

VALUTAZIONE DELLA SOCIETÀ

RDS MOULDING TECHNOLOGY S.p.A.

- 25 gennaio 2023 -

INDICE

PREMESSA: L'INCARICO.....	3
1. FINALITÀ DELLA PRESENTE PERIZIA	4
2. DATA DI RIFERIMENTO.....	5
3. BASE DOCUMENTALE	5
4. IPOTESI E LIMITI	6
5. LA SOCIETÀ OGGETTO DI VALUTAZIONE.....	6
6. LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE SECONDO I CRITERI DI NATURA AZIENDALISTICA	12
A. Metodi patrimoniali.....	14
B. Metodi reddituali.....	16
C. Metodi misti.....	17
D. Metodi Finanziari.....	19
E. Metodi di valutazione di <i>Private Equity</i>	22
7. IL METODO ADOTTATO	25
A. Applicazione del metodo dell'U.E.C. a imprese in perdita	27
B. La valutazione di RDS con il metodo U.E.C.....	29
8. CONCLUSIONI	34

PREMESSA: L'INCARICO

RDS Moulding Technology S.p.A. (di seguito, per economia espositiva, anche "RDS" o "la Società"), con sede legale in Torreglia, via Cavalieri di Malta n.8, cap. 35038, c.f. 00221660285, num. REA PD – 114719, è una società facente capo ai Soci:

- ██████████ per la un numero di azioni pari al 92,50%, pari ad Euro 462.514,85;
- ██████████ per un numero di azioni pari al 7,50%, pari a Euro 37.485,15.

Vale da subito notare che la Società ha per oggetto sociale lo svolgimento delle seguenti attività:

- ingegnerizzazione e progettazione di componenti in materiale plastico, alluminio, ottone e zama;
- produzione articoli tecnici in plastica per iniezione e di particolari di alluminio in pressofusione;
- lavorazioni meccaniche e di precisione;
- trattamenti di finitura superficiale e assiemaggi; anche componenti di materiali diversi.

La Società potrà inoltre promuovere la costituzione o assumere, sia direttamente che indirettamente, interessenze, quote o partecipazioni in altre imprese, società, consorzi ed enti in genere, sia che essi prevedano una responsabilità limitata per le obbligazioni dell'ente, sia che essi prevedano una responsabilità illimitata per tali obbligazioni, il tutto in via strumentale ed in misura non prevalente rispetto alle attività che costituiscono l'oggetto sociale e al solo scopo di stabile investimento e non di collocamento. La Società potrà altresì compiere tutte le attività necessarie o utili per il conseguimento degli scopi sociali, fra cui operazioni immobiliari, mobiliari industriali, commerciali e finanziarie, ivi compresa la cessione di garanzie reali e/o personali, rilasciate nell'interesse della Società, per obbligazioni sia proprie che di terzi.

Il dottor Incastrini, curatore della Società, ha incaricato il sottoscritto, Dott. Renato Bogoni,

2. DATA DI RIFERIMENTO

La situazione presa a riferimento dalla presente perizia estimativa è quella del 28 novembre 2022 e rispetto ad essa, al momento di redazione di questo elaborato, non si sono verificati fatti di rilievo tali da modificare la consistenza del complesso organizzato dei beni aziendali oggetto di valutazione, salve, ovviamente, le variazioni conseguenti alla prosecuzione dell'attività a seguito dell'esercizio provvisorio, autorizzato dagli organi della procedura ai sensi dell'art. 104 L.F., funzionale a salvaguardare, quanto più possibile, il valore dell'azienda.

3. BASE DOCUMENTALE

I dati, i documenti e le informazioni su cui la presente perizia si basa sono stati ottenuti direttamente dalla Società.

In particolare, sono stati assunti alla base del presente lavoro:

- la visura camerale della società RDS Moulding Technology S.p.A. del 14 giugno 2021
- la visura storica della Società alla data del 12 ottobre 2022;
- copia dei bilanci dal 31 dicembre 2017 al 31 dicembre 2021;
- situazione economico-finanziaria-patrimoniale alla data del 31 ottobre 2022 e del 28 novembre 2022;
- portafoglio ordini con proiezioni economiche per il periodo ottobre-dicembre 2022;
- documentazione in merito alla domanda di concordato in continuità;
- istanza di auto fallimento del 12 ottobre 2022 e relativi allegata tra cui, in particolare, perizia di stima della Società in ipotesi di procedura liquidatoria con concordato preventivo in continuità indiretta a cura della Dott.ssa [REDACTED]

██████████ del 6 ottobre 2022;

- sentenza di fallimento n. 117/2022 del 28 novembre 2022;
- perizia di stima relativa ai beni mobili strumentali e al magazzino, con riferimento alla data del 28 novembre 2022, ad opera dell'Ing. Marco Battilana.

Tali dati, oggetto di puntuale verifica, vengono ragionevolmente assunti come attendibili e significativi.

4. IPOTESI E LIMITI

Il lavoro svolto e le conclusioni raggiunte devono essere interpretati alla luce delle seguenti assunzioni e limitazioni:

- tutte le informazioni necessarie per lo svolgimento dell'incarico sono state fornite direttamente dal curatore della Società. Lo scrivente non si assume alcuna responsabilità relativamente alla veridicità e completezza delle informazioni utilizzate, avendo proceduto unicamente ad un'analisi delle informazioni ricevute;
- l'incarico svolto, infatti, non contempla lo svolgimento di alcuna procedura di revisione contabile, né la verifica dell'esistenza di potenziali passività non registrate di natura fiscale, legale, previdenziale o di altro genere;
- la presente perizia è stata effettuata alla luce di elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e pertanto non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e/o non prevedibili.

5. LA SOCIETÀ OGGETTO DI VALUTAZIONE

La società RDS Moulding Technology S.p.A. ereditò l'attività svolta sin dal primo dopoguerra dal ██████████ che la portò a divenire, originariamente sotto il nome di "RDS la Guarnimec S.p.A.", una realtà leader nel settore del piccolo complemento d'interno. Negli anni successivi, la Società acquistò un importante *know-how* tecnologico

per la lavorazione con stampaggio in pressofusione di metalli e stampaggio ad iniezione di materie plastiche.

Negli anni '90 avvenne il passaggio generazionale nel segno della continuità, con l'assunzione alla carica di Amministratore Delegato del figlio del Cavaliere, ██████████, il quale fu artefice di un profondo rinnovamento sia tecnico sia di processo.

Nel 2003 la Società decise di abbandonare il settore merceologico delle maniglie con la cessione del relativo ramo d'azienda, concentrandosi unicamente nello sviluppo dell'attività di subfornitura e cambiando la ragione sociale nell'attuale RDS Moulding Technology S.p.A..

Nel 2005 RDS entrò nel mercato dell'*automotive*, con progetti via via sempre più importanti, avviando, allo stesso tempo, un profondo rinnovamento della propria struttura organizzativa attraverso una serie di investimenti finalizzati al miglioramento dell'efficienza sia produttiva sia qualitativa, e con il potenziamento dell'area "Qualità".

Nel 2009, grazie alle competenze acquisite e alla costante ricerca, venne registrato il marchio "Quattrogradi" riferito alla progettazione del "bicchiere soffiato" in plastica, inesistente all'epoca nel mercato.

Tuttavia, la crisi economico-finanziaria globale del 2009 impattò profondamente su RDS proprio quando era nel pieno dello sviluppo, con necessità di far fronte alle uscite finanziarie legate agli investimenti effettuati. La Società aumentò così l'esposizione finanziaria verso gli istituti di credito, confidente in una buona risposta del mercato, che purtroppo tardò ad arrivare, lasciando RDS in una situazione di pesante deficit finanziario. Così, nel 2014, la Società cercò una soluzione che la portò a cedere alla Gold Plast S.p.A. l'intero ramo d'azienda per la produzione del "bicchiere soffiato", risanando, per l'effetto, la propria situazione economico-finanziaria e rilanciando il proprio *core business*, anche attraverso un piano di ristrutturazione aziendale da perfezionarsi in due step successivi: (i) la dismissione dell'area "Stampaggio Plastica" – ceduta definitivamente alla società

Bibitech S.p.A. a metà 2018 – e (ii) il rilancio delle aree “Fonderia” ed “Officina Meccanica”. Al riguardo, tra il 2018 e il 2019, la Società riuscì a conquistare quote di mercato e nuovi clienti in settori merceologici precedentemente non serviti (i.e. oleodinamica, scambiatori per caldaie, etc.), ma incontrò notevoli difficoltà nella riconversione del personale alle nuove attività con conseguenti inefficienze e aumento dei costi diretti, a cui si aggiunse un imprevisto, ma significativo calo del fatturato nel settore primario e strategico dell’*Automotive*.

Tali avvenimenti determinarono una seria crisi, aggravatasi a seguito dello sviluppo della pandemia da Covid-19 e delle misure adottate dal Governo Italiano per contrastare la diffusione del contagio del virus, che costrinse la Società a depositare innanzi al Tribunale di Padova, in data 29 maggio 2020, la domanda di concordato preventivo ai sensi dell’art. 161, comma sesto, L.F.; procedura iscritta al n. 11/2020 C.P.. Tuttavia, la Società, a causa di alcuni ritardi indipendenti dalla propria volontà, non riuscì, entro i termini stabiliti dal Tribunale, a depositare la domanda definitiva e il piano concordatari, provvedendo però a depositare, in data 28 gennaio 2021, una domanda di concordato “piena”, ai sensi degli artt. 160 e ss L.F.. Con provvedimento del 14 maggio 2020, il Tribunale di Padova ammise RDS alla procedura di concordato preventivo nominando il dott. Fabio Incastrini quale Commissario Giudiziale e la dott.ssa Manuela Elburgo quale Giudice Delegato. La domanda di RDS, basata sulla continuità aziendale, prevedeva una importante ristrutturazione aziendale, i cui elementi fondanti erano:

- la dismissione dell’area “Officina” poiché non performante e la focalizzazione dell’attività sulle aree “Fonderia” e “Progettazione stampi”;
- l’aumento dell’efficienza produttiva grazie alla riduzione della complessità dei processi produttivi e al maggior controllo e monitoraggio delle operazioni di fonderia;
- la riduzione dei costi fissi, sia per il personale sia per gli altri costi di struttura;

- l'efficientamento energetico mediante investimenti mirati.

Tali azioni sono state avviate già nel secondo semestre del 2020 e, in particolare:

- è stata cessata l'attività dell'area "Officina" con la conseguente riconversione del personale alle attività dell'area "Fonderia";
- è stato inserito in organico un "responsabile Fonderia" per migliorare, da subito, l'efficienza dell'area;
- è stato perseguito l'obiettivo di diminuzione dei costi fissi con la riduzione del personale a circa 50 unità (rispetto alle 70 del 2018) e la rinegoziazione del canone d'affitto dell'immobile ridotto da Euro 180.000 a Euro 96.000 annui;
- sono stati avviati gli investimenti finalizzati al risparmio energetico.

Tuttavia, a seguito dell'aumento incontrollato e incontrollabile del prezzo dell'alluminio prima e, successivamente, di quello dell'energia, oltre che della perdita del contributo "energivori" conseguente all'entrata della Società in una procedura concorsuale, RDS registrava, a fine 2021, una perdita operativa di circa Euro 700.000, non prevista nel piano concordatario depositato.

A seguito della mancata presentazione, nei termini fissati dal Tribunale di Padova, di un piano industriale aggiornato e completo di una nuova attestazione, in data 21 febbraio 2022 veniva dichiarata l'inammissibilità della domanda.

Ciò nonostante, RDS proseguiva la propria attività registrando risultati soddisfacenti e avviando varie trattative per cercare un acquirente dell'azienda. Tra gli operatori del settore, quella maggiormente interessata è risultata la società [REDACTED] (di qui anche come [REDACTED] che, a seguito di un'accurata *due diligence*, avrebbe dovuto presentare una proposta di acquisto dell'azienda. Nel contempo, alcuni ex dipendenti della Società presentavano istanza di fallimento nei confronti di RDS.

Pertanto, per cercare di salvaguardare l'azienda e i posti di lavoro, in data 10 giugno 2022, RDS presentava una nuova domanda di concordato preventivo, ai sensi dell'art. 161,

comma sesto, L.F., cui faceva seguito, in data 17 giugno 2022, il provvedimento del competente Tribunale di Padova con cui veniva dichiarata aperta la procedura concordataria e nominato nuovamente quale Commissario Giudiziale, il dott. Fabio Incastrini, e venivano concessi complessivi 120 giorni (60 giorni iniziali, successivamente prorogati di ulteriori 60 giorni) per la presentazione della proposta definitiva.

Pur continuando a dichiararsi fortemente interessata ad acquisire l'azienda, Tecnomeccanica non presentava alcuna proposta di acquisto, costringendo i professionisti incaricati da RDS di predisporre la relazione di attestazione ex artt. 161, comma terzo, e 186-bis, comma secondo, L.F., il dott. [REDACTED] [REDACTED] e la dott.ssa [REDACTED] [REDACTED] a comunicare, in mancanza di un'offerta di acquisto vincolante, la loro impossibilità nell'attestare il piano concordatario basato principalmente sulla cessione d'azienda.

Per tali motivi, il 12 ottobre 2022, RDS presentava istanza di auto-fallimento richiedendo, al contempo, autorizzazione all'esercizio provvisorio dell'impresa, ai sensi dell'art. 104 L.F. per salvaguardare, quanto più possibile, il valore dell'azienda.

*

Alla luce di quanto sin qui esposto, lo Scrivente ritiene che il valore economico dell'azienda RDS debba essere determinato in una prospettiva di prosecuzione dell'attività imprenditoriale nell'ambito di un esercizio provvisorio prodromico alla effettiva cessione del ramo aziendale (di seguito anche "**Ramo d'Azienda**") costituito da:

- (i) cespiti e beni mobili strumentali;
- (ii) contratti commerciali attivi con la clientela;
- (iii) contratti di fornitura di beni e/o servizi con i fornitori ritenuti strategici;
- (iv) giacenze di magazzino di materie prime, semilavorati, prodotti finiti ed imballi nella loro consistenza alla data di efficacia della cessione;
- (v) rapporti di lavoro subordinato con un numero definito di dipendenti e, eventualmente, le relative passività (es. TFR, ratei ferie, permessi) maturate fino

alla data di efficacia della cessione.

Tali prospettive si incapsulano nel progetto di ricorrere all'esercizio provvisorio nell'ambito della procedura fallimentare che sta interessando la Società, resosi necessario alla luce dello stato di crisi che ha colpito la Società, descritto al paragrafo precedente.

La valutazione scaturente dalla presente perizia non può quindi prescindere dal ponderare tutti gli elementi, i dati e le informazioni afferenti allo stato di forte tensione finanziaria e patrimoniale in cui si è trovata la Società e dalle considerazioni promananti dall'ipotizzato (e autorizzato) esercizio provvisorio.

Al riguardo si precisa che, ai fini della valutazione, si è tenuto conto de:

- l'ultima bozza del piano industriale di RDS, per il periodo 2022 – 2025, in corso di predisposizione nell'ambito della procedura concordataria poi sfociata in fallimento;
- la situazione patrimoniale di RDS alla data della sentenza di fallimento ossia il 28 novembre 2022 ai fini dell'identificazione dei creditori concorsuali alla medesima data e in modo da poter identificare nella misura più precisa possibile:
 - le passività concorsuali;
 - le attività esistenti da mettere a disposizione dei creditori sociali, sia tramite il ricavato derivante dal loro realizzo, sia mediante il ricavato dalla cessione del ramo aziendale, così come precedentemente definito;
- la gestione dell'impresa nell'ambito dell'esercizio provvisorio;
- la prosecuzione dell'attività in capo ad un altro soggetto che, verosimilmente, implementerà/diversificherà le strategie aziendali per adeguarle ai propri obiettivi.

Si premette che la valutazione oggetto del presente documento è fondata sulla possibilità di valorizzazione dell'azienda a seguito di un periodo di esercizio provvisorio, essendo evidente che in caso lo stesso venga meno senza il concretizzarsi della cessione del ramo d'azienda identificato, la conseguente liquidazione aziendale comporterebbe una sensibile

riduzione del valore dell'attivo da destinare al soddisfacimento (seppur parziale) dei creditori concorsuali.

Si precisa che essendo oggetto di vendita l'azienda così come precedentemente definita, non viene qui considerato l'aspetto finanziario ovvero, nel processo valutativo, non si terrà conto di crediti e debiti commerciali, né di disponibilità liquide e debiti verso banche o altri finanziatori, considerato che si tratta di attività/passività che non faranno parte del compendio aziendale trasferito.

6. LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE SECONDO I CRITERI DI NATURA AZIENDALISTICA

Essendo l'oggetto della valutazione *de qua* un ramo d'azienda operativo (trattasi invero di un compendio di beni organizzati), idoneo a generare flussi reddituali a favore dell'utilizzatore, per la conseguente valutazione si ritiene corretto e ragionevole partire dall'esame dei dati contabili.

È tuttavia evidente che la valutazione di qualsiasi azienda comporta l'adozione di specifiche formule matematiche, basate su dati di natura contabile, integrate dall'analisi di altre informazioni non attinenti alla contabilità in senso stretto, come sarà illustrato nel prosieguo.

Vale comunque premettere che il processo valutativo non può risolversi altresì in una mera ed asettica applicazione di formule, utilizzate in modo meccanico sulla base di dati contabili o extracontabili; questa regola generale vale soprattutto nella scelta delle variabili che concorrono alla determinazione del risultato.

Tale scelta risente necessariamente di una certa soggettività, legata a sua volta all'esperienza maturata dal perito in questo specifico settore professionale.

Nell'ottica valutativa, va poi tenuto conto non solo della realtà in cui l'azienda opera, ma anche delle basi teoriche che la più avanzata dottrina ha elaborato in materia, condivise dalla prassi consolidata, le quali esprimono generalmente alcune caratteristiche comuni di

rilievo:

- razionalità, in quanto la valutazione viene definita sulla base di un processo logico rigoroso e condivisibile;
- dimostrabilità, in quanto le grandezze sottostanti al processo valutativo vengono prescelte in funzione del grado di probabilità nella loro futura manifestazione e presentano per ciò stesso una sostanziale credibilità;
- neutralità, intendendosi come tale l'assenza di scelte arbitrarie e soggettive in grado di condizionare immotivatamente i risultati della stima;
- stabilità, intesa come mancata considerazione di eventi provvisori, eccezionali o comunque non ripetibili.

Sulla scorta di ciò, la dottrina e la prassi professionale hanno elaborato varie metodologie di stima che presentano, talvolta in misura diversa, le predette caratteristiche. Ci si riferisce, in particolare, ai metodi analitici di tipo patrimoniale (semplici e complessi), misti patrimoniali-reddituali, reddituali, finanziari, di private equity e a quelli empirici. In generale, la migliore dottrina e prassi assumono che nella valutazione del capitale economico delle aziende o di rami d'azienda non esiste una metodologia valida in assoluto, ma metodologie diverse in relazione alla finalità della stima ed ai profili caratteristici dell'entità oggetto di valutazione.

In particolare, le metodologie di valutazione normalmente utilizzate prendono a riferimento gli elementi qualitativi e quantitativi tipici dell'operatività, dell'organizzazione, della clientela, della struttura patrimoniale, del profilo di rischio e della redditività sostenibile dell'entità oggetto di analisi.

Infatti, occorre ribadire che, per la definizione del valore congruamente attribuibile ad un'azienda o ad un complesso di beni sottesi da una partecipazione sociale, la dottrina economico-aziendale e la pratica professionale hanno messo a punto diversi procedimenti, aventi contenuto:

- patrimoniale;
- reddituale;
- misto;
- finanziario;
- metodi di valutazione di *private equity*.

Tali metodi sono usualmente applicati ad un'azienda ovvero ad un ramo aziendale; taluni di questi metodi possono ragionevolmente reputarsi estensibili nel caso di specie, e quindi idonei ad identificare i flussi "aziendali" di cui potrà beneficiare l'utilizzatore.

A. METODI PATRIMONIALI

Per quanto riguarda i metodi patrimoniali, la loro caratteristica peculiare è il fondarsi su di un principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale.

Si tratta, in altri termini, di determinare l'impiego di capitale che un generico investitore dovrebbe effettuare per istituire una nuova impresa dotata di struttura patrimoniale (elementi attivi e passivi) perfettamente identica a quella cui si riferisce la valutazione.

Non si tiene conto, invece, della redditività prospettica del capitale, ammettendo implicitamente che l'investimento sia adeguatamente remunerativo in rapporto alle correnti condizioni del mercato dei capitali.

Tali metodi hanno il merito di fare riferimento a grandezze oggettive e verificabili. Solitamente, infatti, quale primo passo metodologico si assume come valore di partenza il capitale netto contabile, desunto dalle rilevazioni contabili sistematiche alla data della valutazione.

Il secondo passo metodologico consiste nel procedere ad una revisione generale degli elementi attivi e passivi evidenziati dalla situazione patrimoniale di partenza, allo scopo di verificare la correttezza sostanziale delle singole poste, vale a dire la loro rispondenza ai

“corretti principi contabili” che presiedono alla redazione del bilancio d’esercizio e delle situazioni infrannuali.

Un ulteriore ordine di elaborazioni prevede la riespressione a valori correnti di sostituzione degli elementi patrimoniali attivi e passivi desunti dalle elaborazioni anzidette.

Da ultimo, occorre procedere all’accertamento delle perdite detraibili e degli oneri fiscali potenziali connessi alle elaborazioni precedenti.

Mentre gli elementi passivi del patrimonio sono sempre tutti presi in considerazione, gli elementi attivi sono variamente trattati. Sotto questo punto di vista è possibile distinguere tra:

- *metodi patrimoniali semplici*, che comprendono all’attivo solo i beni materiali e gli elementi immateriali suscettibili di trasferimento autonomo (brevetti industriali, marchi, diritti di concessione, ecc.);
- *metodi patrimoniali complessi*, che mirano ad attribuire un valore anche agli elementi immateriali trasferibili congiuntamente all’intero complesso aziendale, sempreché risultino apprezzabili con qualche fondamento.

Tra i metodi patrimoniali complessi è possibile distinguere, ulteriormente, tra:

- *analitici*, cioè con valorizzazione motivata e documentata dei beni immateriali;
- *empirici*, cioè con valorizzazione di beni immateriali basata su parametri dedotti dai comportamenti negoziali degli operatori sul mercato. Questi risultano ammissibili solo se le osservazioni empiriche sono ripetute e riferite ad aziende omogenee; deve inoltre esistere una corrispondenza di massima tra valore così individuato ed attese reddituali dell’azienda.

Generalmente i metodi patrimoniali, alla luce della “staticità” degli elementi presi a fondamento, sono principalmente utilizzati per la stima di società immobiliari di gestione e per le holding di mera partecipazione: società, cioè, caratterizzate dall’assenza di una gestione operativa e connotate più che altro dal godimento statico di *asset*.

B. METODI REDDITUALI

L'idea generale che ispira tutti i metodi reddituali è che il valore dell'azienda/asset dipenda unicamente dai redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre.

Il valore dell'azienda (W) è perciò concepito, sul piano quantitativo, come funzione del reddito atteso (R):

$$W = f(R).$$

Si tratta, basilarmente, di una funzione di capitalizzazione, nel senso che la grandezza W , per ipotesi universalmente accolta, si suppone formata dalla serie dei valori attuali dei redditi futuri dell'impresa.

Tale funzione presenta una diversa struttura a seconda che i redditi si presumano (*i*) di durata indefinita, (*ii*) di durata limitata nel tempo, oppure (*iii*) legati alla vita di una persona.

Quando l'ipotesi accolta è la prima, la formula per la determinazione del valore si esprime con:

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

in cui:

R = reddito medio normale atteso;

i = tasso di capitalizzazione.

Nel caso di orizzonte temporale limitato, la configurazione della formula valutativa è quella relativa all'attualizzazione di una rendita annua della durata di n anni:

$$W = R a_{n|i}.$$

Il ricorso alla soluzione della durata illimitata è generalmente quella più frequentemente utilizzata; mentre quella della durata limitata è utilizzata solo nei casi in cui circostanze obiettive consentano di individuare un limite alla vita economica dell'azienda.

Dal punto di vista pratico, un primo problema da affrontare relativamente all'applicazione dei metodi reddituali riguarda la stima del reddito medio atteso, in quanto si basa sulla

definizione di eventi futuri in parte imprevedibili.

A tale riguardo, i criteri di previsione più comunemente utilizzati sono i seguenti:

- *metodo dei risultati storici* che suppone la conservazione dei risultati storicamente ottenuti in tempi recenti;
- *metodo di proiezione dei risultati economici* con cui si proiettano i risultati storici nel futuro in funzione del probabile comportamento di alcune variabili;
- *metodo dei risultati programmati* che si basa sui risultati economici espressi nei piani e nei programmi aziendali;
- *metodo dell'innovazione* che si basa sull'assunzione di una serie di condizioni di gestione futura, giudicate probabili anche se non ancora sperimentate, e sulla conseguente valutazione delle prospettive in termini di reddito.

Nella pratica, si possono comunque adottare procedimenti che tengano in considerazione, e quindi utilizzino insieme, due o più dei metodi sopra esposti. Inoltre, va tenuto conto del fatto che, in tempi di inflazione, la valutazione del tipo reddituale esige l'adozione di opportune cautele metodologiche che incidono sulla sostanza dei criteri innanzi presentati. Un secondo problema relativo all'adozione dei metodi reddituali concerne la scelta dei tassi di attualizzazione per la quale il criterio generalmente preferito è quello cosiddetto del "tasso opportunità", che consiste nella scelta di un tasso equivalente al rendimento offerto, a parità di rischio, da investimenti alternativi.

C. METODI MISTI

Gli approcci "misti" abbinano congiuntamente i criteri informativi delle stime patrimoniali e reddituali viste in precedenza.

La valutazione, cioè, si basa sulla contemporanea ponderazione dell'assetto patrimoniale dell'azienda (elemento di obiettività e verificabilità) e della sua presumibile redditività futura (che, da un punto di vista concettuale, è elemento essenziale nella definizione del

valore dell'azienda).

Tali metodi si prestano ad essere utilizzati in quelle realtà connotate sia da una significativa componente patrimoniale sia da una non irrilevante componente reddituale; in tal modo, si valorizza l'azienda in una prospettiva sia "statica" sia "dinamica", combinando il valore dei beni "fissi" ai redditi prospettici, offrendone una prospettiva maggiormente oggettiva.

Le metodologie di tipo misto principalmente adottate sono due:

- *metodo del valore medio*, secondo il quale il valore dell'azienda è dato dalla media aritmetica del valore corrente dell'aggregato patrimoniale e del valore di attualizzazione del reddito medio prospettico che si presume di ottenere, si esplica con la formula:

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

in cui:

i = tasso di capitalizzazione;

K = capitale netto rettificato a valori correnti, ottenuto con il metodo patrimoniale semplice;

- *metodo della capitalizzazione limitata del sovrareddito* (o della stima autonoma dell'avviamento), che gode di ampio credito anche a livello internazionale. Il valore aziendale viene determinato sommando il valore corrente dell'aggregato patrimoniale a quello attribuibile all'avviamento, distintamente considerato. In sintesi:

$$W = K + (R - i * K)a_n i'$$

in cui:

i = tasso di interesse "normale" rispetto all'investimento considerato;

n = durata in anni del divario fra reddito medio prospettico e remunerazione normale del capitale (sovrareddito o carenza di reddito);

i' = tasso di attualizzazione del divario medesimo (va inteso, a differenza di « i », come puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo e si collega a parametri finanziari "senza

rischio”).

Il secondo addendo rappresenta, quindi, il valore attribuibile all'avviamento, che viene calcolato mediante l'attualizzazione del divario esistente fra il reddito medio prospettico e la remunerazione normale del capitale investito.

I motivi che inducono ad accogliere l'ipotesi della durata temporanea del divario di reddito possono essere individuati (con riferimento all'avviamento positivo) nell'incertezza che caratterizza, in generale, la permanenza dei fattori di avviamento.

Se anche la condizione di reddito eccedente la norma dovesse protrarsi, è ragionevole ritenere che, al di là di un certo numero di anni, essa sia dovuta alle capacità e all'impegno del management.

Peraltro, essendo l'azienda atta a perdurare nel tempo, secondo il noto “*going concern principle*”, potrebbe risultare metodologicamente più corretto, in talune circostanze di estrema stabilità di mercato e negli assetti aziendali, adottare una formula che preveda la capitalizzazione perpetua del sovrareddito, nei seguenti termini:

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

D. METODI FINANZIARI

Tra i sistemi di valutazione delle aziende in esercizio vengono ricompresi, solitamente, anche i metodi di tipo finanziario, fondati sul concetto generale secondo cui il valore di un'azienda è pari al valore attualizzato di tutti i flussi di cassa che essa genererà in futuro al netto dell'indebitamento finanziario (essi, dunque, si ispirano al criterio di stima economica di un generico investimento).

Più nel dettaglio, vale precisare che il metodo dei flussi di cassa attualizzati (*Discounted Cash Flow* - DCF) è basato sulla determinazione del valore attuale dei flussi di cassa attesi da una specifica attività.

Peraltro, il flusso può essere rappresentato non solo dal *cash flow* ma anche dai dividendi (*Dividend Discount Model* - DDM).

La valutazione basata sui flussi di cassa attualizzati è funzione di tre elementi fondamentali: l'entità del flusso di cassa, la distribuzione nel tempo dei flussi e il tasso di attualizzazione. Il principio fondamentale del processo di valutazione mediante attualizzazione dei flussi di cassa è quello della determinazione di tali flussi e della loro coerenza con i tassi di attualizzazione.

Le due opzioni possibili sono:

- (i) flussi di cassa disponibili per gli azionisti (flussi *levered*) attualizzati utilizzando le formule proprie del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM);
- (ii) flussi di cassa disponibili per azionisti e creditori (flussi *unlevered*) attualizzati utilizzando il *Weighted Average Cost of Capital* (wacc).

Il metodo *unlevered discounted cash flow* consente di determinare direttamente il valore del capitale operativo. Il valore del capitale netto dell'impresa viene poi ottenuto sottraendo da tale valore l'indebitamento finanziario e gli eventuali *asset*. In specie, l'*unlevered free cash flow*, si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa generati dalla gestione operativa (al lordo degli interessi passivi e dei dividendi distribuiti, come pure delle variazioni delle poste finanziarie e di patrimonio netto). Tale metodo è sintetizzato dalla formula:

$$W = van(FCF) - D$$

dove:

$van(FCF)$ = valore attuale netto dei flussi di cassa della gestione operativa;

D = indebitamento finanziario netto.

Aspetti fondamentali e particolarmente delicati di questo metodo valutativo sono: (i) la stima dei flussi di cassa operativi che verranno generati dalle future gestioni; (ii) la stima di un "*terminal value*", ovvero di un valore residuo al termine del periodo considerato; (iii) la

scelta del tasso di attualizzazione, che deve comprendere anche una componente di rischio tale da remunerare l'ipotetico investimento. Su questi aspetti vi sarà modo di tornare *infra*. Il metodo basato sul flusso netto spettante agli azionisti (*levered*) porta invece alla determinazione direttamente del valore del capitale netto.

Ovviamente le due varianti di metodo portano al medesimo risultato se la dinamica del rapporto di indebitamento è correttamente riflessa nei tassi utilizzati per scontare i tassi.

Come detto il tasso da utilizzare per l'attualizzazione dei flussi di cassa dipende da tipo di flusso utilizzato (*levered* o *unlevered*).

Nel primo caso (*levered*) deve essere utilizzato solo il CAPM. Il costo del capitale proprio coincide con il rendimento richiesto dagli investitori ed è così determinato:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

K_e = Costo dei mezzi propri;

R_f = rendimento delle attività prive di rischio (solitamente pari al tasso di rendimento dei BTP a 10 anni);

β = Beta di settore (coefficiente di rischiosità sistemica non diversificabile);

$R_m - R_f$ = *market risk premium* (premio per il rischio aziendale).

Conseguentemente, il *wacc* è determinato come la media ponderata dei costi delle diverse fonti di finanziamento utilizzate dall'azienda, ossia debiti, capitale azionario ecc.

$$Wacc = K_e * \frac{E}{(E + D)} + K_d * \frac{D(1 - t)}{(E + D)}$$

K_e = costo dei mezzi propri (CAPM);

E = *equity* (patrimonio netto);

D = totale indebitamento;

K_d = costo del capitale di debito;

t = aliquota fiscale sulle imposte sui redditi.

Il metodo finanziario fa coincidere il valore dell'*asset* con il valore attuale dei flussi di cassa

attesi. I metodi possono essere suddivisi in tre principali raggruppamenti:

- *metodi finanziari analitici*: caratterizzati dal fatto che la previsione dei flussi di cassa avviene anno per anno in modo analitico e in altre parole sino al termine della durata dell'azienda. Si applica nelle valutazioni con orizzonte temporale definito, in ipotesi di relativa prevedibilità dei flussi;
- *metodi finanziari sintetici*: si applicano per previsioni su archi temporali a lungo periodo e si qualificano come sintetici proprio perché si fondano sulla costanza di alcuni dati quali i flussi di cassa, i redditi netti, i tassi di capitalizzazione. Questo metodo si applica nelle valutazioni con orizzonte temporale indefinito, nell'ipotesi che l'azienda si trovi in situazione di equilibrio finanziario duraturo;
- *metodi finanziari analitici con terminal value*: il metodo analitico con *terminal value* è di gran lunga il più utilizzato perché risolve il problema della previsione dei flussi. In pratica si procede ad una stima analitica dei flussi annuali per un breve arco temporale (normalmente tra i 3 e i 5 anni) mentre per il restante periodo si effettua una stima sintetica. Il valore del capitale quindi è dato dalla somma dei flussi di cassa e dal *terminal value*.

Quest'ultimo si può calcolare o con la valorizzazione perpetua dei flussi di cassa o con le metodologie dei coefficienti di mercato (multipli). Il *Terminal Value (TV)* normalmente è stimato utilizzando la formula sintetica di Gordon:

$$TV = \frac{FCF_{t+1}}{(Wacc - g)}$$

con g = tasso di crescita costante perpetuo dei flussi.

E. METODI DI VALUTAZIONE DI PRIVATE EQUITY

Con riferimento alle operazioni di *private equity*, poi, in aggiunta ai metodi di valutazione poc'anzi analizzati, gli operatori ricorrono sovente anche a criteri del tipo:

- metodo dei multipli;

- metodo del *Price/Earnings*;
- il *Venture Capital Method*.

Tali metodi si differenziano dalle valutazioni teoriche e dai metodi valutativi generalmente utilizzati in quanto sono basati su dati il più possibile reali e verificabili. In particolare, la valutazione per multipli dell'*enterprise value* (EV) può essere fatta in relazione a:

- il fatturato (*sales*);
- il margine operativo lordo (EBITDA);
- risultato operativo (EBIT).

In particolare, i metodi di valutazione dei multipli fondano la loro essenza sull'utilizzo di moltiplicatori (rappresentati numericamente da rapporti matematici), i cui elementi costitutivi (i numeratori) sono specificamente individuati a priori e acquisiti direttamente dal mercato.

In proposito, la valutazione d'azienda trae origine dai dati risultanti dalle quotazioni di borsa relative a un campione adeguatamente rappresentativo e comparabile di società negoziate sui mercati regolamentati.

Le grandezze numeriche su cui si basa il processo valutativo sono identificate da rapporti che pongono in relazione i prezzi delle azioni, desunti dai mercati borsistici, e determinate misure di performance aziendale quali il fatturato, gli utili netti, i dividendi o di misure contabili (patrimonio netto contabile o *Book Value*).

Allorché si sia operata un'attenta selezione delle società quotate, relativamente alla loro effettiva comparabilità rispetto al caso concreto, e una volta calcolati gli opportuni moltiplicatori che si ritengano essere maggiormente adeguati alle finalità e alle esigenze complessive proprie della specifica realtà aziendale, sarà possibile addivenire ad un attendibile risultato di stima.

Il metodo dei multipli, cui si è appena fatto cenno, è basato sul principio per cui il valore

della azienda è dato dal prodotto del moltiplicatore per la variabile aziendale prescelta. In proposito, esistono due diverse tipologie di moltiplicatori, “*equity side*” e “*asset side*”.

I moltiplicatori “*equity side*” pongono al numeratore il prezzo (P), come risulta dal mercato borsistico, mentre al denominatore una delle seguenti variabili aziendali:

- $E = \text{utile netto}$ (come risulta dall'ultimo bilancio di esercizio o sulla base dei dati prospettici o in corso di formazione);
- $FCFE = \text{utile netto} + \text{ammortamenti} - \text{investimenti di mantenimento}$ (per manutenzioni e conservazione del capitale fisso);
- $BV = \text{Book Value}$ (patrimonio netto contabile);
- $NAV = \text{Net Asset Value}$ (patrimonio espresso a valori di rimpiazzo);
- $D = \text{dividendi}$.

I moltiplicatori “*asset side*” pongono, invece, al numeratore la differenza tra il valore di mercato del patrimonio netto e l'indebitamento finanziario netto (debiti – liquidità) che, a sua volta, assume il nome di *Enterprise Value* (EV), mentre al denominatore viene inserita una delle seguenti variabili aziendali:

- a) $EBIT = \text{ricavi operativi} - \text{costi operativi}$;
- b) $EBITDA = MOL = (EBIT + \text{ammortamenti})$;
- c) $NOPAT = EBIT * (1-t)$ con $t = \text{aliquota fiscale}$;
- d) $UFCF = EBITDA - \text{investimenti di mantenimento}$;

Per *Enterprise Value* si considera la somma del valore del cento per cento dell'*equity* più il debito finanziario indicato come Posizione Finanziaria Netta:

$$EV = \text{valore } 100\% \text{ equity} + \text{PFN}$$

Il valore così ottenuto va rapportato al fatturato, all'EBITDA oppure all'EBIT per ottenere il

multiplo in questione. Ne consegue che lo “Shareholders Value” è dato da:

$$SV = \text{EBITDA (o altro indice)} \times \text{multiplo} - \text{PFN}$$

La posizione finanziaria netta viene sottratta quando è positiva (indebitamento finanziario netto) e aggiunta quando è negativa (disponibilità liquide e crediti finanziari maggiori dell’indebitamento finanziario).

7. IL METODO ADOTTATO

La scelta del metodo di valutazione che in concreto il perito deve effettuare è evidentemente correlata alle caratteristiche proprie tanto dell’impresa quanto del settore in cui essa opera. Inoltre, le stesse finalità sottese alla predisposizione della perizia possono indurre a prediligere un criterio piuttosto che un altro.

Nel presente caso la valutazione effettuata va condotta e assume rilevanza in riferimento a una prevista futura vendita dell’azienda in esercizio provvisorio, con procedura competitiva nell’ambito della procedura concorsuale in essere. La stima, di conseguenza, non potrà assumere come fine la determinazione del valore prudenzialmente attribuibile al complesso aziendale, come avviene nelle valutazioni previste dagli artt. 2343, 2343-bis e 2498 c.c., ma deve riflettere il presumibile valore di mercato di quest’ultimo, individuando un valore che possa costituire un riferimento in termini di congruità di prezzo, per uno scambio del bene oggetto di stima.

Per quanto concerne il metodo da utilizzare nel caso di specie, occorre far specifico riferimento alla situazione oggettiva dell’azienda, oggetto della valutazione trattandosi di una società fallita in esercizio provvisorio.

Nella scelta del metodo di valutazione lo Scrivente ha considerato che, trattandosi di un’azienda industriale, non si può prescindere totalmente dalla componente reddituale o

finanziaria. Al contempo, si rileva che i risultati storici dell'azienda sono alquanto discontinui e spesso negativi (pochi mesi negli ultimi esercizi sono stati positivi). Tale aspetto, come si avrà modo di approfondire nei prossimi paragrafi, è stato fortemente influenzato da situazioni soggettive, connesse al management ed alla pesante situazione di squilibrio finanziario di RDS (anche in termini di conseguente precarietà dei rapporti con i clienti). Tutto ciò, da un lato, rende più complesso determinare i flussi reddituali o finanziari da assumere nella valutazione, dall'altro impone di valorizzare solo parzialmente la componente derivante dalla gestione della società. In altri termini, appare quanto mai appropriata l'adozione di un metodo di carattere oggettivo che, accanto alla capacità di generare nuovi flussi, consideri adeguatamente la componente patrimoniale.

Tutto ciò premesso e ai fini della presente perizia, lo Scrivente intende procedere alla valutazione dell'Azienda attraverso il "metodo misto patrimoniale-reddituale" attuato attraverso la contrapposizione degli elementi attivi e passivi che la costituiscono e l'eventuale grado di complementarità che lega gli uni agli altri; si attribuirà analiticamente a essi un valore corrente che induca alla "misurazione" degli asset patrimoniali dell'azienda in esercizio provvisorio.

In particolare, preme evidenziare come RDS, pur caratterizzandosi quale società prettamente operativa, in cui la componente reddituale appare imprescindibile, presenti anche una significativa componente patrimoniale, rappresentata nello specifico da:

- (i) impianti, macchinari, attrezzature industriale, macchine elettriche ed elettroniche e mobili ed arredi;
- (ii) rimanenze di materie prime, semilavorati e prodotti finiti presenti a magazzino.

Il valore di tali beni è stato stimato, su incarico del Curatore del fallimento, da parte dell'Ing. Marco Battilana, il quale ha fornito allo Scrivente il proprio elaborato contenente la stima di beni mobili strumentali di proprietà (nonché dei beni in leasing) e delle giacenze di magazzino alla data del 28 novembre 2022, sia in ipotesi d'uso sia in ipotesi di realizzo.

Con specifico riferimento al Ramo d'Azienda, così come precedentemente definito, è evidente come lo stesso, soprattutto nell'ottica di acquisizione da parte di terzi, comprenderà tutte le componenti "profittevoli" del business, in grado cioè di portare, ai potenziali acquirenti, un significativo vantaggio economico e competitivo.

La situazione di difficoltà che ha caratterizzato la Società negli ultimi anni, costringendola al ricorso reiterato all'istituto del concordato preventivo in continuità poi sfociato nella sentenza di fallimento del 28 novembre 2022 e al conseguente esercizio provvisorio, ha indotto lo Scrivente ad analizzare e rivedere criticamente le prospettive economiche della Società per il futuro. Più specificamente, lo Scrivente sulla base di:

- il piano economico per il periodo 2022 – 2025 sviluppato dalla Società in sede di proposta concordataria;
- il prospetto economico-finanziario fino al 30 giugno 2023 predisposto dalla Società in esercizio provvisorio;

ha provveduto a stimare un reddito medio atteso per il periodo 2023 – 2025, da utilizzarsi quale base di riferimento per la stima del *goodwill/badwill*, secondo delle assunzioni che verranno più ampiamente illustrate nel prossimo paragrafo.

Alla luce di quanto sopra, si ritiene che, considerato lo stato di crisi in cui versa la Società e l'importante compendio mobiliare (beni strumentali e magazzino) di proprietà della stessa, il metodo migliore per la stima del valore del Ramo d'Azienda sia il misto reddituale-patrimoniale e, in particolare, quello della durata limitata dell'avviamento o dell'U.E.C. (Unione Europea degli Esperti Contabili Economici e Finanziari)

A. APPLICAZIONE DEL METODO DELL'U.E.C. A IMPRESE IN PERDITA

Per imprese in perdita, come è il caso di RDS, si intendono tutte le aziende che operano in un contesto di disequilibrio economico strutturale: situazione determinata da fattori durevoli che difficilmente possono essere modificati nel breve periodo e che, di

conseguenza, si distinguono dalle perdite derivanti da politiche fiscali o di bilancio.

Al riguardo, si è soliti distinguere tra aziende in crisi irreversibile – destinate cioè allo scioglimento a seguito di un appropriato processo di liquidazione – e imprese che, seppur caratterizzate da risultati economici negativi (spesso anche per diversi esercizi), possono ritornare competitive, grazie ad un opportuno processo di risanamento.

La valutazione di imprese in crisi “sanabile” si effettua, di norma, mediante il c.d. metodo del “*going concern value*”, nell’assunto che un’azienda, seppure in perdita (anche sistematica), ha un valore in quanto operativa sul mercato. Tale metodo, quindi, attribuisce un valore incrementale, determinato mediante criteri fondati sul concetto di costo-opportunità, da aggiungere al patrimonio netto dell’impresa.

La stima del capitale economico di un’impresa in disequilibrio deve tenere in considerazione sia la fase di crisi che l’azienda si trova a dover affrontare, sia la fase di vita in cui opera.

Tutto ciò premesso, la valutazione di società in perdita viene di norma effettuata con il metodo misto patrimoniale-reddituale nella versione del “metodo U.E.C.”, nell’ambito del quale, la formula algebrica da utilizzarsi, con orizzonte temporale limitato, sarà la seguente:

$$C.E. = P.N.R. + \textit{Badwill}$$

dove:

C.E. = Capitale Economico;

P.N.R. = Patrimonio Netto Rivalutato;

Badwill = avviamento negativo.

Quest’ultimo assume la connotazione di un generico fondo di rettifica del valore dell’investimento, quantificato a fronte di perdite specifiche e/o generiche (c.d. perdite di esercizio) sulla base di un orizzonte temporale estremamente limitato.

Pertanto, la formula algebrica che precede, potrà essere riscritta come segue:

$$C.E. = P.N.R. + (R-i_1 * P.N.R.) \text{an } \bar{i}_2$$

dove:

R = reddito medio normalizzato prospettico;

i_1 = saggio di redditività normale di settore;

i_2 = tasso di attualizzazione;

n = periodi di attualizzazione dei sovraredditi (sottoredditi);

$an\overline{i_2}$ = coefficiente di attualizzazione della rendita posticipata, limitata a n anni, di rata costante pari a $(R-i_1)*P.N.R.$.

Sotto il profilo prettamente operativo, riscontrabile nella prassi valutativa prevalente, risulta innanzitutto necessario privilegiare e configurare l'effettiva consistenza patrimoniale dell'azienda, al fine di esprimere il valore del complesso patrimoniale sulla base di criteri omogenei e che rilevano valori correnti riferiti alla stessa data. La valutazione della società in perdita avviene considerando da un lato il valore corrente del suo patrimonio e dall'altro, quale posta rettificativa, il *badwill*.

Molto spesso, a causa delle difficoltà riscontrabili nella configurazione del saggio normale di redditività del settore nonché dell'incertezza nella definizione del tasso di attualizzazione dei sottoredditi, si detraggono dal patrimonio netto rivalutato (PNR) le perdite attese, senza alcuna attualizzazione.

B. LA VALUTAZIONE DI RDS CON IL METODO U.E.C.

Il metodo U.E.C. è, fra i metodi misti, una delle metodologie applicative che trova maggiore consenso sia nella dottrina economico-aziendale sia nella prassi valutativa.

Nell'ambito di applicazione del metodo misto dell'U.E.C., il primo fondamentale passaggio ai fini valutativi riguarda la determinazione del patrimonio netto rivalutato (PNR). Quest'ultimo esprime 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 a quel tempo.

Considerando che la presente valutazione ha per oggetto il Ramo d'Azienda così come precedentemente definito, e cioè comprensivo, in via prevalente, di cespiti mobiliari e rimanenze di materie prime, semilavorati e prodotti finiti quali elementi dell'attivo, in considerazione altresì delle attività peritali effettuate dall'Ing. Marco Battilana, all'uopo incaricato dal curatore fallimentare, lo Scrivente ritiene opportuno, per la riespressione a valori correnti di tali voci attive, ricorrere alle stime effettuate dall'esperto indipendente. Nello specifico, quest'ultimo è stato incaricato per la redazione di una perizia di stima riguardante la valorizzazione sia nella condizione d'uso, sia di realizzo de:

- (i) i beni mobili strumentali di proprietà RDS;
- (ii) i beni mobili strumentali di proprietà di alcune società di leasing;
- (iii) le giacenze di magazzino alla data del 28 novembre 2022.

Nello specifico, le due differenti valorizzazioni possono essere così definite:

- stima al **valore d'uso**: riguarda la condizione corrispondente all'utilizzo delle medesime organizzazioni produttive e commerciali della società, che consentano in tal modo la loro completa valenza funzionale nel sito ove detti beni risultano in attualità ubicati;
- stima al **valore di realizzo** ossia nella condizione corrispondente alla dismissione dell'organizzazione della società, ed al conseguente "riciclaggio" e "riutilizzo" solamente parziale di impianti, macchine, attrezzature, arredi, ecc. impiegati in contesti riadattati di altre realtà produttive ed allestiti presso altre sedi. Tale valorizzazione corrisponde sostanzialmente anche al valore realizzabile nel caso di liquidazione della società e cessione dei beni attraverso procedura competitiva.

Ai fini della presente valutazione, data la situazione di esercizio provvisorio con prospettiva di cessione del Ramo d'Azienda ad un soggetto industriale terzo in grado di valorizzarlo, si riportano sinteticamente i valori di stima nella **valorizzazione d'uso** forniti dall'Ing. Marco Battilana:

➤ beni mobili strumentali di proprietà	Euro 1.632.828,00
➤ magazzino "Area Alluminio"	Euro 896.889,97
➤ magazzino "Area Officina"	Euro 83.514,50
➤ magazzino "Area Ottone e Zama"	Euro 6.568,59

per un valore complessivo pari a **Euro 2.619.801,06**.

A questo valore, dovrà sommarsi il valore di avviamento (positivo o negativo) determinato in base alla seguente formula:

$$Goodwill/Badwill = (R_{-1} * P.N.R.) \cdot n \cdot i_2$$

dove:

- **R** = reddito medio normalizzato prospettico. Nel caso in esame, come si è visto, i risultati storici sono stati spesso negativi, non allineati ai dati previsionali. Una maggiore analisi dei precedenti business plan e dei dati consuntivi evidenzia, tuttavia, che i piani aziendali non si basavano su assunzioni manifestamente irragionevoli. Piuttosto, il congiunto operare di effetti esogeni connessi alla difficoltà finanziaria dell'azienda (effetti, evidentemente, non totalmente compendati nei piani aziendali) e alla qualità del management, che non ha dato dimostrazione di elevate competenze, hanno fatto sì che la Società consuntivasse perdite rilevanti. Tali debolezze hanno condizionato, tra l'altro, lo stesso rapporto di fiducia dei clienti che, non potendo contare su un fornitore affidabile, hanno limitato gli acquisti, arrivando anche a ritirare parte degli stampi affidati a RDS per il timore che un eventuale fallimento potesse impedirne un utilizzo. Appare evidente, quindi, che ai fini della identificazione di un reddito medio prospettico, i dati dell'ultimo business plan della Società vadano adeguatamente rettificati, per considerare:

- (i) la necessità della riorganizzazione produttiva e commerciale che verrà effettuata dal potenziale acquirente e che potrà determinare una situazione non positiva per i primi mesi;

(ii) a seguire, indicativamente dal 2024, si potrebbero considerare i dati del piano industriale della società. Tuttavia, considerata l'esistenza di rilevanti incertezze e la mancanza di una serie storica di esercizi positivi che possa validare le assunzioni del piano, si devono adottare opportuni "pesi".

In sintesi, quindi, ai fini dell'identificazione di un congruo reddito medio:

- o per l'esercizio 2023¹ lo Scrivente ha ipotizzato un reddito negativo per Euro 111.500,00, sostanzialmente pari a quello che la Società prevede di realizzare fino a giugno 2023, assumendo che per effetto dell'intervenuta auspicata cessione, il Ramo d'Azienda, interamente gestito dal potenziale nuovo acquirente, possa chiudere il secondo semestre 2023 in sostanziale pareggio;
- o per gli esercizi 2024 e 2025 vengono ripresi i redditi stimati dalla Società nel prospetto economico predisposto in sede di predisposizione della proposta concordataria (poi non concretizzatasi e chiusasi con il fallimento) ossia Euro 414.913,00 per il 2024 ed Euro 644.046,00 per il 2025.

A tali valori reddituali, lo Scrivente, alla luce di quanto sopra indicato, per la determinazione del reddito medio prospettico, ha ritenuto opportuno attribuire un differente peso ai vari redditi prospettici, per riflettere una minor probabilità insita nei redditi previsti per gli esercizi 2024 e 2025, e precisamente:

- o il 50% al reddito previsto per l'esercizio 2023;
- o il 25% al reddito previsto per l'esercizio 2024;
- o il 25% al reddito previsto per l'esercizio 2025;

giungendo, per l'effetto, a determinare in **Euro 208.989,75** il reddito medio atteso per il periodo 2023 – 2025;

¹ Nel caso di specie, per esercizio 2023 si intende un arco temporale superiore ai canonici 12 mesi e precisamente dal 28 novembre 2022 (data della dichiarazione di fallimento e di inizio, di fatto, dell'esercizio provvisorio) e il 31 dicembre 2023.

- i_1 = saggio di redditività normale di settore pari all'**11,4%** che, nel caso di specie, è stato calcolato sulla base del *Capital Asset Pricing Model*², considerando l'attuale struttura dei tassi d'interesse di mercato e dello specifico settore di riferimento. Il modello in questione, nella sua formulazione di generale accettazione, è sintetizzato nella seguente formula:

$$k_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + \text{rischio specifico}$$

dove:

- R_f rappresenta il rendimento nominale di un portafoglio a rischio nullo. La prassi valutativa, in relazione alle oggettive difficoltà insite nella costruzione di un simile portafoglio, è solita fare riferimento al rendimento medio dei titoli di stato a medio/lungo termine. Nel caso di specie è stato considerato il rendimento lordo dei BTP a 3 anni come risultante dall'ultima asta del 12-13 gennaio 2023 indetta dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, cioè pari al **3,26%**;
- il coefficiente β rappresenta il parametro relativo al rischio "non eliminabile" (*systematic risk*). Esso è stato quantificato (in una configurazione *unlevered*) in misura pari a **1,24** attraverso l'elaborazione di dati desunti dal database del Prof A. Damodaran avuto riguardo al settore di riferimento «*Machinery*», cui possono essere ricondotte aziende competitor e/o similari a RDS;
- la componente riguardante il premio per il rischio di mercato ($R_m - R_f$) è stata desunta sulla base di un'apposita ricerca aggiornata effettuata da KPMG

² Tale modello si basa sulla seguente formula:

$$k_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

dove:

R_f = rendimento delle attività prive di rischio (solitamente i BTP decennali);

β = coefficiente *Beta*, misura del rischio sistemico (e non diversificabile) dell'impresa *i-esima*;

$(R_m - R_f)$ = premio per il rischio di mercato (*Equity Risk Premium - ERP*).

Corporate Finance NL, che al 31 dicembre 2022, stima un *Equity Market Risk Premium* pari al **5,75%**;

- il premio per il **rischio specifico** aggiuntivo dell'investimento nell'azienda oggetto di valutazione, riconducibile a fattori quali la liquidità dell'investimento e il peculiare contesto in cui la Società opera attualmente, è stata individuata in una maggiorazione pari al **1,0%**;

- **P.N.R.** = Patrimonio Netto Rivalutato, che come anticipato è assunto pari a **Euro 2.619.801,06**;
- i_2 = tasso di attualizzazione che, nel caso di specie, viene assunto pari al tasso *risk free* ossia al rendimento lordo dei BTP a 3 anni come risultante dall'ultima asta del 12-13 gennaio 2023 indetta dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, pari al **3,26%**;
- n = periodi di attualizzazione pari a **3** esercizi;
- $an \cdot i_2$ = coefficiente di attualizzazione della rendita posticipata, limitata a n anni, di rata costante pari a $(R - i_1) \cdot P.N.R.$, nel caso di specie pari a **2,8**.

Sulla base dei valori così considerati e applicando la formula summenzionata, risulta un valore di **avviamento negativo (*Badwill*) pari Euro 251.634,77**.

Pertanto, il **valore economico del Ramo d'Azienda di RDS** con l'applicazione del metodo misto del U.E.C. è:

$$W = 2.619.801,06 - 251.634,77 = 2.368.166,29$$

che viene qui arrotondato ad **Euro 2.360.000**.

8. CONCLUSIONI

Sulla base delle osservazioni e delle considerazioni sin qui formulate il **valore di stima del Ramo d'Azienda relativo a RDS**, così come precedentemente definito è, quindi, quantificabile in complessivi **Euro 2.360.000**.

Al riguardo preme precisare che tale valutazione risente del valore di stima del magazzino di materie prime, semilavorati e prodotti finiti con specifico riferimento alla data del 28 novembre 2022, pari a ca. Euro 990.000; magazzino che, tuttavia, in ipotesi di esercizio provvisorio, sarà (come di fatto è) oggetto di movimentazioni successive e, pertanto, dovrà essere successivamente quantificato, sulla base dei medesimi criteri valutativi, alla data di effettiva cessione del Ramo d'Azienda.

Inoltre, preme evidenziare come, relativamente ai beni detenuti dalla Società per effetto di contratti di leasing, lo Scrivente non ha, in questa sede, effettuato alcuna considerazione; tuttavia, qualora tali beni/contratti dovessero rientrare nel Ramo d'Azienda oggetto di cessione, dovranno necessariamente essere oggetto di autonoma valutazione, auspicabilmente sulla base del valore agli stessi attribuito dall'Ing. Marco Battilana, nonché dell'importo del debito residuo verso le differenti società di leasing finanziatrici.

Infine, con riferimento ai dipendenti di RDS in forza alla data di futura effettiva cessione che rientreranno perimetro dell'Azienda e, in particolare, ai debiti verso gli stessi per TFR, ratei ferie, permessi, etc., qualora questi ultimi fossero oggetto di accollo da parte del futuro acquirente, dovranno essere portati a diretta riduzione del prezzo di acquisto del Ramo d'Azienda oggetto di cessione.

* * *

Padova, 25 gennaio 2023

