

PARERE SULLA CONGRUITÀ DEL CANONE
CONCESSORIO PER LA GESTIONE DELLA ISTITUENDA
FARMACIA COMUNALE DI ESPERIA E RELATIVE LINEE
GUIDA SUL PIANO ECONOMICO

PROF. DOTT. DOMENICO CELENZA
ASSOCIATO DI ECONOMIA AZIENDALE
NELL'UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI CASSINO
E DEL LAZIO MERIDIONALE
DOTTORE COMMERCIALISTA
REVISORE CONTABILE

INDICE

1. OGGETTO DELL'INCARICO E DOCUMENTAZIONE ESAMINATA	3
3.1. LA DELIBERA N. 27 DEL 6.7.2023 DEL COMUNE DI ESPERIA	4
3.2. I DATI IDENTIFICATIVI DELLA FARMACIA COMUNALE	6
4. LE METODOLOGIE DI STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO DELLE AZIENDE	7
4.1 LA NOZIONE DI CAPITALE ECONOMICO	7
4.2. I METODI DI VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO	8
4.2.1. <i>Premessa</i>	8
4.2.2. <i>I metodi diretti</i>	9
4.2.3. <i>I metodi indiretti</i>	13
5. LA METODOLOGIA APPLICATA PER LA VERIFICA DELLA CONGRUITÀ DEL CANONE DI AFFITTO	31
5.1 LA DETERMINAZIONE DEL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE	38
6. LA STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO DELLA FARMACIA DI MONTICELLI DI ESPERIA	42
6.1. LA METODOLOGIA VALUTATIVA UTILIZZATA	42
6.2 I METODI FONDATI SU GRANDEZZE FLUSSO	43
6.3 LA STIMA DEL CANONE CONGRUO	48
7. CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE E LINEE GUIDA DEL PIANO ECONOMICO	49

1. OGGETTO DELL'INCARICO E DOCUMENTAZIONE ESAMINATA

È stato conferito allo scrivente Prof. Dott. Domenico Celenza, Associato di Economia Aziendale presso l'Università degli Studi di Cassino e del Lazio Meridionale, Dottore Commercialista e Revisore Contabile, dal Sindaco del Comune di Esperia (FR), l'incarico di procedere alla redazione di una *fairness opinion* sulla congruità del canone concessorio contemplato nella delibera del Consiglio Comunale del 6.7.23 n°27 per la gestione della farmacia di proprietà del Comune di Esperia e procedere alla individuazione delle linee guida per la redazione del relativo piano economico . Allo scopo di adempiere all'incarico in questione, lo scrivente ha esaminato la documentazione elencata di seguito:

- Delibera del Consiglio Comunale di Esperia n°27 del 6.7.23 e relativi allegati

Nel prosieguo, si procederà ai seguenti adempimenti:

- Presentazione della proposta di delibera del Comune di Esperia;
- Richiamo metodologico sulla determinazione del valore del capitale economico della Farmacia e del congruo canone concessorio;
- Stima del valore economico della farmacia e del congruo canone concessorio;

2. Considerazioni conclusive e linee guida per la formulazione del piano economico e finanziario

3. L'ISTITUZIONE DELLA FARMACIA COMUNALE E LA PROPOSTA DI DELIBERA PER LA GESTIONE IN CONCESSIONE

3.1. LA DELIBERA N. 27 DEL 6.7.2023 DEL COMUNE DI ESPERIA

Con delibera n. 27 del 06.07.2023, il Consiglio Comunale di Esperia, con l'intento di garantire ritorni economici per l'Ente, a seguito dell'esercizio del diritto di prelazione in capo all'Ente, ha deliberato quanto segue:

- Di individuare nella concessione il modello gestionale per l'esercizio della Farmacia Comunale Monticelli, sita nella Frazione di Monticelli di Esperia ai sensi del Codice dei Contratti Pubblici di cui al D.Lgs 36.2023 e s.m.i.;
- Di conferire mandato di eseguire detta delibera al Responsabile del Servizio individuando le seguenti linee di indirizzo:
- Durata della concessione a 20 anni al massimo;
- Canone concessorio suddiviso in una parte fissa pari al massimo all'8% del fatturato annuo previsto e una parte variabile commisurata al massimo al 3% della parte eccedente il fatturato posto a base di gara;
- Apertura del servizio dal lunedì al sabato;
- Onere di fitto del locale e delle utenze e dell'indennità di avviamento di cui all'art.110 TULS a carico del concessionario

L'obiettivo dell'amministrazione comunale è quello di offrire un servizio ai cittadini garantendo, al contempo, entrate per l'Ente e di cogliere l'opportunità di far crescere il patrimonio pubblico comunale.

Appare subito evidente la volontà dell'Ente per cui, tramite lo strumento della concessione, il Comune manterrebbe la titolarità della farmacia (acquisita tramite il diritto alla prelazione ex artt. 9 e 10 della Legge 475/68) imponendo altresì tramite il contratto di servizio da predisporre in allegato al bando di gara specifici obblighi al concessionario così controllando il concreto svolgimento del servizio nell'interesse pubblico.

È opinione consolidata ormai, anche in giurisprudenza amministrativa e contabile, oltre che in dottrina, quella secondo cui il Comune nel caso in cui non intenda utilizzare per la gestione di una farmacia comunale i sistemi di gestione diretta dettati dall'art. 9 della Legge 475/68 possa utilizzare modalità diverse di gestione anche non dirette purché l'esercizio della farmacia avvenga nel rispetto delle regole e dei vincoli imposti all'esercente a tutela dell'interesse pubblico.

La delibera in oggetto, prendendo in considerazione anche provvedimenti analoghi di altri Comuni, riteneva conforme all'interesse del Comune procedere alla concessione della gestione della seconda farmacia che dovrebbe, sotto il profilo razionale, concretizzarsi sulla base di una serie di parametri:

- Durata della concessione: 20 anni (240 mensilità);
- Definizione del corrispettivo composto da tre elementi:
 - 1) Canone iniziale *una tantum* da versarsi alla stipula della concessione: Euro 260.000;
 - 2) Canone da versarsi a cadenza annuale nel limite complessivo di ciò che appare congruo o sostenibile per la gestione
 - 3) Canone aggiuntivo variabile, qualora il fatturato, a partire dal primo anno di gestione, dovesse superare l'importo di quanto fatturato dal gestore precedente della farmacia, nella misura di una percentuale ritenuta congrua e sostenibile
- Scelta del concessionario mediante una procedura aperta;
- Necessità per il concessionario di redigere una carta dei servizi;
- Possibilità per il Comune di effettuare controlli e ispezioni;
- Previsioni di penali in caso di inadempienze da parte del Concessionario.

3.2. I DATI IDENTIFICATIVI DELLA FARMACIA COMUNALE

Spetterà al soggetto concessionario, in considerazione dei vincoli posti dalla Carta dei Servizi, la scelta dell'orario di apertura al pubblico. Sotto questo aspetto la normativa vigente prevede un orario di apertura minimo di 40 ore settimanali su cinque giorni lavorativi che può essere esteso, su semplice richiesta dell'interessato, fino a 48 ore settimanali suddivise su cinque o sei giorni.

L'obbligo di immediato inserimento nella turnazione di apertura festiva/notturna favorisce per le farmacie di nuova istituzione una diffusione sul territorio comunale ed extra-comunale dell'esistenza e attivazione della nuova farmacia.

Resta inoltre la possibilità di avviare la gestione della nuova farmacia sulle 24 ore giornaliere che, se attuata, diventa di notevole attrattività anche sulla clientela del territorio extra-comunale.

Alla luce delle premesse suesposte, nel prosieguo, si procederà a rendere un parere in merito alla congruità del valore contemplato nella proposta di delibera dianzi richiamata.

4. LE METODOLOGIE DI STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO DELLE AZIENDE

4.1 LA NOZIONE DI CAPITALE ECONOMICO

Il capitale d'impresa è, come noto, una quantità astratta variamente configurabile nel suo valore in funzione delle finalità della stima e delle ipotesi e congetture assunte a fondamento del processo estimativo.

Tra le diverse configurazioni di capitale – l'unica che rileva ai fini della presente relazione - figura il capitale di trasferimento, ovvero quella configurazione del capitale d'impresa stimata ai fini del "trasferimento" del complesso aziendale. Tale nozione di capitale può essere, a sua volta, variamente articolata in relazione alla posizione assunta dal soggetto valutatore di fronte al processo estimativo. In particolare, si possono distinguere tre ottiche valutative: quella del soggetto acquirente ("valore strategico nell'ottica dell'acquirente), quella del soggetto venditore ("valore strategico" nell'ottica del venditore) e quella del perito indipendente ("valore economico" del capitale e cioè il capitale stimato nell'ottica del perito indipendente).

È, pertanto, solo in relazione alla posizione valutativa del perito indipendente che la configurazione di capitale di trasferimento può definirsi "capitale economico".

4.2. I METODI DI VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO

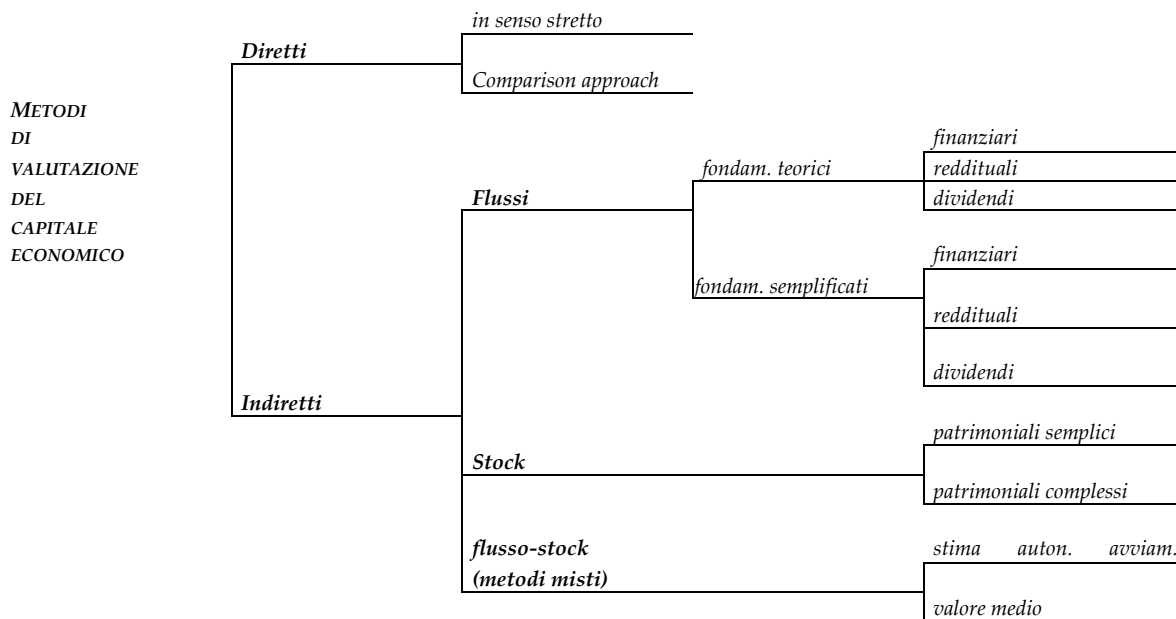
4.2.1. Premessa

Il valore economico di un'azienda è - come si è detto - una quantità astratta, cioè non fondata su dati obiettivi automaticamente determinabili: la sua valutazione impone il ricorso a stime, ipotesi, congetture che potranno variare da perito a perito dando luogo a valutazioni differenti anche in riferimento alla medesima impresa. Naturalmente, questi elementi di soggettività debbono essere analizzati alla luce di fondati requisiti. Di norma, si conviene sull'affermazione che almeno tre sono i requisiti che un'attendibile metodologia di valutazione del capitale economico d'impresa deve tentare di soddisfare; essi sono:

- RAZIONALITÀ: il metodo deve essere valido concettualmente e dotato di consistenza teorica.
- OBIETTIVITÀ: il metodo deve essere concretamente applicabile ovvero fondato su dati certi o almeno credibili e/o controllabili.
- GENERALITÀ: il metodo deve prescindere dalle caratteristiche e dagli interessi delle parti coinvolte nella negoziazione.

Secondo alcuni autori, il metodo in oggetto dovrebbe essere dotato dell'ulteriore requisito della stabilità, nel senso di una plausibile perduranza del valore nel tempo; va tuttavia, sin da subito, precisato che tale requisito assume diverse configurazioni a seconda delle tipologie di aziende oggetto di stima.

I metodi di valutazione delle aziende che, in linea generale, sono in grado di soddisfare in misura ragionevolmente adeguata i suddetti principi possono così essere classificati:



4.2.2. I METODI DIRETTI

I metodi diretti fondano la stima del valore economico d'impresa su grandezze desunte dal mercato. In particolare, si distinguono:

- *metodi diretti in senso stretto* che determinano il valore del capitale economico sul fondamento dei prezzi espressi dal mercato;
- *metodi diretti fondati su moltiplicatori empirici* che eguagliano il valore del capitale economico al prodotto tra un moltiplicatore di mercato e una grandezza espressiva del valore economico del capitale d'impresa.

4.2.2.1. I metodi diretti in senso stretto

I metodi diretti in senso stretto si articolano in due categorie a seconda che l'azienda da valutare sia o meno quotata presso una Borsa valori. Nel primo caso il capitale economico dell'impresa valutanda viene calcolato utilizzando il seguente algoritmo:

$$W = \sum_{i=1}^n P_i \times m_i$$

dove:

- W é il valore del capitale economico;
- P_i é il prezzo di mercato di un'azione della tipologia "i" (ordinaria, privilegiata, ...);

- M_i é il numero di azioni della tipologia "i".

Nel caso, invece, in cui l'azienda non sia quotata, il valore economico del suo capitale viene stimato come media aritmetica, semplice o ponderata, dei valori economici assunti da un selezionato numero di aziende assimilabili, per caratteristiche qualitative e quantitative, a quella oggetto di valutazione; in formula:

$$W = \frac{\sum_{i=1}^n W^s_i \times P_i}{\sum_{i=1}^n P_i}$$

dove:

- W é il valore del capitale economico;
- W^s_i sono i valori economici delle aziende facenti parte del campione, calcolati sulla base dei "prezzi fatti" in transazioni aventi ad oggetto imprese simili a quella *valutanda*;
- P_i sono i "pesi" attribuiti a ciascuna valutazione.

4.2.2.2. I metodi diretti fondati sui moltiplicatori empirici

I metodi in parola si sogliono distinguere in criteri basati sull'*equity approach to valuation* e metodi fondati sull'*entity approach to valuation*.

I metodi diretti fondati sull'equity approach to valuation

I metodi diretti basati sul c.d. "*equity approach to valuation*" conducono alla stima del valore economico del capitale *in via diretta* e trovano fondamento sulla seguente eguaglianza:

$$\left(\frac{W}{k}\right)_T = \left(\frac{P}{k}\right)_s$$

dove:

- $(W/k)_T$ è il moltiplicatore dell'azienda oggetto di stima, dato dal rapporto tra il valore economico dell'impresa *valutanda* (W_T) e una grandezza (k) espressiva del valore dell'impresa (utile, *cash flow*, fatturato, ecc.);
- $(P/k)_s$ è il moltiplicatore di mercato di un campione di imprese simili, per caratteristiche qualitative e quantitative, a quella oggetto di valutazione, costruito ponendo a rapporto il prezzo di mercato di tali imprese (P) con la medesima grandezza impiegata per il calcolo del moltiplicatore dell'impresa *valutanda* (k).

Il valore del capitale economico, si determina, pertanto, nel seguente modo:

$$W_T = \left(\frac{P}{k} \right)_s \times k_T$$

L'applicazione di tale formula comporta, a tutta evidenza, la necessità di stimare: la grandezza k (da utilizzare ai fini della determinazione dei moltiplicatori delle imprese facenti parte del campione di aziende simili all'azienda *valutanda*) e il valore attribuibile alla grandezza k_T .

Va rammentato che molteplici sono le grandezze (k) e, quindi, i moltiplicatori proficuamente utilizzabili ai fini del calcolo; i moltiplicatori maggiormente utilizzati sono: il *price/earning* (P/E), ove la grandezza k è rappresentata dall'utile medio atteso; il *price/cash flow* (P/CF), dove il denominatore è costituito dal flusso di cassa *levered* o *unlevered*; il *price/book value* (P/BV), dove al denominatore del moltiplicatore è iscritto il patrimonio netto contabile.

Per quanto riguarda le modalità estimative della grandezza k_T , si osserva che questa deve essere coerente con le scelte operate in sede di individuazione del moltiplicatore.

I metodi diretti basati sull'entity approach to valuation

I metodi diretti fondati sul c.d. "*entity approach to valuation*" si caratterizzano in quanto la stima del capitale economico d'impresa viene effettuata *in via mediata* sottraendo al valore economico delle attività (*firm value*) il valore di mercato dei debiti finanziari; ne deriva che i metodi in parola trovano fondamento sulla seguente eguaglianza:

$$\left(\frac{W + D}{k}\right)_T = \left(\frac{P + D}{k}\right)_s$$

dove ai simboli noti si aggiungono:

- D_T : valore di mercato dei debiti finanziari dell'azienda *target*;
- D_S : valore di mercato dei debiti del campione di imprese assunte per la valutazione.

Il valore economico del capitale si determina per differenza tra il valore economico delle attività dell'azienda oggetto di stima e l'ammontare dei debiti finanziari ad essa attribuibili. In formula:

$$W_T = \left(\frac{P + D}{k}\right)_s \times k_T - D_T$$

L'applicazione dell'algoritmo in parola comporta, a tutta evidenza, la necessità di stimare il valore del rapporto tra il *firm value* (somma del prezzo di mercato del capitale proprio, P , e del valore di mercato dei debiti finanziari, D) e la grandezza k prescelta per la valutazione, del campione, nonché di determinare il valore attribuibile alle grandezze k_T e D_T .

Per quel che riguarda la scelta della grandezza k , i moltiplicatori più impiegati nella pratica valutativa sono: il *firm value/earnings before interests and taxes*, ($FV/EBIT$); il *firm value/earnings before interests, taxes, depreciation and amortization* ($FV/EBITDA$).

Per quanto concerne la stima del valore attribuibile alla grandezza k_T , si ricorda che la grandezza deve essere coerente con le scelte operate nella fase di individuazione del moltiplicatore.

4.2.3. I METODI INDIRETTI

I metodi indiretti si distinguono, come evidenziato precedentemente, in: metodi basati su grandezze flusso, metodi basati su grandezze *stock* e metodi basati su grandezze flusso-*stock*.

4.2.3.1. I metodi basati su grandezze flusso

I metodi indiretti fondati su grandezze flusso possono essere distinti in due classi di metodologie valutative denominate:

- *metodi fondamentali teorici;*
- *metodi semplificati.*

I metodi fondamentali teorici

I metodi fondamentali teorici si articolano, a loro volta, in:

- formula fondamentale finanziaria teorica;
- formula fondamentale reddituale teorica;
- formula fondamentale basata sui flussi di dividendo distribuibili.

La formula fondamentale finanziaria teorica stima il capitale economico dell'azienda sulla base del valore attuale dei flussi monetari totali, attivi e passivi, prodotti dall'azienda stessa.

L'algoritmo di valutazione è il seguente:

$$W = F_1v^1 + F_2v^2 + \dots + F_{n-1}v^{n-1} + F_nv^n$$

dove:

- W è il valore del capitale economico dell'impresa;

- $F_1, F_2, \dots, F_{n-1}, F_n$ sono i flussi monetari puntuali; l'ultimo flusso comprende anche il valore di liquidazione dell'azienda;
- $v^1, v^2, \dots, v^{n-1}, v^n$ sono i coefficienti di attualizzazione dei flussi finanziari.

I flussi monetari sono calcolati come differenza tra uscite monetarie (acquisizione fattori produttivi, rimborso debiti di finanziamento e funzionamento, concessione prestiti) e entrate monetarie (riscossione dei ricavi, dei crediti di funzionamento e finanziamento, accensione debiti di finanziamento e disinvestimenti).

La *formula fondamentale reddituale teorica* eguaglia il valore del capitale economico dell'impresa al valore attuale dei redditi che essa è in grado di generare; in formula:

$$W = R_1v^1 + R_2v^2 + \dots + R_{n-1}v^{n-1} + R_nv^n + P_nv^n$$

dove:

- W è il valore del capitale economico dell'impresa;
- $R_1, R_2, \dots, R_{n-1}, R_n$ sono i redditi netti puntuali futuri;
- P_n è il valore di realizzo dell'azienda all'epoca n , diminuito del valore delle riserve formate con utili non distribuiti;
- $v^1, v^2, \dots, v^{n-1}, v^n$ sono i coefficienti di attualizzazione dei flussi reddituali.

La *formula fondamentale fondata sui flussi di dividendo distribuibili* si basa sull'assunto che il valore economico dell'impresa è pari al valore attuale di tutti i futuri incassi conseguiti da chi investe capitale di rischio nell'azienda; in formula:

$$W = D_1v^1 + D_2v^2 + \dots + D_{n-1}v^{n-1} + D_nv^n + P'_nv^n$$

dove:

- W è il valore del capitale economico dell'impresa;
- $D_1, D_2, \dots, D_{n-1}, D_n$ sono i flussi di dividendo che l'impresa sarà in grado di distribuire;
- P'_n è il valore di realizzo dell'azienda all'epoca n ;
- $v^1, v^2, \dots, v^{n-1}, v^n$ sono i coefficienti di attualizzazione dei dividendi.

I procedimenti teorici rispondono pienamente ai requisiti di "razionalità" e di "equità" in quanto definiscono esattamente tutti gli elementi che devono essere presi in considerazione

per giungere ad un valore razionale ed equo del capitale economico. A questo proposito, va rilevato che, in assenza di inflazione e del fenomeno dell'attualizzazione, i risultati delle formule in parola conducono a valori coincidenti. Esse, però, non soddisfano il requisito della "obiettività": sono cioè di assai difficile applicazione pratica. In particolare, le critiche mosse ai metodi in parola riguardano il fatto che le formule appena descritte utilizzano parametri difficilmente prevedibili (ad es. la misura dei flussi finanziari, i redditi, i dividendi o l'arco temporale da prendere in considerazione). Per tale motivo, le formule considerate lasciano spazio ad un'eccessiva arbitrarietà in quanto richiedono il ricorso a ipotesi e congetture che possono variare da perito e perito, rendendo estremamente difficile anche il controllo dei parametri utilizzati.

Le rilevanti difficoltà di applicazione delle formule teoriche "fondamentali" impongono, pertanto, il ricorso a formule sostitutive semplificate che, pur non possedendo la stessa validità concettuale, possano essere proficuamente applicabili. Le semplificazioni previste da tali metodi riguardano essenzialmente:

- le modalità di espressione dei parametri (si fa riferimento, ad esempio, all'utilizzo di grandezze flusso medio-normali in sostituzione dei parametri puntuali di difficile determinazione);
- l'orizzonte temporale di riferimento della stima (ad esempio, è ridotto per consentire ragionevoli previsioni dei parametri).

I metodi semplificati

I metodi semplificati si distinguono in metodi reddituali, metodi finanziari e metodi dei dividendi. In considerazione del fatto che, nella pratica valutativa, questi ultimi criteri non sono diffusamente utilizzati, di seguito si approfondiscono le problematiche valutative connesse ai soli metodi reddituali e finanziari.

$$W = \frac{RN}{i_c}$$

dove:

- RN è il reddito medio normale atteso (o normale *standard*);
- i_c è il tasso di congrua remunerazione del capitale proprio.

Nel caso di valutazione dell'azienda «in forma mediata», il valore economico del capitale è pari alla differenza tra il valore economico dell'attivo operativo e il valore economico dei debiti finanziari, cioè:

$$W = A - D$$

Come appare dallo schema proposto, il valore economico dell'attivo operativo eguaglia il valore attuale dei redditi operativi normalizzati al netto delle imposte, ovvero nell'ipotesi di perpetuità dei flussi:

$$A = \frac{RO(1-t)}{WACC}$$

dove:

- A è il valore economico dell'attivo al netto dei debiti di funzionamento;
- RO è il reddito operativo medio normale atteso;
- $WACC$ è il tasso di remunerazione dell'attivo calcolato come media aritmetica ponderata dei tassi di remunerazione delle singole fonti di finanziamento (del capitale proprio e dei debiti finanziari); i pesi sono rappresentati dalle proporzioni, calcolate a valori economici, del capitale di rischio e di credito, rispetto al totale dell'attivo (*Weighted Average Cost of Capital*: $WACC$):

$$WACC = i_c \frac{W}{W+D} + i_d (1-t) \frac{D}{W+D}$$

dove ai simboli noti si aggiungono:

- D è il valore economico dei debiti finanziari;
- i_d è il tasso di remunerazione dei debiti finanziari;
- t è l'aliquota d'imposta.

Il valore economico dei debiti finanziari è pari al valore attuale degli oneri finanziari normalizzati al netto delle imposte, ovvero in ipotesi di perpetuità dei flussi:

$$D = \frac{OF(1-t)}{i_d(1-t)}$$

In definitiva, il valore del capitale economico secondo la maniera mediata risulta:

$$W = A - D = \frac{RO(1-t)}{WACC} - \frac{OF}{i_d}$$

Per quanto attiene alle problematiche di determinazione dei parametri previsti dalla formula valutativa reddituale, i punti da sviluppare sono molteplici.

Un primo aspetto riguarda la definizione dei metodi e delle tecniche di previsione del reddito. In questo senso si distinguono:

- METODO DEI RISULTATI STORICI: tecnica basata sull'ipotesi che il risultato atteso sia pari al reddito medio normale conseguito negli ultimi 3 - 5 anni.
- METODO DI PROIEZIONE DEI RISULTATI STORICI: tecnica che stima i redditi attesi sul fondamento del *trend* dei risultati storici. In questo modo si cerca di mediare l'oggettività dei dati passati con la possibilità di tenere conto di talune variabili rilevanti che possono modificare in futuro il reddito d'esercizio.
- METODO DEI RISULTATI PROGRAMMATI: tecnica che determina i redditi attesi sulla base delle previsioni relative all'andamento economico futuro atteso dell'azienda: più precisamente, i redditi vengono calcolati sul fondamento del *budget* annuale e dei piani pluriennali. Naturalmente *budget* e piani sono adeguatamente revisionati e rettificati dal perito che effettua la stima dell'azienda.
- METODO DELL'INNOVAZIONE: tecnica che studia l'andamento reddituale della gestione nell'ipotesi che si verifichino, in futuro, talune condizioni e innovazioni oggi considerate solo possibili.

Un secondo aspetto è quello relativo alla stima della durata del periodo di previsione. Per quanto riguarda tale questione, si può affermare che la scelta del periodo di riferimento ha natura necessariamente convenzionale. In generale, i comportamenti che più frequentemente si riscontrano nella realtà operativa sono due:

- la durata dell'orizzonte temporale viene agganciata a condizioni oggettive e

specifiche dell'azienda oggetto di valutazione;

- l'orizzonte temporale di vita dell'azienda viene considerato infinito.

Una terza problematica da affrontare ai fini dell'applicazione del metodo reddituale riguarda la determinazione del tasso di attualizzazione dei flussi reddituali.

Ai fini del calcolo di detto tasso è indispensabile tenere conto del *principio di coerenza* tra tassi e flussi secondo il quale alle molteplici configurazioni di flussi reddituali o finanziari utilizzati di volta in volta nei vari metodi è opportuno associare altrettante configurazioni di tassi di attualizzazione.

In primo luogo, è bene precisare che detto tasso può essere espresso dal seguente algoritmo:

$$i_c = i_1 + i_2 + scr + md$$

dove:

- i_1 è il *risk free rate* o *price of time*;
- i_2 rappresenta il premio per il rischio;
- *scr* (*specific company risk*) è una maggiorazione del tasso connessa al fatto che l'investimento in una specifica attività, anziché in un portafoglio titoli, non consente di eliminare il rischio diversificabile. Tale maggiorazione del tasso è atta a fronteggiare rischi specifici del complesso aziendale, legati alla sua struttura finanziaria, alla tipologia di attività svolta, ai luoghi dove essa è esercitata, alla concentrazione della clientela, e così via;
- *md* (*marketability discount*) è una maggiorazione del tasso applicato alle società non quotate, in ragione del fatto che le azioni non negoziate presso la Borsa Valori scontano un rischio di negoziabilità maggiore rispetto a quello delle azioni quotate.

Ai fini dell'analisi della coerenza tra tassi e flussi è interessante rilevare come il premio per il rischio possa essere distinto in premio per il solo rischio operativo e premio per il rischio finanziario.

Ciò premesso, è possibile affermare che nelle metodologie indirette in cui si attualizzano flussi reddituali o finanziari derivanti dalla gestione totale (flussi netti), il tasso in base al quale scontare detti flussi è un tasso che incorpora anche il premio per il rischio finanziario.

Per quanto riguarda la stima del primo addendo (i_1), si suole prendere come riferimento il valore medio del rendimento dei Titoli di Stato degli ultimi 3/5 anni antecedenti all'epoca della valutazione, ovvero il rendimento atteso dei Titoli di Stato, qualora si sia in possesso di attendibili previsioni.

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

La prima, che consiste nell'applicazione della *Regola di Stoccarda*, si caratterizza in quanto i flussi reddituali, calcolati nei modi visti in precedenza, vengono abbattuti di una percentuale pari al 30%.

In questo caso, il tasso di attualizzazione dei flussi sarà, naturalmente, dato dal solo *risk free rate* o *price of time*. A risultati del tutto identici a quelli conseguibili con l'applicazione della *Regola di Stoccarda* si giunge - nel caso in cui si debba attualizzare un flusso di reddito normale costante per un periodo di tempo indefinito - se si sconta il flusso «pieno» (ovvero non abbattuto di alcuna percentuale) ad un saggio comprensivo del rischio, calcolato mediante la seguente relazione algebrica:

$$i_2 = i_1 \frac{X}{1 - X}$$

dove:

- i_2 rappresenta il premio per il rischio;
- i_1 è il *risk free rate* o *price of time*;
- X è la percentuale di abbattimento del reddito.

La seconda tecnica di stima di i_2 è quella che si fonda sul *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Secondo tale metodica valutativa, il premio per il rischio viene determinato moltiplicando il *beta-factor* (β) (che rappresenta la misura del rischio operativo e finanziario del complesso aziendale) per il premio medio di mercato (dato dalla differenza tra il rendimento medio atteso del mercato azionario e il rendimento degli investimenti privi di rischio - i_1)

In tal caso i_2 viene determinato nel seguente modo:

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

dove:

- i_2 è il premio per il rischio d'impresa;
- β è il *beta-factor* relativo al capitale netto: in sostanza esso rappresenta la misura del rischio operativo e finanziario per l'impresa in esame;
- $(R_m - i_1)$ è il premio di mercato, essendo R_m , il rendimento medio atteso del mercato azionario e i_1 il *risk free rate*.

Nel caso di complessi aziendali non quotati, per i quali non sia disponibile il *beta-factor* di mercato, è possibile utilizzare, quale *proxy*, il beta medio di un campione di imprese comparabili con il complesso aziendale oggetto di stima¹;

Nel caso di utilizzo di un flusso reddituale o monetario lordo (relativo, cioè, alla gestione operativa) il tasso di sconto cui attualizzare il flusso in parola sarà, per il rispetto del principio di coerenza, una media ponderata dei costi delle singole fonti di finanziamento o *WACC (Weighted Average Cost of Capital)*:

$$i_{WACC} = i_c \frac{W}{W + D} + i_d \frac{D}{W + D}$$

in cui:

- i_c è il costo del capitale proprio;
- i_d è il costo del capitale di credito;

¹Al fine di migliorare il grado di affidabilità del *beta-factor* desunto dal campione di imprese comparabili a quella oggetto di valutazione, è possibile, per il tramite della formula di Hamada, incorporare dal *beta-factor* di mercato la componente finanziaria così da determinare il c.d. *beta unlevered*, e applicare al *beta unlevered* medio di mercato il rischio finanziario dello specifico complesso aziendale oggetto di valutazione.

La formula di Hamada, si precisa, è la seguente: $\beta_u = \frac{\beta_l}{\left[1 + \frac{D}{W}(1-t)\right]}$ dove β_u è il *beta unlevered* di una singola impresa, β_l

è il *beta levered* della stessa impresa, D è il valore di mercato dei debiti finanziari dell'impresa; W è il valore economico del capitale dell'impresa; t è l'aliquota d'imposta.

- W e D rappresentano rispettivamente i valori economici del capitale proprio e dei debiti finanziari.

Si dimostra che, se i costi del capitale proprio e del capitale di credito vengono espressi utilizzando il modello del CAPM, la formula di cui sopra equivale alla seguente:

$$i = i_1 + \beta_A (R_m - i_1)$$

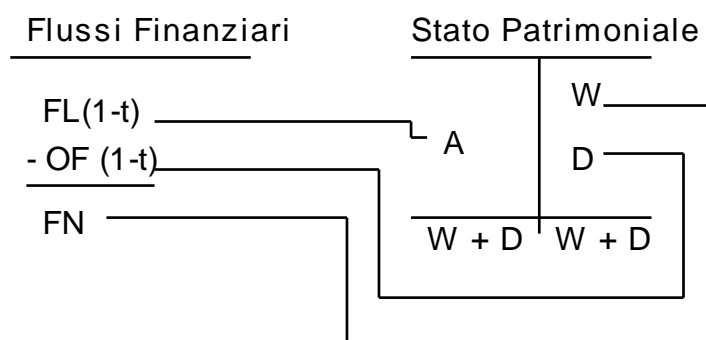
in cui:

- β_A è il beta relativo alle attività; esso cioè misura il solo rischio operativo e non anche quello finanziario.

4.2.3.1.2. I metodi finanziari semplificati

I metodi finanziari semplificati determinano il valore del capitale economico in funzione dei flussi monetari prospettici dell'azienda.

Anche nel caso dei metodi finanziari è possibile individuare la modalità *mediata* e quella *diretta* del calcolo del capitale economico, sulla base del legame esistente tra flussi monetari/finanziari e valori economici delle attività e del capitale proprio. In particolare, nella stessa ipotesi semplificatrice prevista nel precedente paragrafo, in cui si supponga l'assenza di attività, passività, redditi e perdite di natura non operativa, ad eccezione degli elementi riguardanti la gestione finanziaria e si assuma che i flussi siano infiniti e costanti nel tempo, lo schema di valutazione del capitale economico con il metodo finanziario è rappresentabile nel seguente modo:



dove:

- FL è il valore del flusso *unlevered* (o flusso della gestione operativa);
- t è l'aliquota d'imposta;
- OF è il valore del flusso generato dalla gestione finanziaria calcolato al netto delle imposte corrispondenti;
- FN è il valore del flusso *levered* (flusso monetario netto complessivo disponibile): esso rappresenta il flusso di cassa disponibile generato dalla gestione che può essere destinato alla distribuzione senza provocare imbarazzi finanziari;
- A è il valore economico dell'attivo (al netto dei debiti di funzionamento);
- W è il valore economico del netto (capitale economico);
- D è il valore economico dei debiti finanziari.

La fattuale applicazione del metodo finanziario richiede che vengano determinati:

1. il flusso di cassa futuro relativo al periodo di valutazione considerato;
2. la durata del periodo di previsione dei flussi attesi;
3. il valore del tasso di sconto dei flussi attesi.

Per la determinazione dei parametri di cui ai punti due e tre si può fare riferimento a quanto detto a proposito dei metodi reddituali.

Per quanto riguarda le modalità di computo dei flussi è possibile procedere utilizzando diverse tecniche. Una prima impiega il seguente schema di riferimento:

	Ricavi della gestione operativa corrente
-	Costi della gestione operativa corrente
-	Crediti della gestione operativa corrente (esclusi crediti vs. l'Erario)

+	Debiti della gestione operativa corrente
=	<i>Flusso della gestione operativa corrente al lordo delle imposte (A)</i>
+	Ricavi per disinvestimenti di capitale fisso strumentale
-	Costi per investimenti di capitale fisso strumentale
-	Crediti relativi ai disinvestimenti
+	Debiti relativi agli investimenti
=	<i>Flusso della gestione operativa fissa al lordo delle imposte (B)</i>
	<i>(A)+(B) Flusso della gestione operativa al lordo delle imposte (C)</i>
-	Imposte operative pagate
=	<i>Flusso unlevered (D)</i>
+	Accensione di debiti finanziari
-	Rimborso di debiti finanziari
-	Concessioni di crediti finanziari
+	Rimborso di crediti finanziari
-	Oneri finanziari pagati
+	Proventi finanziari riscossi
±	Imposte «finanziarie»
=	<i>Flusso della gestione finanziaria al netto delle imposte (E)</i>
	<i>(D)+(E) Flusso levered</i>

Una seconda tecnica di determinazione dei flussi finanziari si sofferma, per il calcolo dei flussi netti relativi ai singoli periodi amministrativi, sull'esame di due situazioni patrimoniali consecutive.

Flusso *levered* = Δ Cassa + Rimborsi di capitale sociale - Versamenti per aumenti di capitale sociale - Incremento Riserva Sovrapprezzo Azioni + Dividendi

Flusso *unlevered* = Flusso *levered* - Accensione di debiti finanziari + Rimborso di debiti finanziari + Concessione di crediti finanziari - Rimborso di crediti finanziari + Oneri finanziari pagati - Proventi finanziari riscossi

4.2.3.2. I metodi basati su grandezze *stock*

I metodi basati su grandezze *stock* vengono definiti patrimoniali e si fondano sul principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale dell'azienda.

I metodi patrimoniali di stima del valore economico del capitale d'impresa si distinguono in:

- METODO PATRIMONIALE SEMPLICE (O PURO);
- METODO PATRIMONIALE COMPLESSO.

La distinzione si fonda sul diverso grado di apprezzamento dei beni immateriali non contabilizzati (tecnologia, portafoglio lavori, organizzazione del personale, ecc.): essi sono del tutto tralasciati nel metodo patrimoniale puro, mentre sono ampiamente considerati nel metodo patrimoniale complesso.

4.2.3.2.1. Il metodo patrimoniale semplice (o puro)

Il metodo patrimoniale puro, che trova il suo punto di partenza nel capitale netto di bilancio, considera il valore dell'azienda da cedere pari al valore del capitale netto rettificato.

Il capitale netto rettificato viene, per norma, calcolato mediante la riespressione a valori correnti degli elementi dell'attivo e del passivo patrimoniale. In formula:

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

dove:

- K' è il patrimonio netto rettificato;
- A' rappresenta l'attivo riespresso a valori correnti;
- P' costituisce il passivo riespresso a valori correnti.

4.2.3.2.2. I metodi patrimoniali complessi

I metodi patrimoniali complessi sono di due tipi:

- a) metodi patrimoniali complessi di I grado (sommano al valore del patrimonio netto rettificato K' il valore dei beni immateriali non contabilizzati aventi però un valore di mercato);
- b) metodi patrimoniali complessi di II grado (sommano al valore di K' sia il valore dei beni immateriali di cui *sub a*, sia il valore dei beni immateriali non contabilizzati e non aventi valore di mercato – *know how*, marchi, portafoglio lavori, valore dell'organizzazione umana, ecc. - privi cioè di un riscontro diretto).

L'espressione sintetica che meglio può esprimere i metodi patrimoniali complessi è la seguente:

$$W = K' + \text{Val. Imm.}$$

Dove:

- Val. Imm. indica il valore dei beni immateriali non contabilizzati.

Più precisamente, tali metodi sono ispirati alla teoria del *going concern value*, secondo la quale per costituire una azienda "*ex novo*" è necessario sostenere dei costi che non vengono sopportati nel caso di acquisto di una azienda che già esiste e funziona.

Naturalmente, la formula di cui sopra suppone implicitamente che l'azienda sia in grado di remunerare congruamente il patrimonio netto rettificato comprensivo dei beni immateriali, ovvero:

$$R = i(K' + V.Imm)$$

in cui:

- R = reddito atteso;
- $i(K' + V.Imm)$ = *reddito congruo*.

Nel caso in cui tale situazione non si verifichi, la stima con il metodo patrimoniale complesso differirebbe da quella risultante dall'applicazione del metodo reddituale contraddicendo il principio dell'equivalenza delle formule valutative; pertanto, occorre rettificare il valore risultante dalla formula di valutazione patrimoniale con una correzione reddituale pari alla differenza tra il reddito atteso e il reddito congruo, attualizzata per un periodo infinito, ovvero per il numero di anni che il perito ritiene necessari a ricondurre l'impresa in condizioni di equilibrio economico.

4.2.3.3. I metodi basati su grandezze *flusso-stock*

I metodi misti, basati su grandezze *flusso-stock*, costituiscono una mediazione tra i metodi patrimoniali – dai quali prendono la caratteristica della verificabilità oggettiva – e i metodi reddituali – dai quali prendono le considerazioni sulle aspettative reddituali. I metodi misti più diffusi sono: il metodo “tedesco” e il “metodo anglosassone” (o metodo della durata limitata dell'avviamento).

L'impiego di tali metodi è stato raccomandato dalla *Union Européenne des Experts Comptables Economiques et Financiers* (Unione Europea degli Esperti Contabili Economici e Finanziari, UEECEF o più semplicemente, UEC) nella propria Raccomandazione del 1962, nella quale ha manifestato l'esigenza di rettificare il valore del patrimonio in funzione della capacità di reddito dell'azienda.

In particolare, con il metodo indiretto o dei pratici tedeschi, il valore di un'azienda è fatto pari alla media del valore delle attività e del valore di rendimento. In tal modo, il *goodwill* corrisponde alla differenza fra il valore dell'azienda ed il valore degli elementi attivi del suo capitale o alla metà della differenza fra il valore di rendimento ed il valore delle attività; si tratta, in sostanza, del metodo del valore medio che può sintetizzarsi nella seguente formula:

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

Con il metodo diretto o metodo anglosassone, il valore dell'azienda è assimilato al valore corrente dell'attivo aumentato del *goodwill*.

L'algoritmo di valutazione è il seguente algoritmo:

$$W = K' + C.R.$$

dove:

- W costituisce il valore economico della società stimato mediante il metodo anglosassone;
- K' rappresenta il patrimonio netto rettificato del complesso aziendale oggetto di valutazione;
- C.R. il valore economico della correzione reddituale positiva o negativa, stimata mediante l'attualizzazione del sovra/sottoreddito che la Società sarà in grado di produrre nel corso della gestione; in formula:

$$C.R. = \sum_{t=1}^n \frac{R_t - i \cdot K'}{(1+i)^t}$$

in cui:

- a) $(R_t - i K')$ rappresenta il sovra/sottoreddito che la Società sarà presumibilmente in grado di produrre in ciascun esercizio futuro;
- b) R_t sono i redditi netti attesi della Società per gli anni di durata della correzione reddituale;
- c) i è il costo del capitale proprio;
- d) n costituisce l'orizzonte temporale di riferimento della correzione reddituale.

Ai fini dell'applicazione del metodo misto patrimoniale con correzione reddituale occorre:

- individuare i beni facenti parte del complesso aziendale;
- stimare il valore corrente degli stessi e conseguentemente le rettifiche da apportare al valore contabile delle attività e passività iscritte nella situazione patrimoniale di riferimento. Al riguardo, si fa presente che gli *asset* a fecondità ripetuta dovranno essere valutati al valore corrente d'uso, i beni a fecondità semplice al valore di presunto realizzo e le passività al valore di presumibile estinzione;
- verificare che la redditività implicita del complesso aziendale sia in linea con la remunerazione congrua del capitale in esso investito. In assenza di tale condizione, infatti, si deve apportare una correzione reddituale (positiva o negativa) al valore di natura patrimoniale in modo tale da apprezzare nella dovuta misura il *goodwill/badwill* aziendale. Nello svolgimento di tale verifica appare opportuno che i beni accessori - eventualmente presenti nel patrimonio del complesso aziendale oggetto di stima - vengano stimati autonomamente rispetto al valore del patrimonio "operativo" del complesso aziendale.

Laddove nella valutazione del capitale del complesso aziendale oggetto di trasferimento non si prenda in considerazione il patrimonio netto rettificato, ma il capitale operativo, la congruità della redditività del capitale investito (operativo) verrà giudicata mediante l'analisi del reddito operativo atteso (e non di quello netto atteso). In altri termini, la logica su cui si fonda l'algoritmo di valutazione è la stessa della tecnica "anglosassone", con la sola differenza che ci si basa su grandezze operative e non nette. In formula:

$$W = CIN' + \left[\sum_{j=1}^n (RO_j - WACC \times CIN') \times (1 + i_c)^{-j} \right] - D$$

dove:

- W è il valore del capitale economico della Società;
- CIN' è il valore corrente delle attività operative, (considerate al netto dei debiti non finanziari e non onerosi);
- RO_j sono i redditi operativi conseguiti dalla Società negli n anni considerati ai fini della stima del valore della correzione reddituale;
- $WACC$ è il costo medio ponderato del capitale;
- i_c è il costo del capitale proprio;
- n è il periodo di durata del "sovrareddito" o del "sottoreddito" operativi della Società;
- D è il valore economico dei debiti finanziari della Società all'epoca della stima.

Per quanto attiene alla stima del tasso di attualizzazione per la determinazione del *goodwill/badwill* aziendale, si fa presente che, per il principio di coerenza tra flussi e tassi, ove si debbano attualizzare flussi netti (nominali o reali) essi andranno scontati al tasso di remunerazione del capitale proprio (nominale o reale); di converso, ove si debbano attualizzare flussi operativi (nominali o reali), essi andranno scontati al costo medio ponderato del capitale (nominale o reale).

5. LA METODOLOGIA APPLICATA PER LA VERIFICA DELLA CONGRUITÀ DEL CANONE DI AFFITTO

Ai fini del presente lavoro, è opportuno chiarire che l'individuazione di un valore di riferimento per la cessione o l'affitto d'azienda nell'ambito della valutazione circa l'opportunità di adottare strumenti di risoluzione di crisi aziendali ha la funzione primaria di realizzare un «*Best Interest of Creditors Test*» (mutuando la terminologia dall'*US Bankruptcy Code*) ovvero evitare il compimento di operazioni pregiudizievoli per i creditori.

In altri termini, trattasi non di attestare la sussistenza effettiva di un valore, bensì di stimare dei valori orientativi di riferimento sulla base delle informazioni disponibili spesso frammentarie e di dubbia attendibilità per fissare una base d'asta o confermare la congruità di un prezzo di vendita o di un canone di affitto.

L'equilibrio di giudizio valutativo è, in questi casi, da ricercare in primo luogo nella stima di un valore che non sia troppo basso e, quindi, potenzialmente pregiudizievole per i creditori date le imperfezioni dei meccanismi di mercato che non sempre garantiscono l'emersione del valore effettivo tramite le procedure competitive di vendita.

Inoltre, il valore stimato non deve essere nemmeno troppo alto per non influire negativamente sui tempi della procedura di realizzo rendendo necessari progressivi ribassi della base d'asta di partenza

Nei contesti di crisi, spesso il piano aziendale viene predisposto dal potenziale acquirente e non pare corretto che la stima di valore sia guidata in modo prevalente da tale piano.

L'affitto d'azienda è sempre vantaggioso per il proprietario perché mantiene in vita l'azienda e consente di acquisire un'entrata.

Ancora, nell'ambito dei contratti di fitto, la deduzione degli ammortamenti può essere trasferita all'affittuario prevedendo una pura clausola di stile sulla manutenzione

dell'azienda (è la presenza del conguaglio sulle differenze di fine affitto che rende robusta la deducibilità degli ammortamenti).

Inoltre, il canone d'affitto d'azienda deve essere pari al rendimento medio che il proprietario avrebbe conseguito dall'azienda (anche se il profilo di rischio del proprietario cambia radicalmente quando concede in affitto l'azienda, non la controlla più e non la gestisce ed in certi casi è esposto al rischio di retrocessione in cattivo stato).

Al fine di valutare la congruità del canone d'affitto di azienda, si riscontra come gli approcci riscontrati nella prassi professionale siano sostanzialmente riconducibili come di seguito sintetizzato:

- approcci apodittici: il canone è ritenuto congruo in quanto c'è un risparmio di costi per la procedura e, in aggiunta, vengono incassati dei canoni;
- approcci di mercato: «è riscontrabile nel mercato una percentuale dell'1% del fatturato»;
- approccio dell'analisi di convenienza per il locatore e l'affittuario;
- approccio costruzione per fattori: affitto dell'immobile, più affitto dei macchinari e impianti più affitto dell'avviamento (ottenuti applicando ai valori economici dei singoli elementi delle percentuali scelte senza supporto se non un generico rinvio al mercato);
- approccio del rendimento dell'azienda: applicazione del costo del capitale (*cost of equity* o WACC) al valore economico dell'azienda;
- approccio del rendimento dell'azienda, più rischio di obsolescenza dei cespiti e rischio di perdita dell'avviamento.

L'affitto d'azienda in alcuni casi equivale ad un'operazione finanziaria pura e semplice e, in particolare, ad una cessione con pagamento dilazionato.

È il caso dell'affitto di azienda «ponte» dove c'è un'offerta vincolante di acquisto da parte dell'affittuario, dei leasing di azienda, degli affitti di azienda con pagamento di canoni

in acconto prezzo che rendono altamente probabile l'esercizio dell'opzione di acquisto da parte dell'affittuario.

D'altronde, in molti casi, l'affittuario è l'unico soggetto potenzialmente interessato a rilevare l'azienda (per un terzo sarebbe molto più gravoso rilevare l'azienda data in affitto a un altro soggetto). È, quindi, cruciale il momento in cui si decide di dare in affitto l'azienda, in quanto si prefigura in quel momento la via «preferenziale» per la soluzione della crisi.

L'affitto di azienda è, spesso, una scelta obbligata a causa delle notevoli difficoltà che potrebbero incontrare il proprietario dell'azienda (nella fase preconcorsuale) oppure il curatore (nella fase endoconcorsuale) nella conduzione della gestione aziendale.

Invero, in caso di fallimento va osservato che il curatore, sovente, non dispone delle competenze necessarie alla gestione diretta dell'azienda e, quindi, l'affitto può rappresentare l'unica modalità di conservazione dei valori aziendali.

Inoltre l'affitto, a differenza della gestione diretta, trasferisce il rischio di impresa in capo all'affittuario e non comporta l'incremento dei crediti prededucibili.

Le metodologie proposte dalla dottrina per la valutazione della congruità del canone di affitto sono di seguito elencate:

- 1) Il canone congruo potrebbe essere determinato come prodotto tra il valore del capitale economico e un tasso di remunerazione del capitale investito nell'azienda locata. Il valore del capitale economico andrebbe determinato facendo ricorso a grandezze *stock* e non a grandezze flusso in quanto i flussi attesi rappresenterebbero l'incognita da determinare producendo problemi di circolarità. Per tale motivo sarebbe preferibile stimare il valore economico con metodi patrimoniali complessi ossia incrementando il patrimonio netto rettificato del valore dei beni immateriali non contabilizzati².

² Lacchini M., Trequattrini R. – 1998 – «Sulla individuazione del canone congruo in ipotesi di affitto di azienda – con particolare riferimento alle imprese in fallimento» in Rivista italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale luglio – agosto

Il tasso di remunerazione andrebbe calcolato utilizzando il CAPM oppure la regola empirica di Stoccarda.

2) Il canone congruo, nel caso di un affitto deciso nell'ambito di una procedura fallimentare, potrebbe essere quantificato calcolando il prodotto tra il valore dell'azienda determinato secondo il metodo patrimoniale e una percentuale che dovrebbe essere inversamente proporzionale alla deperibilità delle componenti immateriali d'azienda e andrebbe determinata in un intervallo compreso tra zero e la redditività normale del settore³.

3) Il canone congruo dovrebbe essere determinato come prodotto tra il valore d'uso del patrimonio locato e un tasso di congrua remunerazione dell'investimento effettuato. Il valore d'uso dovrebbe essere quantificato attualizzando i flussi attesi dal capitale dell'azienda oggetto del contratto di affitto. Il tasso di congrua remunerazione dovrebbe essere determinato considerando innanzitutto il rischio di insolvenza del conduttore (che a sua volta dipende dalla situazione economico – patrimoniale – finanziaria dello stesso e dalle eventuali garanzie concesse alla procedura). Qualora le differenze inventariali che si manifestano dall'inizio alla fine del contratto non vengano determinate con riferimento alla variazione del capitale economico, ma solo in relazione alle modifiche delle consistenze patrimoniali, il locatore sopporta anche il rischio derivante dalla possibile riduzione del valore di avviamento che dovrebbe pertanto essere considerato nella scelta del tasso impiegato per determinare il canone di locazione⁴.

Le varie soluzioni proposte dalla dottrina, pur evidenziando impostazioni leggermente diverse, sono accomunate dal principio secondo il quale il canone per l'affitto

³ Danovi A. – 2000 – «Fallimento, valutazione e affitto d'azienda», in Rivista dei Dottori Commercialisti n.4

⁴ A. Mechelli, «La stima del valore congruo del canone di locazione nell'ipotesi di affitto di azienda», in Riv. Dott. Comm., 2007, n. 7

dell'azienda, deve essere elaborato quale prodotto tra il valore dell'azienda stessa e un opportuno tasso di rendimento. Il tasso di rendimento è influenzato dal rischio sopportato dal locatore che, a sua volta, dipende da una pluralità di fattori, quali il rischio operativo, il livello di solidità finanziaria del conduttore, le garanzie rilasciate dal conduttore.

Pertanto, per la valutazione della congruità del canone di affitto previsto contrattualmente si farà riferimento, seguendo gli orientamenti dottrinali prevalenti, ad una definizione di "canone congruo" come prodotto tra il valore economico dell'azienda (o, come nella fattispecie in esame, del ramo di azienda) data in locazione e un tasso di remunerazione del capitale investito nell'azienda locata.

Evidentemente un approccio di questo tipo presuppone le fasi di seguito elencate:

- a) l'individuazione del tasso di remunerazione del capitale investito (c.d. "tasso di congrua remunerazione"), strumentale alla determinazione del canone congruo;
- b) la stima del valore economico del ramo aziendale concesso in affitto;
- c) la determinazione del "canone congruo" e la sua comparazione con i canoni previsti contrattualmente.

È opportuno precisare che il tasso di rendimento può oscillare in un range di valori il cui estremo inferiore è rappresentato dal tasso privo di rischio (*risk free rate* che può essere posto pari al rendimento dei titoli di Stato a medio – lungo termine, quali i decennali), e l'estremo superiore è pari al costo del capitale che può essere determinato sulla base dei dati medi di settore.

Il *risk free rate* si applicherà in presenza di un modesto rischio operativo ovvero nel caso in cui l'affittuario posseda una notevole solidità finanziaria e in presenza di valide e congrue garanzie quali, ad esempio, fidejussioni bancarie a prima richiesta.

Il costo del capitale si applicherà, viceversa, qualora il rischio operativo sia elevato e il conduttore non sia solido dal punto di vista finanziario e patrimoniale e, al contempo, non siano rilasciate idonee e congrue garanzie.

In quest'ultimo caso aumenta l'alea in capo all'affittuario e il tasso tende ad avvicinarsi al costo del capitale.

Secondo **il documento elaborato dal CNDCEC**, il canone di locazione non può essere determinato applicando un tasso maggiore del costo del capitale in quanto, in situazioni normali, supererebbe i redditi attesi dal conduttore e pertanto non vi sarebbe alcuna convenienza a gestire l'azienda. Il canone di locazione è, quindi, difficilmente determinabile in astratto senza considerare **le caratteristiche dell'affittuario (capacità gestionali) e garanzie poste a tutela del contratto**.

Nel caso di gare per l'affitto di aziende appartenenti a procedure concorsuali, il documento del CNDCEC suggerisce di stabilire un canone di locazione minimo riferito a una situazione di basso rischio e di valutare le offerte pervenute in base alle considerazioni precedentemente svolte (rischio operativo, solidità del conduttore, garanzie prestate, ecc.).

Ciò premesso, dal punto di vista operativo, possiamo distinguere due situazioni:

- 1. il locatario si assume solo il rischio di mancata riscossione dei canoni;**
- 2. il proprietario si accolla anche l'alea derivante da eventuali variazioni negative di valore dell'azienda attribuibili a cattiva gestione da parte dell'affittuario.**

Nel primo caso **il contratto di affitto è assimilabile a un contratto di finanziamento** nel quale il capitale prestato è **il valore dell'azienda e i canoni rappresentano la remunerazione periodica del locatore**.

In questo caso la formula applicabile per la determinazione del canone è

$$C = i * W$$

In cui:

- C è il canone di affitto;

- i è il tasso che riflette il rischio di inadempimento dell'affittuario;
- W è il valore dell'azienda⁵.

Se l'affittuario prestasse garanzie che rendessero certo l'incasso del canone, il tasso i dovrebbe essere posto al *risk free rate* in quanto nessun rischio graverebbe sul locatore.

Il tasso i , come si dirà meglio nel prosieguo, può essere determinato facendo riferimento in via preliminare al costo medio del debito dell'azienda oggetto del contratto di affitto. Tale tasso può essere desunto dalla documentazione bancaria oppure, in mancanza della stessa, tramite i dati di bilancio.

Se il locatore si accolla anche il rischio derivante da eventuali variazioni negative del valore dell'azienda attribuibili a cattiva gestione della stessa da parte dell'affittuario, l'operazione di affitto non può essere assimilata a un'operazione di finanziamento in quanto il proprietario dell'azienda si assume due tipologie di rischi: la prima derivante dall'inadempimento dell'affittuario (espresso dal tasso i), la seconda collegata alla cattiva gestione dell'azienda da parte del conduttore (rappresentato dal tasso s).

In questo caso il canone congruo di locazione può essere determinato secondo la seguente formula:

$$C = (i+s) * W$$

In cui:

- C è il canone di affitto;
- i è un tasso che riflette il rischio di inadempimento della controparte;
- s è una maggiorazione del saggio associata al rischio derivante dalla cattiva gestione del conduttore;
- W è il valore dell'azienda.

⁵ *cfr.* «Linee guida per la valutazione di aziende in crisi» CNDCEC e Sidrea 27/12/2016 e «Informativa di valutazione nelle crisi d'impresa» CNDCEC 30/10/2015

Alla luce delle considerazioni suesposte, al fine di individuare il valore di riferimento per valutare la congruità del canone di affitto del ramo di azienda in parola, lo scrivente procederà come di seguito esposto:

- a) individuazione del tasso di remunerazione del capitale investito (c.d. “tasso di congrua remunerazione”), strumentale alla determinazione del canone congruo;
- b) stima del valore economico del ramo aziendale concesso in affitto;
- c) determinazione del “canone congruo” e comparazione con i canoni previsti contrattualmente;

Attesa la necessità, ai fini del presente lavoro, di stimare il valore del capitale economico del ramo in parola, lo scrivente ritiene utile dapprima fornire brevi cenni metodologici di stima del valore economico delle aziende o rami di azienda.

5.1 LA DETERMINAZIONE DEL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE

In merito al tasso di congrua remunerazione, definito in dottrina come quel tasso di rendimento minimo richiesto dagli investitori, reali o potenziali, si rammenta che trattasi di un tasso minimo di riferimento che rende gli *shareholder* (intesi in senso ampio, vale a dire qualunque soggetto che abbia un’azienda o una partecipazione/quota in una società) indifferenti tra l’investimento nel capitale dell’azienda ovvero l’investimento in un’attività alternativa, cioè in un’attività che presenti un rendimento in linea con i compensi ritraibili dai migliori investimenti alternativi, tenendo anche conto del rischio che grava sui singoli impieghi.

Nel caso di specie, si ritiene che tale tasso debba essere individuato nel tasso di congrua remunerazione del capitale di rischio i_c secondo il *Build-Up approach*.

Il tasso di congrua remunerazione (i_c) è stato calcolato, come somma di quattro componenti, nel modo che segue:

$$i_c = i_1 + i_2 + md + scr$$

dove:

- i_c è il tasso di congrua remunerazione;
- i_1 è il *risk free rate*;
- i_2 è il premio per il rischio;
- md è la *marketability discount*;
- scr è lo *specific company risk*.

Il saggio *risk free* (i_1) è il tasso di rendimento di investimenti sostanzialmente privi di rischio. Tale saggio viene, di norma, calcolato in base al rendimento medio dei titoli di Stato a medio/lungo termine. Nel caso di specie, è calcolato sul fondamento del tasso medio di interesse dei BTP decennali per l'anno 2019⁶, considerato al netto del tasso di inflazione, in quanto si ritiene che tali titoli costituiscano un attendibile *proxy* del rendimento di un *asset* privo di rischio.

Tale tasso di interesse è stato calcolato moltiplicando il rendimento nominale lordo dei titoli di Stato per un coefficiente dato dalla differenza tra uno e l'aliquota d'imposta sugli interessi derivanti dai titoli di Stato (12,50%). In formula:

$$i_n = RNL * (1-t)$$

dove:

- i_n è il saggio di interesse nominale netto (d'imposta);
- RNL è il saggio di interesse nominale lordo (d'imposta);

⁶ cfr. www.dt.tesoro.it

- t è l'aliquota d'imposta sugli interessi derivanti dai titoli di Stato (12,50%).

Nel caso di specie, il saggio di interesse nominale lordo medio registrato dai titoli di stato reperiti sul sito del Dipartimento del Tesoro, è risultato essere pari a **3.47%**.

Il premio per il rischio (i_2) è calcolato con la tecnica del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Secondo tale metodica valutativa, il premio per il rischio viene determinato moltiplicando il *beta-factor* (β) (che rappresenta la misura del rischio operativo e finanziario del complesso aziendale) per il premio medio di mercato (dato dalla differenza tra il rendimento medio atteso del mercato azionario e il rendimento degli investimenti privi di rischio - i_1):

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

dove ai simboli già noti si aggiungono:

- β è il valore del rischio sistematico, fatto pari al rapporto tra la covarianza fra i rendimenti dell'azienda e quelli del portafoglio di mercato (numeratore) e la varianza dei rendimenti del portafoglio di mercato stesso (denominatore);
- R_m è il rendimento medio offerto dal mercato.

Da quanto detto consegue che il valore ($R_m - i_1$) esprime il premio offerto dal mercato per gli investimenti rischiosi.

Nel caso di specie, considerato che la Società in oggetto non è quotata in Borsa, non risulta direttamente disponibile il dato relativo al coefficiente beta della Società. Occorre, quindi, individuare tale coefficiente in via indiretta o mediata.

L'analisi delle informazioni fornite dal management della Società, ha consentito di approssimare il beta della Società, alla luce di quanto indicato dalla più accreditata prassi

valutativa, a quello relativo al settore "Healthcare products"⁷; il β factor è stato conseguentemente fatto pari a **1,16**.

Il premio per il rischio di mercato ($R_m - i_1$) è stato fissato pari al 8.33%⁸.

Il premio per il rischio, calcolato con la tecnica del CAPM risulta, pertanto, pari al seguente valore:

$$i_2 = 1,16 \times 8.33\% = 9.56\%$$

La md (*marketability discount*) è una maggiorazione del tasso applicato alle società non quotate, in ragione del fatto che le azioni non negoziate in un mercato regolamentato scontano un rischio di negoziabilità maggiore rispetto a quello delle azioni quotate e liberamente trasferibili.

Lo *specific company risk* è una maggiorazione del tasso è una maggiorazione del tasso connessa al fatto che l'investimento in una specifica attività, anziché in un portafoglio titoli, non consente di eliminare il rischio diversificabile. Tale maggiorazione del tasso è atta a fronteggiare rischi specifici di una determinata attività, legati alle modalità di soddisfacimento del fabbisogno finanziario, alla tipologia di attività svolta, ai luoghi nei quali essa è esercitata, alla concentrazione della clientela, e così via.

Lo *specific company risk* può essere fatto pari al **1%**, mentre la md (*marketability discount*) nel caso di specie viene posta pari a zero%.

Il tasso di congrua remunerazione (i), somma del *risk free rate* (i_1), del premio per il rischio (i_2), dello *specific company risk* (scr) e della *marketability discount* (md) viene determinato, in definitiva, nel modo che segue:

$$i = 3.47\% + 9.66\% + 1\% + 0\% = 14,03\%$$

⁷ Stern – Scuola di Management della New York University: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

⁸ Stern – Scuola di management della New York University - Damodaran, www.stern.nyu.edu

6. LA STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO DELLA FARMACIA DI MONTICELLI DI ESPERIA

6.1. LA METODOLOGIA VALUTATIVA UTILIZZATA

Come si è avuto modo di descrivere nel precedente capitolo, la scelta di una o più metodologie da impiegare ai fini della stima del valore economico di un'azienda/ramo d'azienda dipende dalla finalità sottesa alla valutazione, dalle caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione e dalla qualità e quantità delle informazioni e dei dati disponibili. Non esiste, infatti, un metodo che sia riconosciuto universalmente valido per la stima del valore economico di un complesso aziendale in quanto in grado di soddisfare, in ogni circostanza, i requisiti di **"razionalità"**, **"obiettività"**, **"generalità"** e **"stabilità"** in misura migliore di tutti gli altri.

Avendo riguardo alle metodologie per la valutazione del valore economico di un'azienda o di un ramo di azienda come esposte nel capitolo precedente, si rammenta come esse possano essere fondamentalmente riconducibili a due categorie:

- metodi c.d. **"diretti"**, che fondano la stima del valore economico d'impresa su grandezze desunte dal mercato;
- metodi **"indiretti"**, che a loro volta si distinguono in metodi basati su grandezze flusso, metodi basati su grandezze stock e metodi basati su grandezze flusso-stock.

Orbene, nel caso di specie è evidente l'impossibilità di applicazione dei metodi fondati su grandezze *stock* in quanto non si è in possesso della relativa documentazione.

Invero, nel caso in esame – determinazione del congruo canone di concessione - le informazioni e i documenti disponibili sono quelli descritti nel capitolo 1, avendo particolare riguardo ai valori di fatturato, nonché di altre informazioni utili ad esprimere un giudizio in merito alle prospettive economiche di breve/medio termine della farmacia istituenda.

Per quanto sopra, si ritiene opportuno procedere ad una stima del valore economico della farmacia istituenda ricorrendo ai metodi fondati su grandezze flusso e, comparando al contempo, un approccio valutativo diretto fondato su grandezze desunte dal mercato con un approccio indiretto basato su flussi dei redditi stimati dallo scrivente al fine di garantire maggiore attendibilità della valutazione oggetto del presente lavoro.

6.2 I METODI FONDATI SU GRANDEZZE FLUSSO

Come già esposto, il metodo reddituale fonda il proprio presupposto sulla capacità dell'azienda di generare risultati economici positivi, riproducibili nel futuro. Il valore del capitale economico (W), stimato sul piano quantitativo come funzione del reddito atteso (R), rappresenta il valore dell'azienda nella sua globalità, includendo tutte le componenti patrimoniali, tangibili e intangibili.

Sulla base di quanto esposto la prima metodologia di valutazione viene individuata, ragione delle performance economico reddituali della Farmacia per l'esercizio 2021 nell'algoritmo che segue:

$$W = \text{EBITDA} * M \pm \text{PFN}$$

Dove EBITDA è il valore del margine prodotto dalla gestione prima degli interessi, della componente fiscale, degli ammortamenti e degli accantonamenti e/o delle svalutazioni;

M è il moltiplicatore desumibile dalla natura dell'azienda e del settore;

PFN è la posizione finanziaria netta dell'azienda oggetto di valutazione;

Successivamente si procederà a applicare l'algoritmo che segue:

$$W = \text{RO} / i_{wacc} \pm \text{PFN}$$

Dove:

RO è pari al reddito operativo medio normale atteso;

i_{wacc} è il costo medio ponderato del capitale

PFN è la posizione finanziaria netta.

Infine si procederà alla valutazione del capitale economico della farmacia di Monticelli di esperia mediante l'applicazione di un metodo empirico determinato come segue:

$$W = \text{FATTURATO} * M$$

Dove:

FATTURATO rappresenta il valore del fatturato medio normale atteso;

M il moltiplicatore desunto dall'andamento delle valutazioni di mercato

In ragione di quanto esposto lo scrivente ritiene di poter fondare le proprie valutazioni sull'ultimo esercizio completo della farmacia di Monticelli di Esperia che è appunto quello chiuso al 31.12.2021 e che può rappresentare un data set sufficientemente attendibile e prudente.

Le determinazioni appena descritte conduco ai valori di seguito rappresentati:

$$W = \text{EBITDA} * M \pm \text{PFN}$$

EBITDA NORMALIZZATO	VALORI
UTILE NETTO	68.707,85
IMPOSTE	4.172,00
ONERI FINANZIARI	6.134,67
ACCANTONAMENTO TFR	6.348,88
AMMORTAMENTI	617,34
TOTALE	85.980,74

Il moltiplicatore nel caso di specie può essere fatto pari a 8 e, pertanto, il valore del capitale economico pertanto può essere fatto pari a $85.980,74 * 8 = 687.845,9$.

La Posizione finanziaria netta naturalmente deve essere fatta pari a zero in ragione della peculiarità dell'operazione per cui il gestore non assume debiti e crediti.

In ragione della seconda metodologia individuata è necessari individuare il valore del reddito operativo e quello del tasso di congrua remunerazione

In merito alla determinazione del tasso di interesse da applicare per la valutazione in oggetto occorre far presente come, nel caso di specie, debbano essere flussi reddituali lordi (relativi, cioè, alla gestione operativa).

Pertanto, il tasso di sconto cui attualizzare il flusso in parola sarà, per il rispetto del principio di coerenza, una media ponderata dei costi delle singole fonti di finanziamento o WACC (*Weighted Average Cost of Capital*):

$$i_{WACC} = i_c \frac{W}{W+D} + i_d \frac{D}{W+D} (1-t)$$

in cui:

- i_c è il costo del capitale proprio;
- i_d è il costo del capitale di credito;
- t è l'aliquota fiscale;
- W e D rappresentano rispettivamente i valori economici del capitale proprio e dei debiti finanziari.

Invero, ai fini del calcolo di detto tasso è indispensabile tenere conto del *principio di coerenza* tra tassi e flussi secondo il quale alle molteplici configurazioni di flussi reddituali o finanziari utilizzati di volta in volta nei vari metodi è opportuno associare altrettante configurazioni di tassi di attualizzazione.

Per una migliore comprensione della formula suesposta, si ritiene opportuno rammentare come i_c , ovvero il costo del capitale proprio, è risultato essere pari al **14,03%**

Per quanto concerne, invece, la determinazione del tasso i_d , ovvero il costo del capitale di debito, lo scrivente ha ritenuto opportuno determinarlo avendo quale parametro di riferimento il costo dei debiti finanziari della farmacia oggetto di stima, ovvero utilizzando quale *proxy* il costo dei finanziamenti per imprese aventi analogo grado di rischio operativo e finanziario⁹.

⁹ fonte: Stern – Scuola di *management* della New York University - Damodaran, www.stern.nyu.edu

Pertanto, il tasso di indebitamento è risultato essere pari a:

$$i_d = 4,36\%$$

Il terzo parametro da calcolare ai fini della stima del *wacc* è costituito dai “pesi” da assegnare al tasso di congrua remunerazione (*i*) e al saggio di interesse (*i_d*). Ne risulta che il valore attribuito ai pesi in parola può essere ragionevolmente fatto pari rispettivamente a 75% e 25% in ragione della peculiarità dell’operazioni prospettata nella delibera di Consiglio Comunale

Il tasso *i_{wacc}*, calcolato sulla base delle assunzioni sopra effettuate in ordine ai parametri della formula valutativa è, pertanto, pari a 11,41% ed è stato determinato come di seguito:

$$i_{wacc} = 14,03\% * (75\%) + 4,36\% * (25\%) = 11.61\%$$

Sulla base di quanto sposto la valutazione secondo il metodo reddituale puro fondato sul reddito operativo che è pari all’EBITDA diminuito di ammortamenti ed accantonamenti per può essere fatto pari a € 79.014,52 e pertanto il valore del capitale economico può essere determinato, considerato pari a zero il valore della Posizione finanziaria netta, come segue:

$$W = 79.014,52 * 0.1161 = 680.572,95$$

Utilizzando il metodo empirico fondato sul multiplo del fatturato è possibile determinare il valore del capitale economico può essere determinato come segue:

$$W = \text{Fatturato} * M$$

Il fatturato è pari a € 609.000 moltiplicato per 1,125 in ragione della natura della sede farmaceutica e conduce ad un valore di € 685.125

In conclusione è possibile rappresentare la tabella con i risultati dei tre metodi:

EBITDA * 8	687.846
Ro/ <i>i_{wacc}</i>	680.572
Fatturato *1.125	685.125

Valore medio	684.514
--------------	---------

Di seguito sulla base del valore del capitale economico stimato avendo come riferimento per performance economico reddituali della Farmacia di Monticelli di esperia al 31.12.2021 si intende procedere alla stima del congruo canone teorico e di quello convenientemente sostenibile per il gestore, giungendo ad individuare delle linee guida economiche per l'Ente nell'ambito della pianificazione economica dell'affidamento in gestione

6.3 LA STIMA DEL CANONE CONGRUO

Sulla base di quanto esposto si procede alla determinazione del valore del capitale economico teorico della istituenda farmacia attraverso l'applicazione della formula inversa del canone congruo:

$$C = i_{wacc} * W$$

Dove i simboli assumono i significati già noti e pertanto ne consegue che il valore del canone teorico congruo può essere determinato come segue:

$$C = 0.1161 * 684514 = 79.472$$

Tuttavia è necessario rilevare che questo valore teorico di riferimento è puramente teorico e rappresenta il valore dell'usufrutto dell'azienda ce se fosse tutto attribuito al canone concessorio non lascerebbe spazio alla remunerazione del gestore.

Pertanto sulla base di quanto dedotto nella premessa metodologica è necessario rilevare che tale valore debba essere ripartito tra la remunerazione della concessione e del lavoro direzionale di un farmacista gestore.

In tal senso sarebbe necessario ipotizzare di eliminare dal canone il costo lordo annuo della remunerazione di un direttore di farmacia che è almeno pari a circa 47.000 euro pertanto dal canone teorico ne residuerebbero circa 32.472 che è pari a circa il 40% del canone teorico di riferimento.

In conclusione è quindi possibile affermare che il canone di concessione determinato sulla base delle ipotesi formulate nella proposta di delibera può dirsi congruo e normale fino al fatturato di riferimento utilizzato nella stima pari a € 609.000 annui.

E' necessario inoltre precisare che si tratta di un valore teorico di riferimento puramente indicativo il cui valore dipende dalle ipotesi e dalle assunzioni utilizzate nella valutazione.

Tale valore come noto può differire dal valore di aggiudicazione della concessione che dipende dall'andamento delle procedure di evidenza pubblica.

7. CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE E LINEE GUIDA DEL PIANO ECONOMICO

È stato conferito allo scrivente Prof. Dott. Domenico Celenza, Associato di Economia Aziendale presso l'Università degli Studi di Napoli "Parthenope", Dottore Commercialista e Revisore Contabile, dal Comune di Esperia, l'incarico di redigere un parere circa le modalità di concessione in gestione della farmacia comunale procedere a una *fairness opinion* sulla congruità del canone concessorio contemplato nella proposta di delibera per la gestione in concessione della farmacia di proprietà del Comune di Aquino.

Sulla base delle considerazioni e delle metodologie esposte nel corpo della presente relazione, che qui si intendono integralmente riportate, è necessario riferire che si è proceduto alla stima del valore del Capitale economico della farmacia sulla base del canone concessorio opportunamente attualizzato in ragione del tasso di congrua remunerazione e per la durata ipotizzata del rapporto di concessione.

Sulla base delle determinazioni effettuate è stato possibile evidenziare come la concessione a terzi della gestione della farmacia di Monticelli di Esperia rappresenti per il Comune di Esperia comportamenti indubbi vantaggi, anzitutto consente all'Ente di godere di una rendita netta senza dover approntare risorse finanziarie e umane e senza implicazioni sul piano della gestione di un apposito sistema informativo contabile ma, tuttavia, necessita di una serie di accorgimenti nella formulazione del bando di gara nel contratto di gestione e dei relativi disciplinari tecnici che devono porre al riparo il bilancio dell'Ente dalla gestione di eventuali obbligazioni alla fine della concessione e di quelle comuni ad una eventuale risoluzione.

In conclusione, al fine di fornire una valutazione complessiva del valore del corrispettivo da porre a base d'asta per la procedura di affidamento della concessione del servizio di gestione della titolarità della farmacia comunale di nuova istituzione, si ritiene opportuno evidenziare quanto di seguito riportato:

– la richiesta di un consistente corrispettivo iniziale può notevolmente ridurre la partecipazione alla procedura di soggetti professionalmente esperti e qualificati che non dispongano delle risorse richieste (considerando che in ogni caso dovranno già farsi carico del finanziamento degli investimenti e delle giacenze di magazzino);

– la durata della concessione influenza direttamente sia la scelta del concessionario e dovrebbe prevedere delle modalità tecniche del Comune in caso di difficoltà gestionali.

Si evidenzia inoltre la necessità che venga previsto nel bando e quindi nelle previsioni contrattuali un meccanismo automatico di esclusione e/o di acquisizione degli investimenti (chiaramente effettuato al valore corrente di quel momento o, come si usa in questi casi, con una riduzione prestabilita sul valore di acquisto) da parte del Comune o del nuovo soggetto gestore al termine del periodo di concessione (impegno all'acquisizione che potrebbe riguardare anche, con qualche precisazione tecnico-economica, le giacenze di magazzino e la necessità di non riconoscere le differenze di avviamento e quelle inventariali alla fine della concessione).

Avendo riguardo della congruità del canone concessorio è necessario rilevare che le previsioni della proposta di delibera sono sintetizzabili come segue:

1) Canone iniziale *una tantum* da versarsi alla stipula della concessione che potrebbe essere individuato indicativamente in Euro 260.000 da imputarsi alla concessione ventennale con un onere di competenza di € 13.000 annuali;

2) Canone da versarsi a cadenza annuale: Euro 32.500 da cui è necessario dedurre la quota di competenza annuale versata nel canone iniziale

3) Canone aggiuntivo variabile, qualora il fatturato, a partire dal primo anno di esercizio, sulla base della tabella che si riporta di seguito:

Fatturato da	A	Canone variabile sul fatturato	Canone Max di Soglia
609.001	700.000	3%= 2.730	35.230
700.001	800.000	2,5%=2500	37.730
800.001	850.000	2%=1000	38.730

850.001	900.000	1,5%=750	39.480
Da 900.001	Oltre	1%	Oltre 39.480

A parere dello scrivente, sulla base delle determinazioni effettuate nel corpo della presente relazione appare necessario sottoporre alcune riflessioni:

- Il canone può essere definito congruo sulla base delle ipotesi e degli scenari formulati nello sviluppo del conto economico di riferimento fino a un fatturato di 609.000 Euro e a carico del conduttore il rischio d'impresa connesso al mancato conseguimento dei ricavi;
- È necessario, a parere di chi scrive, procedere alla definizione di un canone variabile con articolazione diversa rispetto a quella ipotizzata in ragione di fasce di fatturato che potrebbero essere rappresentate da quelle appena esposte.

Ciò consentirebbe un godimento della rendita per l'Ente maggiormente articolato in ragione di una progressività dell'onere concessorio in capo al gestore più aderente al probabile scenario evolutivo del fatturato nei prossimi anni;

In Conclusione è necessario rammentare che la concessione dovrebbe escludere in capo all'Ente, l'esecuzione di obbligazioni di fine contratto che possano determinare oneri prospettici sul Bilancio come il riconoscimento di differenze di avviamento e/o di carattere inventariale al termine e durante l'esercizio della concessione in caso di risoluzione ed escludere espressamente l'obbligo di riassorbire il magazzino e il personale in caso di risoluzione della convenzione per qualsivoglia motivo.

Ritenendo di aver adempiuto all'incarico assegnato e rimanendo a disposizione per ogni eventuale chiarimento e/o integrazione, si ringrazia per la fiducia accordata e si porgono distinti ossequi.

Esperia(FR), 9 ottobre 2023

Prof. Dott. Domenico Calenza
