

### La valutazione del compendio aziendale e la stima del canone di affitto in un concordato preventivo: il caso Plastbag Industriale

di Massimo Buongiorno\* e Marco Capra\*\*

*Il presente lavoro illustra un incarico svolto nell'interesse di un concordato preventivo di una società industriale operante nel settore dei materiali plastici. Preliminarmente alla presentazione del ricorso, la società concede in affitto l'azienda ad una Newco posseduta dai manager dell'azienda stessa. In tale situazione, la Procedura richiede ad un esperto la valutazione della congruità dei canoni di locazione e del prezzo contenuto nell'opzione di acquisto. L'articolo descrive la metodologia adottata dall'esperto per esprimere i pareri di congruità, evidenziando le ipotesi sottostanti, le fonti dei dati utilizzati e le scelte operative compiute per pervenire al risultato finale.*

#### Il contesto aziendale e l'incarico conferito

Plastbag Industriale Srl<sup>71</sup> era una società operante nel settore della produzione e commercializzazione di materiali plastici e dei relativi macchinari. Il *business* maggiore era riconducibile agli *shopper* ed ai *film* per imballi ad uso industriale. Costituita negli anni '80, la società apparteneva ad un piccolo gruppo, che comprendeva altre entità operanti nello stesso settore, con a capo una *holding*.

Dopo avere conosciuto un lungo periodo di crescita e di buona redditività, coincidente con lo sviluppo della GDO in Italia, il principale mercato di sbocco di Plastbag Industriale, l'azienda raggiungeva alla fine del primo decennio del 2000 ricavi per circa € 20 milioni, con circa 100 dipendenti (a livello di gruppo i numeri si raddoppiavano). A fronte dei positivi riscontri di mercato, la società presentava perdite sia a livello di utile netto sia di reddito operativo, perdite via via crescenti nel secondo lustro del 2000 (fino a ca. € 3 milioni).

#### ⇒ I "perché" della crisi

L'azienda ha sicuramente risentito della crisi iniziata nel 2008 per mezzo di una forte riduzione degli ordini dalle aziende clienti di *film* plastici; tuttavia la maggior parte dei ricavi proveniva dalle borse in plastica, il cui *trend* già a partire dagli ultimi anni Novanta non mostrava la crescita degli anni precedenti, fino a stabilizzarsi alla metà del Duemila. Inoltre, i clienti, in prevalenza la GDO, erano molto sensibili al livello qualitativo del prodotto, richiedendo quindi al fornitore un continuo miglioramento sia dei materiali sia del processo senza però riconoscere un adeguato riallineamento dei prezzi.

Per rimanere sul suo mercato principale, Plastbag Industriale si trovava, dunque, costretta ad accettare una progressiva contrazione dei margini che si ampliava ulteriormente a seguito dell'incremento dei prezzi e soprattutto della volatilità dei costi delle materie prime a partire dal 2005-06. Il miglioramento dei processi ha richiesto anche ingenti investimenti nei macchinari.

L'esplosione della crisi nel 2008, che ha colpito tutto il gruppo, poneva la proprietà in una situazione di grande difficoltà, poiché una ristrutturazione delle attività, pure ipotizzata in un piano industriale, richiedeva risorse economiche non disponibili.

L'avvio, la gestione ed il successivo fallimento di trattative con un potenziale acquirente del gruppo, hanno portato ad un'ulteriore perdita di tempo, che in assenza di prospettive di incremento degli ordini ha indotto la società a presentare nel 2009 ricorso per la procedura di concordato preventivo.

Nel mentre, a fine 2008 la società aveva affittato l'azienda ad una Newco, costituita dal *management* di Plastbag Industriale, per una durata di quattro anni con un canone di € 0,5 milioni all'anno e successiva opzione di acquisto al prezzo prefissato di € 3 milioni, prezzo dal quale avrebbe dovuto essere detratto l'importo dei canoni pagati in precedenza.

---

\* Docente di Finanza Aziendale, Università Bocconi, Milano e Università Cà Foscari, Venezia

\*\* Dottore Commercialista e Revisore legale - Partner CDR & Associati

<sup>71</sup> Per esigenze di riservatezza il nome della società è stato sostituito con uno di fantasia.

Il Giudice Delegato, su proposta del Commissario Giudiziale, si è determinato a nominare un esperto (stimatore) per accertare la congruità o meno sia dei canoni d'affitto sia del prezzo di vendita dell'azienda. Il presente lavoro descrive le modalità attraverso le quali gli autori, in qualità di esperti, hanno svolto l'incarico, evidenziando le maggiori criticità metodologiche incontrate e riassumendo i risultati ottenuti.

### **L'analisi dell'incarico e le fasi di svolgimento**

La stipula del contratto d'affitto prima della domanda di concordato ha posto la Procedura nella condizione di accettare il contratto e le sue clausole (con i dubbi sulla terzietà degli affittuari rispetto al concedente), oppure di impugnarlo, con importanti interrogativi di continuità aziendale e ponendosi in ottica liquidatoria. In tale contesto, come detto, il Commissario Giudiziale ha ritenuto opportuno avvalersi del parere di un esperto che potesse aiutarlo ad indirizzarsi nella direzione più opportuna. Il compito degli scriventi è stato, pertanto, di esprimere un parere di congruità in merito a due quesiti distinti:

1. se l'importo del canone annuale fosse almeno pari al rendimento economico che Plastbag Industriale avrebbe ritratto dal compendio in affitto ove ne avesse mantenuto la gestione;
2. se il prezzo di vendita futuro del compendio fosse almeno pari al valore economico dell'azienda.

Nel caso di valutazione di aziende all'interno di procedure concorsuali, il primo aspetto da considerare è il presupposto di continuità aziendale, in assenza del quale l'attribuzione di un valore è un esercizio puramente teorico.

#### ⇒ Il presupposto di continuità aziendale

Nel caso che qui occupa, come spesso accade, l'oggetto della stima non era una società, bensì il compendio aziendale concesso in affitto: relativamente a tale compendio era da verificarsi il presupposto di continuità aziendale o meglio il sussistere delle condizioni di economicità.

Era, peraltro, evidente che l'attività che l'affittuaria svolgeva era, in tutto e per tutto, analoga a quella di Plastbag Industriale, della quale utilizzava i marchi, la struttura distributiva, gli impianti di produzione, la maggior parte del personale e così via. Ciò implicava che la verifica della continuità aziendale poteva attuarsi prendendo a riferimento i dati economici di Plastbag Industriale, operate le opportune modifiche.

#### ⇒ La funzione del valore

La verifica del presupposto della continuità aziendale guida la scelta successiva della funzione del valore. Ove tale presupposto è soddisfatto, si è di fronte ad una realtà aziendale in funzionamento e sono teoricamente applicabili tutte le funzioni del valore descritte dalla dottrina quali:

- i criteri basati sui flussi di risultati (di reddito o di cassa) che si fondano sull'ipotesi che il valore di un'azienda sia pari al valore attuale dei benefici futuri ottenibili dal suo utilizzo;
- i criteri patrimoniali che si fondano sulla determinazione del valore di mercato delle attività aziendali. Il criterio patrimoniale semplice considera le sole attività di bilancio, quello complesso include anche le attività intangibili di cui l'azienda dispone, pur non figurando nel bilancio, e l'avviamento;
- i criteri fondati sul confronto con i dati di mercato (cosiddetti metodi dei multipli).

Se, al contrario, il presupposto della continuità aziendale non è soddisfatto, si rende necessaria la determinazione del valore di liquidazione, ovvero la somma del prezzo di cessione per stralcio di tutti i beni che compongono il patrimonio aziendale.

Nel presente contesto, in ipotesi di continuità aziendale, gli esperti hanno ritenuto che la funzione del valore maggiormente appropriata fosse di tipo patrimoniale con evidenziazione dell'avviamento determinato sulla base delle ipotesi future di sviluppo dell'azienda; ciò per le seguenti ragioni:

- l'informazione patrimoniale era necessaria, in quanto le attività e passività oggetto di affitto erano state determinate in modo analitico; il che richiedeva la determinazione del valore corrente per ciascuna di esse;
- l'attribuzione di un valore alle singole attività consentiva di evidenziare meglio il costo-opportunità, ovvero a quanta liquidità la Procedura rinunciava scegliendo di continuare l'affitto;

- l'evidenziazione dell'avviamento come valore autonomo permetteva di esprimere un giudizio in merito all'opportunità di "salvare il compendio". Infatti se tale valore fosse risultato molto basso o negativo, gli sforzi per "mantenere in vita" l'azienda non sarebbero stati giustificati;
- il contratto di affitto richiamava esplicitamente tra le attività oggetto del compendio l'avviamento;
- l'esistenza del contratto d'affitto con opzione di acquisto costituiva presupposto e fondamento della domanda di concordato<sup>72</sup>.

La metodologia di applicazione della funzione del valore è stata sviluppata attraverso i seguenti passaggi:

1. costruzione del Conto economico e dello Stato patrimoniale previsionali per il periodo 2009-2012 ai fini della verifica del presupposto della continuità aziendale;
2. stima del valore patrimoniale semplice del compendio<sup>73</sup> ottenuto per somma algebrica del valore corrente, appositamente determinato di ciascuna attività e passività oggetto di affitto;
3. stima dell'avviamento misurato come valore attuale del sovrareddito imputabile al compendio nel periodo 2009-2012 (il sovrareddito è pari alla differenza tra il reddito operativo e il rendimento normale del capitale investito).

Per quanto attiene al giudizio di congruità dei canoni, va evidenziato che nel contratto di affitto d'azienda la determinazione del canone viene a rappresentare una componente essenziale, poiché costituisce, da un lato, l'obbligazione principale dell'Affittuaria, dall'altro, la remunerazione del Concedente.

Ne risulta quindi la necessità di determinare il valore teorico del canone stesso che viene a costituire il riferimento primario della negoziazione tra le parti.

L'affitto dell'azienda comporta un mancato rendimento economico per il proprietario e quindi richiede che il canone lo compensi adeguatamente. Diviene centrale determinare il rendimento normale del compendio facendo ricorso alla teoria economico-finanziaria ed in particolare al *Capital Assets Pricing Model (CAPM)* che è generalmente accettato sia dalla dottrina che dalla prassi quale il modello più accurato di stima del rendimento di un'attività finanziaria o reale quale un compendio concesso in affitto. Dal punto di vista metodologico, si tratta di:

1. definire il valore del compendio oggetto di affitto;
2. stimare il rendimento normale del compendio;
3. calcolare il canone come prodotto dei due fattori precedenti.

Vediamo schematicamente le fasi del lavoro svolto.



<sup>72</sup> Analogo problema si pone ogni qualvolta il concordato riguarda aziende che esprimono valori di funzionamento. A ciò aggiungasi che, nella prassi, il ricorso è supportato da relazioni di stima – nel caso in esame non presenti, anche e proprio perché il compendio era stato affittato – confezionate nell'interesse dell'imprenditore ricorrente, relazioni che, di regola, vengono "controllate" da esperti designati dagli Organi della Procedura. In tal caso, può aprirsi un conflitto tra perizie (*rectius*: tra periti) *ante* e *post* concordato, con le immaginabili conseguenze.

<sup>73</sup> La determinazione del perimetro del compendio costituisce uno degli aspetti più delicati nella cessione dell'azienda di impresa in concordato (in linea di principio, il compendio sarà costituito solo da poste attive, per quanto non sia insolito considerare i debiti di lavoro e quelli gestionali in pendenza di Procedura).

### La verifica delle condizioni di economicità

Poiché gli esperti non disponevano del piano industriale né di altro documento o dato previsionale dell'affittuaria, si è reso necessario ricostruire il Conto economico e lo Stato patrimoniale preventivi del compendio, sulla base di ipotesi definite facendo riferimento ai dati di bilancio degli ultimi tre anni di Plastbag Industriale quale base di partenza, poiché l'attività e l'organizzazione aziendale non si modificava in modo sostanziale.

Il tasso di crescita dei ricavi è stato ottenuto sulla base delle più recenti previsioni degli analisti per un campione di società che svolgevano attività simile a Plastbag Industriale<sup>74</sup>, che indicava -9% per il 2009 e +2% per gli anni successivi. Le stime elaborate sono state poi validate dal confronto con il *management* dell'affittuaria.

La stima della struttura dei costi è stata elaborata in ipotesi di stabilità rispetto al passato, assumendo un risparmio di costo per il personale conseguente alla riduzione dell'organico. Le imposte sono state calcolate utilizzando le aliquote legali al momento vigenti.

Ipotesi analoghe hanno riguardato la dinamica del capitale circolante, per la stima del quale si sono mantenuti i tempi medi di incasso e pagamento in giorni che risultavano dai bilanci di Plastbag Industriale.

È stata considerata, infine, la necessità di effettuare investimenti di rinnovo e sostituzione per mantenere il corrente livello di competitività sui mercati; allo scopo si è ipotizzata una relazione fissa tra ricavi e capitale immobilizzato, in modo da commisurare l'entità degli investimenti anche all'andamento del ciclo produttivo. La tabella seguente riporta i risultati ottenuti, che non includono il canone d'affitto per esprimere un giudizio che prescinde dalle pattuizioni contrattuali<sup>75</sup>.

### Conto Economico previsionale dell'affittuaria

EURO/milioni	2008	2009	2010	2011	2012
Ricavi delle vendite e della produzione	20,2	18,4	18,9	19,2	19,6
+ Altri ricavi e proventi	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3
± Variazione rimanenze	(1,6)	0,6			
- Acquisti per materie prime, di consumo e merci	(12,5)	(11,4)	(11,5)	(11,6)	(11,9)
- Costi per servizi	(2,4)	(2,6)	(2,8)	(2,8)	(2,9)
- Costi per godimento beni di terzi	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)
- Oneri diversi di gestione					
- Costo del personale	(3,1)	(2,8)	(2,8)	(2,8)	(2,8)
<b>= Margine operativo lordo</b>	<b>0,9</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>
- Ammortamenti immateriali					
- Ammortamenti materiali	(0,6)	(0,7)	(0,8)	(1,0)	(1,1)
- Svalutazione dei crediti					
- Accantonamento al fondo TFR	(0,3)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)
- Svalutazione delle attività immobilizzate	(2,2)				
<b>= Reddito operativo</b>	<b>(2,2)</b>	<b>1,2</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>
- Imposte sul reddito operativo	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)
<b>= Reddito operativo netto</b>	<b>(2,4)</b>	<b>1,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>

<sup>74</sup> I dati sono stati tratti da Bloomberg.

<sup>75</sup> Sono invece inclusi gli affitti dell'immobile di proprietà della concedente, ma dopo aver verificato un sostanziale allineamento con i valori correnti di mercato.

### Stato patrimoniale previsionale dell'affittuaria

EURO/milioni	2008	2009	2010	2011	2012
+ Crediti verso clienti	6,2	7,4	7,5	7,7	7,8
+ Crediti verso altri	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
+ Rimanenze	1,5	2,1	2,2	2,2	2,2
- Debiti di fornitura	(4,8)	(4,4)	(4,4)	(4,5)	(4,5)
- Debiti verso enti previdenziali					
- Altri debiti	(0,3)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)
= <i>Capitale circolante netto operativo</i>	3,1	5,5	5,7	5,8	5,9
- Fondo TFR	(0,8)	(0,9)	(1,1)	(1,2)	(1,3)
+ Immobilizzazioni immateriali nette					
+ Immobilizzazioni materiali nette	3,9	4,2	5,2	6,1	7,1
+ Immobilizzazioni finanziarie nette	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
= <i>Capitale immobilizzato netto</i>	4,0	4,3	5,3	6,2	7,2
= <i>Capitale investito netto</i>	6,3	8,9	9,9	10,8	11,8

Sulla base dei risultati presentati si può mostrare che il compendio era in grado di produrre un risultato operativo al netto delle imposte sempre positivo pur se decrescente. Ne è risultato, quindi, un giudizio positivo in merito alla continuità aziendale, pur se soggetto a due limitazioni:

1. l'inclusione del canone di affitto d'azienda pari a € 0,5 milioni annui portava ad una significativa riduzione dei margini;
2. l'affittuaria non pareva in grado di sopportare i costi derivanti dall'assunzione di debito finanziario.

Gli scriventi esperti, quindi, hanno concluso che le condizioni di economicità esistevano solamente se il ricorso all'indebitamento fosse stato molto contenuto nel periodo dal 2009 al 2012 ovvero se l'affittuaria si fosse finanziata con capitale proprio. Il tema, seppur non centrale per i fini dell'analisi, assumeva rilievo quanto alla capacità dell'affittuaria di soddisfare, in futuro, le proprie obbligazioni (e, quindi, di corrispondere i corrispettivi).

### **La stima del valore del compendio**

La metodologia prescelta di valutazione si fonda su un metodo patrimoniale con inclusione dell'avviamento che esprime il valore complessivo di tutte le attività o risorse di cui il compendio dispone ma non rappresentate in bilancio. Il primo passaggio, quindi, è consistito nella stima del valore di mercato di tutte le attività e passività di bilancio.

La tabella nella pagina successiva riassume il lavoro svolto. La prima colonna di numeri della tabella riporta i valori di bilancio al 31 dicembre 2008 per tutte le voci inerenti l'azienda. Tuttavia il contratto di affitto prevedeva che solamente alcune poste "passassero" all'affittuaria, definendo quindi un compendio differente. I valori riportati nella seconda colonna con segno inverso a quello di bilancio sono da intendersi come rettifiche per esclusione dal compendio. La terza colonna riporta la differenza tra le prime due, tale per cui la somma di tutti i valori rappresenta il valore di bilancio del compendio pari a € 2,7 milioni. La quarta colonna contiene invece le rettifiche derivanti dall'allineamento al valore di mercato dei valori di bilancio. Riportiamo di seguito le analisi svolte per le voci più critiche

- *immobilizzazioni immateriali*: il bilancio al 31 dicembre 2008 della Società riportava un valore delle immobilizzazioni immateriali ridotto a zero, a seguito di un'integrale svalutazione. Tuttavia, dal contratto di affitto risultavano di proprietà della Società ed oggetto di affitto alcuni marchi ed un brevetto, con i quali la Società operava sul mercato. Poiché i marchi non sono parsi trasferibili sul mercato a prescindere dal compendio aziendale e vista la natura del settore di appartenenza della

Società, non si è ritenuto di attribuire a tali marchi un valore superiore a quello dei minimi costi di ricostituzione di tipo amministrativo (costi di registrazione, consulenze, ecc.);

- *immobilizzazioni materiali*: sulla base delle pattuizioni contenute nel contratto di affitto, i terreni ed i fabbricati di proprietà di Plastbag Industriale non sono stati inclusi nel compendio, che invece comprendeva gli Impianti e macchinari, le attrezzature e gli altri beni. Ai fini della determinazione del valore corrente degli impianti, è stata richiesta una valutazione ad un tecnico, che ha espresso una stima complessiva pari a circa € 3,8 milioni; il che implicava una rettifica positiva per circa € 1,1 milioni. Il valore di mercato delle attrezzature e degli altri beni è stato assunto pari al valore di bilancio;
- *Rimanenze*: similmente al caso degli Impianti e macchinari è stata richiesta una perizia di stima da cui è risultato che il valore corrente delle rimanenze in essere al 31 dicembre 2008 era pari a € 1,5 milioni, con una esigua differenza rispetto al valore di bilancio.

Le altre passività non sono state considerate, poiché non oggetto di affitto e nemmeno rilevanti stante la Procedura di concordato preventivo. Si è assunto che la tassazione delle plusvalenze latenti fosse pari a zero, in considerazione delle possibilità di compensazioni con minusvalenze in capo alla Procedura. Tale ipotesi, consueta in questo tipo di valutazioni, è risultata effettivamente confortata dalle analisi a posteriori.

### Stima del valore di mercato delle attività e passività di bilancio del compendio (per la concedente)

EURO/milioni	2008				
	Bilancio civilistico	Rettifica per esclusione dal compendio	Compendio oggetto d'affitto	Rettifica per riallineamento a valori correnti	Valore corrente
Disponibilità liquide	0	0	0	0	0
+ Crediti verso clienti	6,2	(6,2)	0	0	0
+ Crediti verso società del gruppo	0	0	0	0	0
+ Crediti tributari	0	0	0	0	0
+ Crediti verso altri	0,5	(0,5)	0	0	0
+ Rimanenze	1,4	0	1,4	0,1	1,5
+ Ratei e risconti attivi	0	0	0	0	0
- Debiti di fornitura	(4,7)	4,3	(0,4)	0	(0,4)
- Acconti clienti	(0,5)	0,5	0	0	0
- Debiti verso controllanti	(2,2)	2,2	0	0	0
- Debiti tributari	(0,2)	0,2	0	0	0
- Debiti verso enti previdenziali	(0,1)	0,1	0	0	0
- Altri debiti	(0,3)	0,2	(0,1)	0	(0,1)
- Ratei e risconti passivi	0	0	0	0	0
<b>= Capitale circolante netto operativo</b>	<b>0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,1</b>	<b>1,0</b>
- Fondo tfr	(1,0)	0,2	(0,8)	0	(0,8)
- Altri fondi	(0,1)	0,1	0	0	0
+ Immobilizzazioni immateriali nette	0	0	0	0	0
+ Immobilizzazioni materiali nette	3,9	(1,3)	2,6	1,2	3,8
+ Immobilizzazioni finanziarie	0,1	(0,1)	0	0	0
<b>= Capitale immobilizzato netto</b>	<b>4,0</b>	<b>(1,4)</b>	<b>2,6</b>	<b>1,2</b>	<b>3,8</b>
<b>= Capitale investito netto</b>	<b>3,0</b>	<b>(0,3)</b>	<b>2,7</b>	<b>1,2</b>	<b>4,0</b>

Il valore economico del capitale investito netto risultava pertanto pari a € 4 milioni.

Ai fini della stima dell'avviamento si sono utilizzati i dati previsionali presentati in precedenza.

L'orizzonte di valutazione è stato assunto per un periodo pari a quattro anni, per ciascuno dei quali è stato calcolato il sovrareddito pari alla differenza tra il reddito operativo previsto ed il reddito normale del capitale investito, quest'ultimo pari al prodotto tra lo stesso capitale investito e il tasso di rendimento atteso, dato il livello di rischio.

Per stimare il tasso di rendimento atteso è stato utilizzato il CAPM, che definisce il tasso richiesto come la somma di due componenti: il tasso privo di rischio ed il premio al rischio, pari al prodotto del premio al rischio del mercato azionario moltiplicato per un coefficiente beta, che esprime la volatilità dei rendimenti dell'azienda il cui rendimento atteso vuole essere stimato rispetto all'indice di mercato.

Nel caso in esame, i parametri utilizzati sono stati i seguenti:

- il tasso privo di rischio è stato stimato utilizzando la curva dei rendimenti dei titoli di stato *zero coupon* per ogni scadenza;
- il premio al rischio di mercato è stato fissato al 4,3%<sup>76</sup>;
- il coefficiente beta è pari a 0,85 come risulta dall'analisi effettuata su un campione di società comparabili<sup>77</sup>.

Il sovrareddito annuale è stato poi attualizzato ad un tasso uguale al rendimento atteso del capitale investito. Il processo di stima è riportato nella tabella seguente.

### Stima del valore dell'avviamento

		2009	2010	2011	2012
(A)	Reddito operativo netto	1,1 mln	0,6 mln	0,6 mln	0,5 mln
(B)	Rendimento atteso del capitale investito <sup>78</sup>	5,31%	6,07%	7,01%	7,45%
(C)	Capitale investito netto rettificato	8,9 mln	9,9 mln	10,8 mln	11,8 mln
(A-B*C)	Sovrareddito	0,6 mln	0,0 mln	(0,1 mln)	(0,3 mln)
	Valore attuale del sovrareddito	0,5 mln	0,0 mln	(0,1 mln)	(0,2 mln)
	<b>Valore dell'avviamento</b>	<b>0,2 mln</b>			

Il valore dell'avviamento è risultato pari a € 0,2 milioni, generato nei primi due anni, mentre nei due successivi il sovrareddito diveniva negativo.

Tale effetto era prevalentemente dovuto alle ipotesi effettuate in merito agli investimenti in immobilizzazioni materiali.

L'avviamento era quindi molto contenuto, sollevando non poche perplessità in merito all'opportunità di sostenere un compendio aziendale ormai "esausto".

Va considerato, infatti, che un sovrareddito negativo indica l'incapacità del compendio di generare un ritorno almeno pari al rendimento che il mercato attende da quelle attività: mantenere in vita l'azienda vuole dire allocare le risorse in modo non ottimale, poiché si sottraggono ad altre iniziative in corso o potenziali in grado di generare maggior valore.

Si concludeva in questo modo il lavoro di stima del valore del compendio, che risultava pari a € 4,2 milioni dopo avere sommato il valore dell'avviamento.

Il giudizio che emergeva era di *non congruità* rispetto al prezzo di acquisto stabilito nel contratto di affitto, prezzo fissato a € 3 milioni.

### La stima del valore teorico del canone

Il valore del canone di affitto è stato stimato, in linea con le indicazioni metodologiche precedentemente fornite, calcolando il reddito teorico al quale la Società rinunciava concedendo in affitto le sue attività produttive e commerciali. Tale reddito viene calcolato moltiplicando il valore del compendio per un tasso di rendimento ritenuto equo in ragione del profilo di rischio dell'attività svolta dal compendio.

Le grandezze rilevanti sono già state tutte determinate, per cui si può presentare direttamente la tabella successiva, che riassume i risultati ottenuti.

<sup>76</sup> Tale dato è pari alla media geometrica dello spread tra rendimento dell'indice di mercato e tasso free risk per l'Italia nel periodo 1900-2005 [Fonte: Dimson, Staunton e Marsh, 2006].

<sup>77</sup> I dati sono stati tratti da Bloomberg.

<sup>78</sup> Il rendimento è crescente nel tempo perché il tasso *free risk* non è costante ma riflette la curva per scadenza che è solitamente crescente per scadenze più protratte nel tempo.

### Stima del valore teorico dei canoni

	2009	2010	2011	2012
(A) Valore del compendio		4,2 mln		
(B) Rendimento atteso dal compendio	5,31%	6,07%	7,01%	7,45%
<b>(A*B) Valore teorico dei canoni</b>	<b>0,2 mln</b>	<b>0,2 mln</b>	<b>0,3 mln</b>	<b>0,3 mln</b>

Il valore di riferimento è il valore economico del compendio (e non ad esempio il valore contabile) poiché è a quello che la Procedura rinunciava affittando (ovvero non impugnando il contratto) il compendio invece di cederlo, mentre il rendimento atteso misurava il rendimento che la Procedura razionalmente si poteva aspettare da una gestione diretta<sup>79</sup>. Il confronto tra i risultati ottenuti e il canone annuo di € 0,5 milioni portava a ritenere che il valore dei canoni fosse congruo.

### **Sintesi conclusiva**

Il lavoro svolto portava quindi a formulare un giudizio diverso per i due pareri di congruità: risultava congruo l'importo dei canoni, ma non lo era il prezzo finale di cessione.

È bene aggiungere due considerazioni per migliorare la chiarezza dei contorni della questione.

Il prezzo di cessione avrebbe "scontato" l'importo dei canoni precedentemente pagati, sicché € 3 milioni veniva ad essere l'introito complessivo per la Procedura, quando le analisi mostravano che sarebbe stato congruo un importo totale di circa € 5 milioni.

Il contratto di affitto d'azienda si accompagnava alla locazione dell'immobile strumentale di proprietà di Plastbag Industriale, immobile che generava in media ulteriori € 0,25 milioni all'anno di canoni attivi per la Procedura. Se è vero che nella valutazione dell'affitto d'azienda tale considerazione non dovrebbe entrare, poiché da un lato l'affittuaria avrebbe potuto locare un altro immobile e dall'altro la concedente avrebbe potuto rivolgersi al mercato delle locazioni industriali, nella realtà dei fatti lo svolgimento dell'attività non sarebbe stata possibile in altra sede (a meno di sopportare costi altissimi di trasferimento). Ne deriva che la locazione dell'immobile dovrebbe essere inclusa nei benefici dell'affitto pur se tale inclusione non modifica i termini di confronto.

Le considerazioni qui esposte, opportunamente documentate in perizia, trovarono puntuale rappresentazione nella relazione del Commissario Giudiziale, che sollevò numerose considerazioni critiche sull'operazione e si attivò per rivedere i termini del contratto in modo più favorevole alla procedura.

---

<sup>79</sup> Una frequente obiezione a questa metodologia consiste nell'adozione di un tasso privo di rischio in luogo di tasso comprensivo di un premio al rischio d'impresa, misurato in questo caso attraverso il CAPM. Tale scelta sarebbe scorretta per due motivi: primo, il concedente rinuncia a gestire un'attività d'impresa e non un portafoglio di titoli di stato e secondo, il concedente continua comunque a sopportare un rischio di *default* per il compendio concesso in locazione.