono); e in alternativa la via dell'attualizzazione dei flussi futuri (interessi e capitale); la via del confronto con titoli similari; l'applicazione del differenziale di tasso legato al rating della società target.

Si noti tuttavia che i metodi patrimoniali, pur fortemente limitati nella loro capacità esplicativa del valore (Guatri et al., 2009), richiedano anche stime relative all'espressione in moneta dei valori di elementi materiali ed immateriali compresi nelle voci di bilancio[4]. Emerge quindi come i metodi patrimoniali possono essere (Guatri et al., 2009) adeguati per la stima di imprese caratterizzate da elevata intensità patrimoniale (quali imprese immobiliari o holding di partecipazione) mentre sono giudicati non adeguati per la stima del valore di imprese in cui gli elementi immateriali relativi al fattore umano, organizzativo o relazionale siano prevalenti rispetto ai valori di capitale. Anche al fine di superare queste complessità di valutazione, i metodi patrimoniali sono suddivisi (Guatri et al., 2009) in metodi patrimoniali semplici e

[4] Si noti come l'approccio patrimoniale alla valutazione, almeno nell'approccio del valore patrimoniale semplice, sia espressivo di valori contigui al capitale di liquidazione (W_l), quindi meno aderenti ad un profilo di continuità del ciclo d'impresa, per dissoluzione dell'organismo aziendale. A tale limite hanno la finalità metodologica di porre rimedio i metodi patrimoniali complessi. Si noti come il valore di liquidazione (Guatri et al., 2009, pag. 136) sia "*la grandezza-limite al di sotto della quale il risultato delle stime non può scendere*".

metodi patrimoniali complessi. **Il metodo patrimoniale semplice** ha finalità di valutazione del patrimonio netto derivante dal bilancio d'esercizio, calcolato per somma algebrica delle voci attive di bilancio (A^{+}_{Bil}) e delle voci passive di bilancio, cioè i mezzi di terzi (Mt^{-}_{Bil}); in questo modo il patrimonio netto, contabile, viene ottenuto per somma algebrica di valori attivi e passivi (con segno positivo e negativo, rispettivamente). Il patrimonio netto contabile così ottenuto viene sottoposto a rettifica (si ha cioè la valorizzazione dell'impresa sulla base del patrimonio netto rettificato), esprimendo in valori correnti i valori patrimoniali, attivi e passivi, mediante le relative rettifiche ($^{Rett}A^{\pm}_{Bil}$ e $^{Rett}Mt^{\mp}_{Bil}$), di segno positivo o negativo, quindi incrementative o decrementative di valore. In questo modo, per somma algebrica dei valori contabili, attivi e passivi, rettificati, si perviene al valore dell'impresa (cioè il valore del patrimonio netto rettificato dell'impresa), come segue:

$$W_0 = A^{+}_{Bil} + Mt^{-}_{Bil} + {}^{Rett}A^{\pm}_{Bil} + {}^{Rett}Mt^{\mp}_{Bil}$$

Si ha poi la possibilità di determinare il valore dell'impresa sulla base del **metodo patrimoniale complesso di primo grado.** La metodologia differisce dal metodo patrimoniale semplice per contabilizzazione dei valori dei beni immateriali contabilizzabili, ma non contabilizzati ($^{Cont}Immat^{+}_{Bil}$); si tratta cioè di valori caratterizzati da un valore, quali i valori delle concessioni, i valori delle licenze commerciali, i valori delle opzioni di vendita e/o acquisto e simili. Si ha quindi:

$$W_0 = A^{+}_{Bil} + Mt^{-}_{Bil} + {}^{Rett}A^{\pm}_{Bil} + {}^{Rett}Mt^{\mp}_{Bil} + {}^{Cont}Immat^{+}_{Bil}$$

Si ha poi la possibilità di determinare il valore dell'impresa sulla base **del metodo patrimoniale complesso di secondo grado** che considera i valori dei beni immateriali non contabilizzabili, e non contabilizzati ($^{NoCont}Immat^{+}_{Bil}$), cioè:

$$W_0 = A^{+}_{Bil} + Mt^{-}_{Bil} + {}^{Rett}A^{\pm}_{Bil} + {}^{Rett}Mt^{\mp}_{Bil} + {}^{Cont}Immat^{+}_{Bil} + {}^{NoCont}Immat^{+}_{Bil}$$

La quantificazione del valore dei beni immateriali, contabilizzabili e non contabilizzabili, viene definita mediante stima dei redditi differenziali (aggiuntivi o suppletivi) che l'impresa può ottenere mediante utilizzo di questi beni nella gestione[5]. La quantificazione del valore dei beni

[5] È altresì possibile (Guatri et al., 2009) quantificare il valore delle imprese mediante utilizzo di metodi misti, che tengano cioè in considerazione, contemporaneamente, gli elementi patrimoniali e reddituali della valutazione. Tra questi, il metodo misto patrimoniale reddituale esprime il valore dell'impresa come somma del valore del patrimonio netto rettificato dell'impresa aumentato del valore dell'avviamento (metodo con stima autonoma

materiali ed immateriali, secondo un approccio patrimoniale, può avvenire per comparazione con i prezzi di mercato, per analisi del valore complementare, per quantificazione del costo di produzione, del valore di trasformazione e del costo di surrogazione.

Nell'ambito della quantificazione del valore patrimoniale dell'impresa emerge la rilevanza in merito alla valutazione degli aspetti immateriali connessi ai valori d'impresa[6]. Infatti l'apprezzamento della composizione del patrimonio dell'impresa, dal punto di vista sia qualitativo che quantitativo, è elemento imprescindibile nella valutazione. Il valore attribuito all'impresa dipende dalla capacità di generare reddito (come nel modello reddituale di valutazione) a favore dei portatori di capitale di rischio e, a tale fine, e necessaria la valutazione di tutte le condizioni produttive, cognitive e relazionali di cui dispone l'impresa. L'analisi di queste, quale patrimonio intangibile dell'impresa, diviene quindi presupposto per poter comprendere quale potrà essere il vantaggio competitivo ottenibile dall'azienda. È quindi possibile definire il patrimonio intangibile "*come l'insieme delle risorse immateriali che l'impresa è riuscita ad alimentare nel tempo e delle quali gli operatori d'impresa dispongono. Il patrimonio intangibile partecipa alla formazione dei risultati economici futuri insieme alle altre componenti patrimoniali materiali*" da cui emerge come la quantificazione, in termini di valore, dei beni intangibili diviene elemento essenziale nella quantificazione del valore d'impresa.

Gli approcci valutativi agli intangibili sono sintetizzabili (Guatri et al., 2009) in 5 criteri (famiglie di metodi), e cioè il **criterio del costo**, il **criterio dei risultati differenziali**, il **criterio comparativo**, il **criterio delle ricerche di mercato** ed il **criterio del "valore della relazione con il cliente**. Tra questi il criterio del costo utilizza il metodo del costo storico, del costo residuale e del costo di riproduzione; il criterio dei risultati differenziali utilizza i metodi di attualizzazione dei risultati differenziali (o del premium price) ed il metodo del costo della perdita; il criterio comparativo utilizza i metodi delle transazioni comparabili, dei royalty rates, dei multipli impliciti, dei multipli empirici, dei differenziali di multiplo sulle vendite; il criterio delle ricerche di mercato si avvale del metodo definito Interbrand e del metodo Brand Rating.

Di interesse metodologico notevole appare anche **il metodo dei tassi di royalty** nella stima degli intangibili, in particolare marchi e brevetti. Il metodo quantifica il valore degli intangibili sulla base delle royalty (potenzialmente) derivanti dalla cessione in uso a terzi degli intangibili soggetti a valutazione, formulando come segue:

dell'avviamento), oppure come media aritmetica semplice del valore derivante da una valutazione reddituale e del valore derivante da una valutazione patrimoniale.

[6] Sul tema, ad esempio, Cotta Ramusino et al., 2003, Ferrata, 2006, Guatri et al., 2009.

$$W_I = \sum_{t=1}^{OT} \frac{r \cdot F_t^+ + FC_t^-}{(1+k)^t}$$

Dove il tasso di royalty (r) è quantificato in genere per comparazione con situazioni omogenee a quella oggetto di valutazione, dedotte dal mercato, i flussi positivi derivanti dalla gestione d'impresa (F_t^+) sono stimati, con previsione analitica, periodo per periodo (in genere di durata annuale), dall'anno 0 sino all'orizzonte temporale (OT) di previsione analitica e, infine, i flussi negativi di conservazione dell'intangibile (FC_t^-), quali costi di pubblicità e simili, stimati analiticamente, anche in questo caso sino all'orizzonte temporale[7]. Per un approfondimento si consideri come il metodo possa essere modificato con il metodo dello sgravio delle *royalties (relief from royalties),* che quantifica il valore dell'intangibile specifico come sommatoria attualizzata dei valori che un'impresa generica sarebbe tenuta a corrispondere al proprietario dell'intangibile per lo sfruttamento, ove non fosse titolare del diritto di utilizzo.

4.1.2 I metodi reddituali

Altro approccio organico alla valutazione d'impresa è l'approccio reddituale, che si fonda sulla considerazione secondo cui il valore di una impresa è data dalla capacità di questa di generare reddito a favore dei portatori di capitale di rischio. In questo modo si ha la necessità di quantificare il reddito, inteso come risultato della gestione dell'impresa, ottenuto come somma algebrica di ricavi e costi (componenti positivi e negativi di reddito) calcolati secondo il principio della competenza economica. L'approccio reddituale esprime, in prima istanza, il valore dell'impresa come una sommatoria di flussi di reddito per un periodo illimitato. A tal riguardo si esprime (Guatri et al., 2009) il valore dell'impresa al tempo zero (W_o) come sommatoria di flussi di reddito (R), distinti anno per anno (t), e calcolati, distintamente, per un periodo limitato di anni (anni da 0 ad n); i flussi reddituali così esposti sono attualizzati ad un tasso (k) espressivo dell'influenza dell'elemento tempo nella quantificazione del valore[8]; si ha cioè:

[7] Metodologicamente appare complesso, inevitabilmente, lo stimare il tasso di royalty (royalty rate), per necessaria presenza di un adeguato numero di transazioni comparabili per la categoria di intangibili oggetto di stima.

[8] Si noti come esistono soggettività insite nella quantificazione del reddito (da intendere come reddito medio normale prospettico) e nella quantificazione del tasso di sconto (k); sul tema, tra gli altri, Damodaran, 2006.

$$W_0 = \sum_{t=0}^{n} \frac{R_t}{k}$$

Si noti come la suddetta formula necessita di una stima dei flussi di reddito, distinti anno per anno, difficilmente effettuabile per periodi ampi di valutazione. Al tendere ad infinito dell'orizzonte temporale di analisi dei flussi di reddito, è possibile esprimere il valore dell'impresa come:

$$W_0 = \frac{R_s}{k}$$

Si consideri, tuttavia, che per il calcolo è necessario procedere alla stima di un reddito medio annuo standardizzato (R_s) che sia espressivo delle prospettive di reddito dell'impresa. Tale stima è in ogni caso non esente da difficoltà obiettive e fondata anche su ipotesi forti, necessariamente da esplicitare da parte del valutatore per permettere al lettore il ripercorrere il processo valutativo[9]. Sempre nell'ambito dell'approccio reddituale è possibile esprimere il valore dell'impresa come sommatoria flussi di dividendi (d)[10], quali quota di reddito distribuita ai soci dell'impresa[11]; si ha nell'ambito dell'approccio reddituale una formalizzazione con orizzonte temporale illimitato, per cui:

$$W_0 = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{d_t}{k}$$

E' possibile esprimere il valore dell'impresa come sommatoria dei flussi di dividendi (d) attualizzati, per un orizzonte temporale illimitato, cioè:

$$W_0 = \frac{d_t}{k}$$

[9] Secondo la teoria delle valutazioni d'impresa è possibile distinguere (Guatri et al., 2009) tra approccio della proiezione analitica (con redditi attesi quantificati anno per anno, per tutti il periodo di previsione) ed approccio della proiezione sintetica data, in genere, dal valore terminale (terminal value in terminologia anglosassone). In questo caso "*… la formula della rendita perpetua … è la manifestazione-limite del ricorso alla proiezione sintetica come rinuncia a priori di qualsiasi forma di proiezione analitica*", Guatri et al., 2009.

[10] In alcune formulazioni, in luogo di dividendo (d), viene utilizzato il dividendo per azione (DPS), cioè dividend per share in terminologia anglosassone, oppure il reddito per azione (EPS), cioè earning per share sempre in terminologia anglosassone,

[11] Si consideri come la notazione preveda, per completezza di metodo, un possibile reddito netto negativo in genere con valori negativi di reddito netto e, nel caso in cui si rilevi una situazione d'impresa con reddito netto negativo, si applicano approcci specifici per la valutazione delle imprese in fase di crisi (sul tema, tra gli altri, Guatri et al., 2009).

Per il suddetto calcolo è quindi necessario effettuare una stima del dividendo medio normale prospettico (Guatri et al., 2009) e del tasso di capitalizzazione (k). Si noti come l'approccio secondo cui il valore di un'impresa è dato dalla capitalizzazione dei futuri dividendi considera equivalente, nel lungo periodo, dividendo e reddito quali grandezze di flusso equivalenti sulle quali basare la valutazione, in quanto la differenza tra dividendo e reddito consiste in utili reinvestiti che, in ogni caso, genereranno un vantaggio futuro per i soci dell'impresa in quanto fonte di finanziamento dell'impresa.

4.1.2 I metodi finanziari

L'approccio finanziario alla valutazione delle imprese, maggiormente utilizzato nell'approccio anglosassone alla valutazione ha in comune, con l'approccio reddituale, l'attualizzazione di un sommatoria di valori di flusso; i due approcci differiscono in quanto l'approccio finanziario ha come base dati i flussi finanziari generati dalla gestione dell'impresa; per la quantificazione del valore dell'impresa sulla base dell'approccio finanziario diviene quindi necessario disporre di un piano finanziario di previsione, prevedendo altresì la qualificazione dei differenti flussi finanziari.

In generale, il valore dell'impresa è qualificabile come la sommatoria di un flusso finanziario normalizzato (F_n), per un orizzonte temporale dall'anno zero all'orizzonte temporale (n), con n tendente ad infinito, suddiviso in periodi (t), in genere anni, con flussi attualizzati ad un tasso (k), come segue:

$$W_0 = \sum_{t=0}^{n} \frac{F_t}{k}$$

Anche in questo caso, come per il modello reddituale, non procedendo alla stima analitica dei flussi finanziari[12], si stima un flusso finanziario medio annuo normalizzato (F_n), per cui:

[12] L'assenza di un piano previsionale formalizzato di valutazione prospettica delle dinamiche d'impresa fondato, ovviamente, sulla trasparenza e coerenza dei parametri di previsione (assumption) adottati nella stesura, è fondamento della possibilità, con metodologia corretta, di procedere alla generazione di un periodo di previsione analitica. Ove questo non fosse possibile si ha la necessità di dare spazio alla valutazione fondata su una capitalizzazione illimitata di flussi futuri con inevitabile maggiore spazio alla determinazione di valori di capitale non di tipo economico (W_e), ma di tipo potenziale (W_p), necessariamente caratterizzato da una maggiore alea di concretizzazione. Sul tema, tra gli altri, Marbach, 1992 e Maddala, 2001.

$$W_0 = \frac{F_n}{k}$$

In alternativa, ove possibile, si prevede una situazione in cui vi siano alcuni anni di previsione analitica dei flussi, dall'anno zero sino all'orizzonte temporale (OT); in questo caso il valore dell'impresa, successivamente rispetto al periodo di previsione analitica, è dato dal valore terminale dell'impresa (Vt_{OT}) attualizzato, con formulazione per cui:

$$W_0 = \sum_{t=0}^{OT} \frac{F_t}{(1+k)^t} + \frac{Vt_{OT}}{(1+k)^{OT}}$$

Nell'ambito della valutazione d'impresa secondo una declinazione finanziaria (con riferimento quindi ai flussi finanziari previsionali futuri attualizzati, secondo la metodologia definita dei flussi di cassa scontati, o *discounted cash flow* in terminologia anglosassone) si sviluppano due filoni principali (Damodaran, 1996), che hanno a riferimento tanto l'oggetto della valutazione quanto il flusso finanziario utilizzato nella valutazione. Un primo approccio, che interessa in particolare i portatori di capitale di rischio, e finalizzato alla quantificazione del valore del capitale netto dell'impresa (*equity*), è definito *equity side*; l'approccio procede per attualizzazione del flusso finanziario disponibile a favore dei portatori di capitale di rischio (*equity*), cioè il *free cash flow to equity* (Fcfe), per un orizzonte temporale illimitato, attualizzato al costo del capitale (Ke), cioè:

$$W_0 = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{Fcfe_t}{(1+Ke)^t} = \frac{Fcfe_n}{Ke}$$

Il Fcfe, al fine della sua proiezione ad un orizzonte temporale che tende ad infinito, necessita, come esposto in precedenza per vari aggregati reddituali, ad una normalizzazione, per cui si esprime $Fcfe_n$, quale flusso di cassa normalizzato, da cui il pedice (n). Anche nell'approccio finanziario viene proposta una formulazione che consideri un valore terminale all'orizzonte temporale (OT); in questo caso si ha la necessità della analitica dei flussi dall'anno zero all'orizzonte temporale, quale periodo di previsione analitica, cioè:

$$W_0 = \sum_{t=0}^{OT} \frac{Fcfe_t}{(1+Ke)^t} + \frac{Vt_{OT}}{(1+Ke)^{OT}}$$

Un secondo approccio finanziario alla valutazione ha origine ove il flusso finanziario considerato è un flusso finanziario disponibile per i portatori di capitale di debito e di rischio; in questo caso si segue un approccio che considera un flusso finanziario prima del servizio del debito; viene dunque considerato un flusso finanziario *unlevered*, cioè *free cash flow to firm o unlevered free cash flow* (Fcff o Ufcf). Anche in questo caso si può procedere all'attualizzazione per un orizzonte temporale illimitato del flusso finanziario considerato; il tasso di attualizzazione prescelto è, in questo caso, il costo medio ponderato del capitale, o *weightedaverage* costo of capital (Wacc) in terminologia anglosassone. Il calcolo del valore dell'impresa, dato un flusso prima del servizio del debito (flusso *unlevered*), avviene poi per somma algebrica al valore ottenuto (valore definito *asset side*, cioè espressivo dei soli valori degli investimenti dell'impresa) della posizione finanziaria netta (Pfn), cioè:

$$W_0 = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{Ufcf_t}{(1+Wacc)^t} + Pfn_0^{\pm}$$

È altresì possibile, anche nel caso di approccio *unlevered*, procedere ad una formulazione che consideri un valore terminale, con quantificazione analitica dei flussi finanziari per il periodo dall'anno zero sino all'orizzonte temporale (OT), cioè:

$$W_0 = \sum_{t=0}^{OT} \frac{Ufcf_t}{(1+Wacc)^t} + \frac{Vt_{OT}}{(1+Wacc)^{OT}} + Pfn_0^{\pm}$$

4.1.3 I metodi misti

Un approccio ulteriore per la stima del capitale economico che "media" tra due metodi, quello patrimoniale e quello reddituale, è quello misto patrimoniale – reddituale. Questo ha radici tipicamente europee ed ha godut e gode tuttora di largo credito tra i professionisti incaricati alla valutazione d'azienda.

Certamente tra le motivazioni di così larga applicazione spicca la capacità di mediazione del metodo in esame che si esprime nella ricerca di una sintesi tra l'obiettività e la verificabilità dell'analisi patrimoniale e la razionalità quale caratteristica fondamentale dei metodi basati sulla stima dei flussi reddituali.

La formula sintetica del metodo esprime tradizionalmente W (valore del capitale economico e cioè il valore ricercato con la stima) come un contemperamento tra il valore patrimoniale rettificato ed il risultato della stima reddituale, facendo emergere in sostanza un "valore di avviamento", un valore cioè diverso ed ulteriore rispetto ad un approccio patrimoniale, evidentemente limitato in ambito aziendale.
Il metodo viene quindi denominato "misto" perché giunge alla stima finale del capitale economico aziendale contemperando due elementi distinti:

- Il **valore patrimoniale** ottenuto dalle rettifiche di quei componenti che presentano un valore contabile non coerente con il valore di mercato e la conseguente rilevazione di plusvalenze e minusvalenze;
- Il **valore reddituale** rappresentato, in una formulazione massimamente semplificata, daR/i, cioè dalla formula della rendita perpetua.

La stima del capitale economico aziendale secondo il metodo misto patrimoniale – reddituale presuppone la scelta tra due differenti metodi di valutazione:

- il "metodo del valore medio";
- il "metodo della stima autonoma dell'avviamento"

a) Metodo del valore medio

Il primo dei due approcci definisce il valore del capitale economico in modo estremamente semplice, tanto da renderlo – a volte- eccessivamente approssimativo: si calcola la media aritmetica tra il valore del capitale netto rettificato (K) e il valore di capitalizzazione del reddito atteso con la formula della rendita perpetua R/i.
La formula matematica è pertanto la seguente:

$$W = \frac{(K+R/i)}{2}$$

con alcuni semplici passaggi algebrici, l'espressione può anche essere scritta così:

$$W = K + 1/2\,(R/i - K)$$

Questa seconda versione evidenzia come il capitale netto rettificato K sia maggiorato della metà della differenza (R/i – K), dove (R/i – K) non rappresenta altro che l'avviamento positivo *(Goodwill*), caso tipico che si verifica nelle aziende redditizie.
Nelle aziende non redditizie o in perdita risulta che R/i è minore di K e quindi l'avviamento diviene negativo (*Badwill*).

b) Metodo della stima autonoma dell'avviamento

Per sopperire ad alcune lacune del metodo medio, si rappresenta un altro metodo che prevede la stima autonoma dell'avviamento e che, nella dottrina aziendalistica, presenta numerose varianti. Anzitutto, partiamo dalla formula classica del metodo misto patrimoniale – reddituale con stima autonoma dell'avviamento che prevede l'attualizzazione limitata del sovrareddito medio e si esprime nel modo seguente:

$$W = K + (R - i''K) * a\, n\, \neg\, i'$$ dove:

W = valore di stima dell'azienda
K = capitale netto rettificato
R = reddito medio normale atteso per il futuro
i' = tasso di attualizzazione del profitto o del c.d. *sovrareddito*
i'' = tasso di interesse considerato normale rispetto al tipo di investimento che viene considerato
n = durata che esprime la ripetitività del profitto.

Prima di analizzare ogni singola componente della formula sopradescritta è opportuno tornare brevemente sul concetto di avviamento.
L'avviamento è sempre stato di difficile definizione ed unanime accettazione per la sua estrema complessità, disomogeneità rispetto alla tipologia di azienda osservata ed astrattezza. In termini molto sintetici è possibile comunque ricondurlo ad una serie di fattori e condizioni immateriali interne ed esterne (quali *know – how*, tecnologia, organizzazione, ubicazione, clientela) che condizionano la capacità dell'azienda di produrre in modo economico e di generare di conseguenza profitti.

In generale i fattori di avviamento si distinguono in:

- fattori oggettivi, pertinenti all'azienda e quindi trasferibili con essa;

- fattori soggettivi, legati al soggetto economico e quindi non trasferibili.

L'avviamento non ha autonomia economica non potendosi immaginarlo separato dall'azienda e conseguentemente non è oggetto di separato scambio, essendo un "bene" intrinseco all'azienda che può essere ceduto unicamente con essa.

L'avviamento è il risultato della differenza tra: il reddito normalmente atteso dall'azienda e il reddito del settore in cui essa opera. La differenza può assumere sia segno positivo che segno negativo, nel primo caso si ha un sovrareddito rispetto al reddito normale del settore, nel secondo caso si è in presenza di una carenza di reddito. Nel caso di sovrareddito si avrà un avviamento positivo *(goodwill)* mentre nel secondo caso si avrà un avviamento negativo *(badwill).*

L'espressione :

$$(R - i''K)\ a\ \overline{n}\rceil\ i'$$

indica quindi la capacità dell'azienda di generare un reddito maggiore *(goodwill)* o minore *(badwill)* rispetto al reddito normale che si ottiene investendo un capitale (K) uguale a quello impiegato nell'azienda, utilizzando un tasso di rendimento normale (i'') relativo al subsettore in cui l'azienda opera.

Ora, ai fini di una corretta analisi, i parametri della formula del metodo della stima autonoma dell'avviamento vengono di seguito commentati.

KIl valore di K viene inteso come l'ammontare delle risorse da investire per poter disporre di un analogo complesso di condizioni produttive patrimoniali, nello stato e nel luogo in cui si trovano al momento della valutazione, esso quindi è espresso tramite i valori correnti di ricostruzione. In altre parole rappresenta il risultato della stima patrimoniale ottenuta considerando solo le componenti materiali e quindi utilizzando per la valutazione il metodo patrimoniale semplice; nel caso in cui vengano compresi nella stima i beni immateriali non contabilizzati la base valutativa troverà fondamento nel metodo patrimoniale complesso.

RPer la determinazione del valore di R si fa riferimento al concetto di reddito medio atteso.

nLa definizione della durata del profitto viene di per sé già individuata nelle premesse della metodologia stessa la quale fa riferimento al sovrareddito, cioè ad una redditività superiore alla norma che per forza di cose non potrà avere una durata illimitata ma al contrario si esaurirà in

un “breve” arco temporale.

i’’Il tasso di interesse normale i’’ viene applicato al capitale netto rettificato K ed esprime il rendimento giudicato soddisfacente in considerazione del grado di rischio fronteggiato dall’azienda.
La scelta nella determinazione del tasso comporta la necessità di distinguere e quindi di scegliere se considerare “normale” il tasso riferito al settore piuttosto che all’impresa, con il suo particolare profilo di rischiosità.
Nel secondo caso i’’ assumerebbe valori più bassi per imprese con una rischiosità minore della media e più alti nella condizione opposta con evidenti conseguenze nella determinazione della componente reddituale R.
Il procedimento consigliato implica la necessaria partenza dal tasso normale di riferimento del settore al quale, compatibilmente con le informazioni in possesso dei singoli operatori, può essere effettuata una maggiorazione o una diminuzione secondo la tendenza di rischio riscontrata.

i’Il tasso di attualizzazione del profitto (sovrareddito) misura il rischio che il sovrareddito possa non ripetersi nel tempo viene determinato, nella prassi, con differenti impostazioni che vengono di seguito enunciate:
- Il tasso è pari al tasso di attualizzazione individuato per la singola impresa; impostazione in uso negli Stati Uniti;
- Il tasso è elevato perché deve scontare il rischio di cessazione del sovrareddito; questa impostazione è tipica dell’UEC (Unione Europea degli Esperti Contabili);
- Il tasso i’ va inteso come il puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo, come tale non è correlato ai rischi specifici dell’impresa e di conseguenza si collega a parametri finanziari senza rischio; è quindi particolarmente contenuto;
- Il tasso è inteso come compenso finanziario per il trascorrere del tempo aumentato di una componente dovuta alla maggiorazione per l’investimento azionario.[13]

La soluzione migliore è rappresentata dall’intersezione delle ultime due possibilità citate: la determinazione del tasso di attualizzazione del profitto dovrebbe essere data dalla somma del tasso di interesse per attività prive di rischio con durata pari ad n e il tasso espressivo del rischio

[13] L. Guatri, op. cit.

correlato all'investimento, dedotto il tasso di inflazione.

4.1.4 I metodi empirici o c.d. "di mercato"

Le metodiche per la determinazione del valore relativo delle aziende, attraverso l'utilizzo dei multipli, negli ultimi decenni hanno registrato una grande diffusione divenendo uno strumento indispensabile per tutti gli operatori chiamati a stimare il valore economico di una specifica azienda.

La valutazione basata sui multipli richiede meno ipotesi e può essere eseguita più velocemente rispetto ad un modello basato sui flussi (di cassa o reddituali) attualizzati. La *ratio* del modello si fonda sul presupposto che il valore di un'impresa possa essere determinato con riferimento alle indicazioni fornite dal mercato per società analoghe rispetto a quelle oggetto di valutazione. In altre parole, l'obiettivo della stima non è quello di determinare il valore intrinseco della valutanda azienda ma, piuttosto, quello di determinare un valore relativo che rifletta che dinamiche di mercato. In genere, quindi, la valutazione relativa fornirà un valore prossimo al prezzo corrente di mercato.

Dal punto di vita operativo, il metodo dei multipli si basa sulla determinazione di multipli calcolati come rapporto tra valori di borsa e grandezze economiche, finanziarie e patrimoniali di un gruppo di società comparabili. Infine, si procede all'applicazione del multiplo ad una delle grandezze economiche, finanziarie e patrimoniali dell'azienda *target* (EBIT, EBITDA, UTILE, EV) al fine di determinare il valore della stessa.

Il metodo dei multipli può seguire i due seguenti approcci:

- ✓ approccio delle *società comparabili*, secondo il quale i multipli utilizzati per la determinazione del valore economico dell'azienda *target* sono ricavati dalle quotazioni di borsa relative a società quotate comparabili;
- ✓ approccio delle *transazioni comparabili*, secondo il quale il valore economico dell'azienda *target* è determinato in relazione ai prezzi di negoziazione riguardanti partecipazioni di controllo (o rilevanti) di società comparabili.

5. La metododologia valutativa

5.1. Considerazioni generali

Prima di procedere ad illustrare la metodologia valutativa adottata occorre formulare la seguente considerazione:

- ✓ E’ in essere la convenzione in merito all’area industriale del Bargellino per la creazione di un polo produttivo e attivita’ di formazione e ricerca nelle tecnologie collegate alla meccanica di precisione. codice unico di progetto (cup) n. f64e16001540003, con il Comune di Calderara di Reno.

5.2. Il metodo di valutazione adottato

Scopo della presente stima è la determinazione del più probabile valore di realizzo delle partecipazioni societarie in 3D METAL SRL, di pertinenza del compendio fallimentare della GIGANT ITALIA SRL, unitariamente considerato ed in ipotesi di funzionamento.

Il valore al quale la sottoscritta perverrà utilizzando i criteri e le metodologie di seguito descritte sarà oggetto di un congruo abbattimento ai fini della determinazione del prezzo base d’asta in ipotesi di vendita forzosa. Al riguardo è opportuno sottolineare che, per giungere ad una valutazione complessiva delle quote, i valori determinati in funzione dei parametri assunti a base del presente lavoro sono stati affiancati, per completezza, ai valori delle attrezzature (impianti, macchinari, mobili, ecc..) riportati nel bilancio al 31.12.2022.

E’ evidente che lo scrivente non assume alcuna responsabilità sui dati indicati in bilancio.

Per le ragioni e le premesse fin’ora illustrate, la scrivente ritiene che il metodo valutativo attraverso cui determinare il valore del ramo d’azienda debba essere ricavato dalla somma dei valori dei cespiti materiali con il valore dell’avviamento.

Ad ogni modo, il nucleo centrale della presente relazione risulta essere la valutazione dell’azienda.

A questo fine, la scrivente sottolinea che, anche in considerazione delle caratteristiche intrinseche ed estrinseche, delle dimensioni e del fatturato del complesso aziendale oggetto di valutazione, il valore possa essere stimato mediante l’applicazione del metodo empirico o regola del pollice, che utilizza multipli o percentuali del reddito (utile netto) o del fatturato.

Nella scelta tra vendite e utili netti la scrivente ha adottato la prima variabile, il fatturato, in quanto presenti annualità in perdita.

Dopo aver prescelto pertanto il fatturato come parametro di riferimento, le regole del pollice sopra richiamate stabiliscono delle percentuali da applicare alle vendite annue. Tali percentuali sono poi state riparametrate dalla scrivente in considerazione delle caratteristiche intrinseche ed estrinseche dell’azienda.

Una volta definiti i valori con tale metodologia, sono stati aggiunti i valori delle attrezzature materiali presenti in bilancio.

5.3. La valutazione

Metodo empirico o regola del pollice

In particolare, in considerazione delle caratteristiche dell'attività oggetto di valutazione, la formula, e il relativo parametro, ritenuta adeguata per l'azienda oggetto di stima (tratta da West R.L. "Rules of Tumb" e adattata da L. Guatri in "Trattato sulla valutazione delle aziende" e più recentemente in http://www.bizstats.com/reports/valuation-rule-thumb.php, limitatamente al relativo parametro), opportunamente riparametrata alla luce delle criticità riscontrate e illustrate in precedenza, è la seguente:

W = 8%VA

dove:

W = Valore dell'avviamento aziendale

VA = Fatturato medio annuo

Per il reddito fatturato medio annuo (VA) il totale delle vendite annue (al netto dell'iva) dell'esercizio 2022 pari ad euro 821.402.

A questo punto data la formula

W = 8%VA

Pertanto si ha **W = 821.402*8%=€ 65.712,16**

All'importo così ottenuto viene quindi aggiunto il valore delle attrezzature iscritte in bilancio al 31.12.2022 pari ad euro 221.078 (al netto dell'iva).

Pertanto il valore complessivo della società oggetto di valutazione risulta pari ad euro 286.790,16.

La quota di partecipazione della Liquidazione Giudiziale GIGANT ITALIA SRL è pari al 10% e quindi ad euro 28.679,00

Considerata la modalità di vendita tramite asta giudiziaria e la particolare natura dell'azienda in oggetto, in un periodo particolarmente delicato della congiuntura economica generale, si propone un abbattimento del prezzo di circa il 30% del valore di mercato per un:

Valore base d'asta = Euro 20.153,00 arrotondato a Euro 20.000,00 ventimila (€. ventimila/00)

Con i risultati sopra riportati lo scrivente ritiene concluso l'incarico conferito e ringrazia per la fiducia accordatagli.

Si rimane a disposizione per ogni ulteriore integrazione e chiarimenti.

Bologna, li 22.01.2024

In fede

Dott.ssa Antonella Fratalocchi

Firmato digitalmente da:
FRATALOCCHI ANTONELLA
Firmato il 22/01/2024 09:29
Seriale Certificato:
774504546208541023305661525421669887 62
Valido dal 24/03/2022 al 23/03/2025
ArubaPEC S.p.A. NG CA 3

1.visura storica società 3D METAL SRL;

2. bilancio al 31.12.2020;

3. bilancio al 31.12.2021;

4. bilancio al 31.12.2022;

5. convenzione con il Comune di Calderara di Reno;