

RELAZIONE DI STIMA VALUTATIVA

VALORIZZAZIONE ECONOMICA DELL'EVENTUALE MAGGIOR VALORE – ANCHE IN
TERMINI DI AVVIAMENTO – DEGLI STABILIMENTI DEL

FALLIMENTO R.G. 31/2019 Tribunale di Brescia

[REDACTED]

[REDACTED]

Giudice Delegato: Ill.mo Dott. Canali Gianluigi

Collegio dei Curatori: Dott. Midolo Stefano, Dott. Di Prata Leandro, Dott. Felappi Davide

PROFESSIONISTA INCARICATO

DOTT. FRANCESCO MAZZOLETTI – DOTTORE COMMERCIALISTA E REVISORE LEGALE
CON STUDIO IN BRESCIA, VIA CABRINI N.8 – TEL. 030/280264

Sommario

1	PREMESSA	3
1.1	Conferimento dell'incarico	3
1.2	I documenti acquisiti e analizzati	3
1.3	Approccio metodologico	3
1.4	Data di riferimento	4
2	A.I.A.: AUTORIZZAZIONE INTEGRATA AMBIENTALE.....	4
2.1	Definizione (cenni)	4
2.2	Iter istruttorio (cenni).....	5
2.3	A.I.A. di ██████████.....	6
3	GLI STABILIMENTI DELLA RAFFINERIE METALLI CAPRA Spa	6
3.1	Beni immobili	7
3.2	Beni mobili.....	7
4	RISPOSTA AL QUESITO	8
4.1	Valorizzazione costi.....	8
4.1.1	Costi per ottenimento del rinnovo A.I.A.....	8
4.1.2	Costi per mancato ottenimento rinnovo A.I.A.	9
4.2	Valorizzazione avviamento.....	9
4.2.1	Selezione del campione comparativo.....	9
4.2.2	Conto economico ed Ebitda margin di settore	10
4.2.3	Calcolo Ebitda potenziale con beni ██████████.....	11
4.2.4	Attualizzazione del rendimento atteso.....	12
4.2.5	L'eventuale avviamento	14
4.3	Conclusioni	16

1 PREMESSA

1.1 Conferimento dell'incarico

In data 30/01/2019 il Tribunale di Brescia ha dichiarato il fallimento della società [REDACTED] (R. G. n. 31/2019 Tribunale di Brescia) nominando quale Giudice Delegato l'Ill.mo Dott. Gianluigi Canali e quale Collegio dei Curatori i dottori Stefano Midolo, Leandro Di Prata e Davide Felappi.

Il Collegio dei Curatori ha conferito allo scrivente, dott. Francesco Mazzoletti, dottore commercialista con studio in Brescia Via Cabrini n. 8, il seguente incarico: “Valorizzazione economica dell'eventuale maggior valore – anche in termini di avviamento – degli stabilimenti della fallita siti in Castel Mella e Montirone se venduti a seguito del rinnovo dell'A.I.A.”.

1.2 I documenti acquisiti e analizzati

Al fine di adempiere all'incarico assegnato lo scrivente ha acquisito ed analizzato la seguente documentazione:

- documentazione inerente A.I.A. Metalli Capra Spa;
- perizia beni immobili resa alla procedura fallimentare dall'arch. Silvia Lorenzini;
- perizia beni mobili resa alla procedura fallimentare dall'ing. Ignazio Biserni;
- relazione inerenti la stima degli oneri per il rinnovo dell'A.I.A. e per la bonifica dei siti resa alla procedura fallimentare dallo studio dell'ing. Carlo Gorio;
- bilanci civilistici della [REDACTED] (2014-2017);
- estrazione dati dalla banca dati Aida - Bureau van Dijk per le aziende codice Ateco 2442;
- quotazioni di vendita dell'alluminio alla tonnellata a rottame sul mercato italiano (quotazione FT).

1.3 Approccio metodologico

Pare opportuno esporre l'approccio metodologico che lo scrivente intende seguire per espletare l'incarico affidato.

Prodromica alla risposta al quesito è la sintetica definizione dell'Autorizzazione Integrata Ambientale per comprenderne il perimetro d'applicazione e l'individuazione dei beni costituenti gli stabilimenti produttivi della [REDACTED]

Saranno poi individuati i costi di ottenimento del rinnovo dell'A.I.A. e i costi da considerare, nel caso contrario, di mancato ottenimento del rinnovo dell'autorizzazione.

L'individuazione dei benefici economici che potrebbero permettere, eventualmente, di far affiorare un plusvalore insito nei beni mobili e immobili degli stabilimenti produttivi a seguito dell'ottenimento del rinnovo dell'A.I.A. sarà effettuata attraverso un'analisi comparata di settore, esaminando i dati di bilancio di aziende che presentano il medesimo codice di attività (Ateco) della [REDACTED]

In particolare, dopo aver analizzato il campione delle aziende considerate, sarà calcolato l'Ebitda di settore, ottenendo poi la percentuale del rapporto tra il medesimo indicatore e il valore dei ricavi medio di settore.

Sarà poi effettuata una stima del potenziale valore della produzione di alluminio di recupero, ottenibile con il compendio di beni oggi disponibili della [REDACTED]. Valutato così l'Ebitda di settore e il valore della produzione specifico, sarà poi calcolato il relativo Ebitda specifico aziendale.

Per addivenire ad un ipotetico plusvalore in termini percentuali da applicare al compendio dei beni oggi disponibili, che potrebbe esprimere l'avviamento, si è ritenuto opportuno ipotizzare un investimento della durata di n. 5 anni, proiettando per tale periodo il margine al netto anche di ammortamento e peso fiscale – che sarà opportunamente calcolato – così da attualizzarlo e identificare il valore odierno di tale (eventuale) plusvalore. Nel procedimento di attualizzazione sarà utilizzato il CAPM quale tasso di sconto e sarà valutato anche il *terminal value* dei beni.

Sarà così ottenuto, in altre parole, il valore, ad oggi, del rendimento dell'investimento e dei beni al termine del periodo considerato. Sarà così trasformato in termini percentuali il plusvalore – eventuale – da applicare al compendio di beni materiali oggi valorizzati. Tale valore sarà poi suddiviso proporzionalmente, considerato il valore periziato del compendio di beni, tra i due stabilimenti.

1.4 Data di riferimento

La presente relazione è resa alla data del 20/07/2020 in forza della documentazione disponibile a tale data poc'anzi citata.

2 A.I.A.: AUTORIZZAZIONE INTEGRATA AMBIENTALE

2.1 Definizione (cenni)

L'AIA è l'autorizzazione integrata necessaria per l'esercizio di alcune tipologie di installazioni produttive che possono produrre danni ambientali significativi; è integrata nel senso che nelle relative valutazioni tecniche sono considerati congiuntamente i diversi danni sull'ambiente causati dall'attività da autorizzare, nonché tutte le condizioni di funzionamento dell'installazione (non solo a regime, ma anche nei periodi transitori ed in fase di dismissione), perseguendo quindi una prestazione ambientale ottimale. Tale obiettivo è tipicamente raggiunto con l'individuazione e l'adozione delle migliori tecniche disponibili (MTD, o BAT, Best Available Techniques), ovvero le tecniche impiantistiche, di controllo e di gestione che, tra quelle tecnicamente realizzabili nello specifico contesto ed economicamente sostenibili a livello di settore, garantiscono prestazioni ambientali ottimali in un'ottica integrata.

Nell'AIA l'autorità pubblica competente (statale o regionale), sulla base delle analisi proposte dal gestore dell'installazione da autorizzare, dovrebbe confermare la corretta individuazione delle MTD e delineare il crono programma per la loro implementazione. L'AIA considera in ogni caso come punti fermi il rispetto dei requisiti minimi stabiliti nelle norme ambientali di settore, le eventuali prescrizioni in materia di valutazione di impatto ambientale, la compatibilità con le norme di qualità ambientale (ad esempio stabilite in piani di qualità dell'aria, oppure in altri piani eventualmente soggetti a valutazione ambientale

strategica, oppure nelle prescrizioni in materia di industrie insalubri, adottate delle autorità sanitarie, oppure nelle prescrizioni per la gestione del rischio da incidente rilevante).

L'AIA non è lo strumento specifico per valutare la compatibilità di una installazione produttiva con il suo contesto territoriale, ma piuttosto è la procedura con la quale verificare che l'esercizio da autorizzare abbia pressioni ambientali limitate, conformi con condizioni prefissate (in un BREF, in una VIA o in una qualche norma di qualità ambientale) per limitare l'inquinamento ed i consumi di risorse ambientali e garantire l'adozione di tecniche ambientalmente più efficienti e quindi un minore inquinamento specifico.

2.2 Iter istruttorio (cenni)

L'Autorità Competente in sede statale è il MATTM (Ministero dell'Ambiente e della tutela del territorio e del mare).

La Commissione Istruttoria per l'AIA (CIPPC) svolge l'istruttoria tecnica finalizzata all'espressione del parere sulla base del quale viene emanato il provvedimento di AIA.

Anche l'ISS, l'ISPRA e le PP.AA. partecipanti alla conferenza di servizi contribuiscono al procedimento decisorio.

Le tipologie di domanda che possono essere presentate riguardano:

- le nuove installazioni: il gestore deve richiedere all'autorità competente l'AIA per poter cominciare la propria attività;
- le installazioni esistenti: l'AIA serve per proseguire ad esercire l'impianto;
- il riesame AIA: l'autorità competente può disporre il riesame con valenza, anche in termini tariffari, di rinnovo sull'installazione nel suo complesso. Il riesame può altresì essere disposto, sull'intera installazione o su parte di essa, su proposta di altre amministrazioni o su iniziativa del gestore, in relazione a specifiche criticità o nuovi elementi istruttori acquisiti;
- il riesame avviato in adempimento prescrizione AIA: si tratta di una procedura che si applica dopo che il gestore ha presentato un'istanza con nuovi elementi istruttori;
- la modifica sostanziale, l'aggiornamento o la modifica non sostanziale.

La procedura amministrativa si può suddividere sostanzialmente in nove fasi:

- 1) la presentazione della domanda (il gestore presenta l'istanza utilizzando gli appositi moduli predisposti dall'autorità competente, allegando tutta la documentazione specifica richiesta, ivi elencata, compresa l'attestazione dell'avvenuto pagamento della tariffa istruttoria);
- 2) la verifica preliminare tecnico-amministrativa (controllo sulla completezza della documentazione inviata, nel termine di 30 giorni);
- 3) avvio del procedimento (individuazione del responsabile del procedimento; comunicazioni e pubblicazioni; avvio dell'istruttoria; possibilità di inviare osservazioni, ...);
- 4) eventuale richiesta di integrazioni, con fissazione dei termini (non inferiori a 30 giorni) ed interruzione dei termini del procedimento;
- 5) istruttoria tecnica;

- 6) conferenza dei servizi (nel caso di richiesta di prima AIA per nuova installazione, di AIA per installazione esistente, di modifica sostanziale, di riesame con valenza di rinnovo, di riesame parziale che configura modifiche sostanziali al provvedimento previgente, viene convocata la conferenza dei servizi per acquisire osservazioni, proposte, pareri e determinazioni relative al Parere Istruttorio Conclusivo (PIC) e alla proposta di Piano di Monitoraggio e Controllo (PMC);
- 7) definizione del provvedimento;
- 8) chiusura del procedimento;
- 9) fasi attuative successive.

2.3 A.I.A. di [REDACTED]

Lo scrivente ha appurato che entrambi gli stabilimenti della [REDACTED] di Castel Mella e di Montirone sono provvisti, dal punto di vista ambientale, di apposite autorizzazioni integrate ambientali che autorizzano la gestione delle attività produttive in ciascun sito oltre a prevedere una serie di controlli/monitoraggi a garanzia delle varie matrici ambientali (aria, acqua, suolo, ecc):

- AIA n. 1988 del 11/06/2011, per lo stabilimento di Castel Mella,
- AIA n. 1331 del 08/05/2017, per lo stabilimento di Montirone.

In particolare a gennaio 2020, per lo stabilimento di Castel Mella, la Provincia di Brescia con nota prot. n. 4940/2020 del 14/01/2020 ha dato avvio del procedimento di riesame dell'AIA vigente, a seguito:

1. alla pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea del 30.06.2016 della Decisione di esecuzione della Commissione n. 2016/1032, che stabilisce le conclusioni sulle migliori tecniche disponibili (BAT) per le industrie dei metalli non ferrosi;
2. alla d.G.R. n. 2419 del 11/11/2019 con la quale la Regione Lombardia ha definito gli "Indirizzi per l'applicazione della Decisione di esecuzione (UE) 2016/1032 sulle conclusioni sulle Migliori Tecniche Disponibili (BAT) per le industrie di metalli non ferrosi".

3 GLI STABILIMENTI DELLA [REDACTED]

Ad inquadramento dell'attività svolta, dalla raccolta di informazioni e in particolar modo dalla lettura delle perizie si evince – sinteticamente – che l'azienda fallita era impegnata nel settore della produzione di pani o lingotti di alluminio secondario in svariate leghe.

In particolare, l'attività svolta nello stabilimento di Castel Mella (BS) consisteva, in sintesi:

- nell'acquisto di rottame di alluminio di vario genere sul mercato (tornitura d'alluminio, granelle, masselli, profilati, scarti, fusioni, lattine ecc. ecc.);
- nell'analisi del rottame al fine di individuare quale mix fosse adeguato alla lega di alluminio da produrre;
- nella fusione del mix di rottame individuato (effettuata - principalmente - sotto sale liquido in forno rotativo),
- nella colata del metallo fuso in pani o lingotti, previo controllo della lega ed eventuale correzione nei forni di attesa.

Un ulteriore complesso produttivo ubicato a Montirone (BS) in via Borgosatollo n°62 era dedicato al trattamento dei massi salini, prodotto di scarto derivante dalla fusione sotto sale effettuata presso lo stabilimento di Castel Mella, nel forno rotativo. In particolare, venivano svolte le seguenti attività:

- Preparazione (cernita, macinazione) dei materiali necessari alla fusione e raffinazione dei rottami per la produzione di alluminio secondario (attività IPPC n. 2);
- Riutilizzo di rifiuti speciali pericolosi e non pericolosi, provenienti dall'insediamento produttivo di Castel Mella e da produttori terzi;
- Trattamento del liquido di percolazione della discarica di proprietà sita in Capriano del Colle (BS), località Monte Netto.

Il ciclo tecnologico del processo di recupero è diviso in due fasi distinte:

- 1) Processo a secco (schema a blocchi n° 1) (attività IPPC n. 2)
- 2) Processo a umido (schema a blocchi n° 2) (attività IPPC n. 1)

3.1 Beni immobili

La relazione di stima dei beni immobili intestati alla procedura fallimentare è stata redatta dall'Arch. Silvia Lorenzini, con studio in Brescia, e resa in data 28/02/2020.

A riepilogo dei valori stimati si precisa quanto segue:

- A) beni in Castelmella (Brescia) – via Quinzano n. 96, raffineria metalli con palazzine per uffici e servizi:

Catasto fabbricati sez. NCT fg.15, part. 74 - sub. 2, sub. 3, sub. 4

Catasto Terreni sez. NCT fg.15, part. 41, part. 129, part. 130.

- Valore di mercato delle unità immobiliari:
€ 11.750.000,00 (undicimilionisettecentocinquantaeuro/00)
- Valore delle unità immobiliari in condizioni di vendita forzata:
€ 9.400.000,00 (novemilioniquattrocentomilaeuro/00)

- B) beni in Montirone (Brescia) – via Borgosatollo n. 62, raffineria metalli con palazzine per uffici e servizi:

Catasto fabbricati, sez. NCT, fg. 4, part. 299, sub. 1, sub. 2, sub. 3

- Valore di mercato delle unità immobiliari:
€ 3.500.000,00 (tremilionicinquecentomilaeuro/00)
- Valore delle unità immobiliari in condizioni di vendita forzata:
€ 2.800.000,00 (duemilioniottocentomilaeuro/00)

3.2 Beni mobili

La relazione di stima dei beni mobili intestati alla procedura fallimentare è stata redatta dall'Ing. Ignazio Biserni, con studio in Brescia e resa in data 15/05/2019.

A riepilogo dei valori stimati si precisa quanto segue:

Tabella 1 - Beni mobili periziati della procedura Fallimento [REDACTED]

categoria	in continuità	in caso di smobilizzo
impianti e macchinari Castel Mella	8.096.066,50	572.350,00
impianti e macchinari Montirone	3.494.000,00	227.400,00
mobili e macchine da ufficio Castel Mella	74.916,00	29.966,40
mobili e macchine da ufficio Montirone	12.774,00	5.109,60
automezzi e mezzi mov. Interna (entrambi i plant)	190.767,05	93.391,52
rimanenze (entrambi i plant)	848.050,52	593.635,36
magazzino ricambi (entrambi i plant)	724.072,67	36.203,63
impianto fotovoltaico Castel Mella	124.582,23	93.436,67
valutazione in € iva esclusa	13.565.228,98	1.651.493,19

Anche ai fini della presente relazione pare opportuno evidenziare quanto scrive il perito: *“Si evidenzia che dalla fermata degli impianti il personale dell’azienda ha continuato, con cadenza opportuna, a rimettere in moto gli impianti in modo che un eventuale vendita “in uso” possa vedere gli impianti in grado di entrare in produzione senza i tipici guasti derivanti da un prolungato fermo. Di tale aspetto si è tenuto conto per la valutazione, con l’eccezione di quegli impianti/macchinari già in disarmo durante l’attività ante fallimento”*.

4 RISPOSTA AL QUESITO

4.1 Valorizzazione costi

Lo scrivente ha provveduto a richiedere allo Studio Associato Ingegneria e Ambiente dell’Ing. Carlo Gorio, studio tecnico indicato e incaricato dal Collegio di Curatori della procedura fallimentare, una relazione di stima sommaria, ancorché ipotetica, inerente:

- a. gli oneri per l’ottenimento del rinnovo dell’AIA (in termini di costi amministrativi e di costi strutturali/impiantistici di adeguamento);
- b. gli oneri da sostenersi nel denegato caso di mancato rinnovo con conseguente dismissione e bonifica dell’area.

Lo studio tecnico ha reso la propria relazione nel mese di giugno 2020.

4.1.1 Costi per ottenimento del rinnovo A.I.A.

Nella relazione dello studio tecnico è precisato che in attesa del rilascio della nuova AIA da parte della Provincia di Brescia e nelle more di eventuali prescrizioni che dovessero essere avanzate dagli Enti, sono stati valutati i costi degli interventi prevedibili presso il sito di Castel Mella.

Infatti, considerando quanto richiesto dalle nuove Migliori Tecniche Disponibili (BAT) – citate poc’anzi – principalmente focalizzate sulla problematica delle polveri e quindi alle emissioni in atmosfera, e sulle emissioni delle acque in corsi idrici/suolo, e in vista del rilascio del rinnovo dell’AIA esistente, nella relazione tecnica si prevede la necessità di due tipologie di interventi:

- 1) azioni di sistema/progettuali
- 2) interventi strutturali/impiantistici.

Inoltre sono stati stimati i costi amministrativi legati al rinnovo.

In sintesi, gli oneri stimati sono:

- Costi amministrativi: € 16.000.
- Costi di sistema/progettuali: € 40.000.
- Costi interventi strutturali/impiantistici € 1.400.000.

Sentito il perito, si conferma che la stima dei costi riguarda unicamente il sito di Castel Mella. L'AIA del sito di Montirone scade in data 30/04/2022, quindi al momento non sono necessari analoghi costi di adeguamento per il sito di Montirone, come stimati per il sito di Castel Mella.

4.1.2 Costi per mancato ottenimento rinnovo A.I.A.

Posto che le AIA in vigore prescrivono di procedere alla dismissione e bonifica dell'area, alla cessazione dell'attività (punto E.10 "Interventi sull'area alla cessazione dell'attività") nella relazione dello studio tecnico è precisato che per entrambi gli stabilimenti sono state eseguite delle stime di *costo ipotetico di bonifica* da attuare in una futuribile fase futura.

In particolare, è precisato che i costi di una eventuale bonifica presso ciascuno stabilimento sono stati ottenuti in modo parametrico. In assenza di una caratterizzazione ambientale sito specifica, e stante che la costruzione di entrambi gli stabilimenti risale alla fine degli anni '60 (epoca priva di specifica legislazione ambientale sulla gestione dei rifiuti), si è scelto di stimare gli ipotetici costi di bonifica in base all'esperienza maturata per analoghe casistiche di attività produttive, valutando pertanto un costo al metro quadrato variabile tra 30 e 50 euro/mq.

In sintesi, le stime sono:

- per lo stabilimento di Castel Mella (estensione 74.000mq): tra € 2.220.000 ed € 3.700.000;
- per lo stabilimento di Montirone (estensione 43.500mq): tra € 1.305.000 ed € 2.175.000.

4.2 Valorizzazione avviamento

4.2.1 Selezione del campione comparativo

Richiamando le premesse metodologiche, si espone nel proseguo la selezione del campione di aziende utilizzato per la valutazione.

Lo scrivente ha optato per la scelta in base ai codici attività derubricati nella classificazione ATECO, adottata dall'Istituto nazionale di statistica italiano per le rilevazioni statistiche nazionali di carattere economico.

In particolare, è stata selezionato il seguente raggruppamento all'interno della nomenclatura:

- C. Attività Manifatturiere
 - o 24 Metallurgia
 - 24.4 Produzione di metalli di base preziosi e altri metalli non ferrosi, trattamento dei combustibili nucleari
 - o 24.42 PRODUZIONE DI ALLUMINIO

Oltre alla selezione della tipologia di attività si è ritenuto opportuno procedere selezionando le aziende all'interno di un perimetro geografico, scegliendo quelle della regione Lombardia.

Il campione così ottenuto incorpora n. 106 aziende.

Per le aziende considerate sono stati estratti i dati riguardanti i bilanci d'esercizio disponibili negli ultimi 5 anni, quindi per il periodo 2014 – 2018.

Dal campione sono stati poi eliminati i dati delle aziende che non permettevano una valutazione uniforme nel periodo considerato, ad esempio per l'omissione di dati in taluni esercizi del periodo. Le aziende così epurate dal campione sono risultate n. 36.

Successivamente, si è provveduto ad armonizzare ulteriormente il campione ai fini statistici, attraverso il calcolo del valore di produzione medio (media algebrica aritmetica) nel periodo considerato e apportando l'eliminazione dei c.d. minimi e massimi. In particolare, considerato anche il Valore della produzione dichiarato dall'azienda oggetto di comparazione, sono state epurate le aziende con valore della produzione medio superiore ai 250milioni di euro ed inferiori ai 10milioni di euro e considerate le aziende che avessero un rapporto tra il costo del personale e valore della produzione simile a quello della società in esame, al fine di escludere così eventuali società puramente commerciali o comunque non produttive.

Il campione così ottenuto è dunque composto da n. 33 aziende.

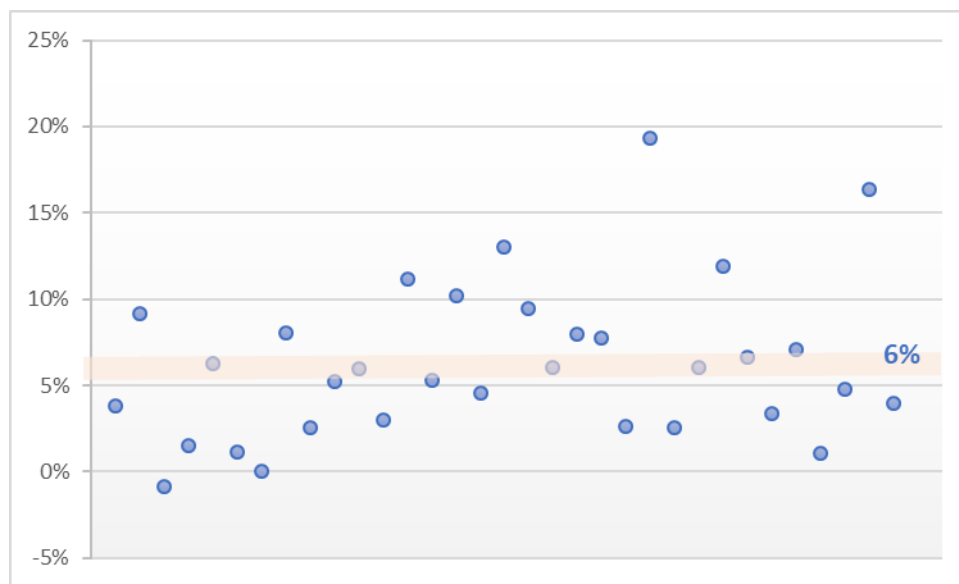
4.2.2 Conto economico ed *Ebitda margin* di settore

Si è proceduto poi all'analisi del conto economico per ciascuna delle aziende componenti il campione, avendo contezza di misurare l'incidenza percentuale di alcuni costi sul valore della produzione, considerando la media del periodo. In particolar modo è stato appurato che le aziende del campione considerato hanno un'incidenza sul valore della produzione coerente ed armonizzata fra loro con riferimento al costo del personale, alle materie prime, al costo per servizi e agli ammortamenti, avvalorando la comparabilità delle aziende costituenti il campione.

Seguendo il procedimento metodologico indicato nelle premesse, si è provveduto così a calcolare l'Ebitda di settore, sempre con riferimento al valore medio per il periodo considerato. Il valore così ottenuto è di circa € 2,2 milioni. Come noto, il valore descrive il risultato aziendale, escludendo interessi, imposte e ammortamenti su beni materiali e immateriali.

Si è poi provveduto al calcolo del *Ebitda margin*, ovvero il rapporto percentuale tra l'Ebitda e il fatturato totale, considerando dunque solo il valore dei ricavi da vendite e prestazioni e non il complessivo valore della produzione. Nei calcoli è stato considerato l'Ebitda medio nel periodo considerato, per ciascuna azienda del campione. Il margine Ebitda medio di settore così calcolato è risultato pari al 6%.

Figura 1 - Ebitda margin di settore



4.2.3 Calcolo Ebitda potenziale con beni ██████████

Giacché si deve valutare il margine di utilità ottenibile dall'utilizzo dei beni oggi nelle disponibilità della procedura di fallimento della ██████████ ipotizzando che lo stesso sia ottenuto attraverso una nuova organizzazione aziendale, si ritiene che non possa essere utilizzato il valore che scaturisce dall'analisi di bilancio dei risultati storici, che sono inficiati da un'organizzazione e da una gestione scaturita poi in fallimento. Il valore del margine Ebitda è stato così calcolato stimando un ipotetico fatturato ottenuto dalla moltiplicazione del valore medio dell'alluminio da riciclo (€/ton) per le tonnellate producibili esposte nell'A.I.A. . Da tale ipotetico fatturato si è successivamente calcolato a ritroso il valore del margine Ebitda, in base al Ebitda margin di settore calcolato poc'anzi.

Nello specifico, è stata estratta la quotazione dei rottami di alluminio sul mercato italiano alla data del 29 luglio 2020 dalla banca dati "Ft mercati", considerando tutte le tipologie di leghe di alluminio da rottame¹ previo consulto col personale tecnico della società fallita che ha confermato come tali tipologie fossero indistintamente adoperate nel ciclo produttivo aziendale. Il valore medio è risultato essere pari a € 824,00 alla tonnellata.

Con riferimento alla capacità produttiva desumibile dalla lettura dei provvedimenti AIA di Castel Mella (2011) e Montirone (2012 e agg. 2017), si evince che:

- stabilimento di Castel Mella: è indicata la capacità produttiva di progetto pari a 130.000 ton/anno (pag. 5 dell'AIA 2011);

¹ In particolare: alluminio cerchi puliti, alluminio profilo raccolta tolleranza 10%, alluminio tornitura ergal tolleranza 5%, carter motoristico tolleranza 5%, lastra alluminio mista verniciata (esente leghe e plastica) toll 5%, lastra bianca - 3000/5000, lastra offset (senza carta), rottame composto da lattine usate per bevande, rottame composto da profili pronto forno grezzi, rottame di alluminio - rame da radiatori, rottame in getti - carter nuovo bianco pulito, rottame non in lega - lastra e/o corde alluminio dolce 99,7% bianco pulito, trucioli composti da due o più leghe - tornitura mista toll. 5%

- stabilimento di Montirone: sono indicati i quantitativi massimi di (pag. 7 dell’AIA 2012, cui fa riferimento l’aggiornamento AIA 2017):
 - o messa in riserva di rifiuti in ingresso da avviare a recupero per un totale massimo di 19.075 mc;
 - o recupero (operazioni R4 e R5) dei rifiuti in ingresso fino a massimo 75.000 ton/anno.

Ai fini della presente relazione, previo un confronto con i periti della procedura, si ritiene debba essere considerata generatrice di ricavi diretti la capacità produttiva di Castel Mella, mentre quella di Montirone risulta essere più determinante sotto il profilo dell’efficienza del ciclo produttivo e non fonte diretta di ricavi di vendita. Quindi si assume che la capacità produttiva dei beni oggi disponibili sia pari al valore di progetto pari a 130.000 ton/anno, quale valore massimo.

Il valore in termini di fatturato ipotetico così ottenibili dalla messa in funzione ed organizzazione dei beni oggi disponibili, a seguito del rinnovo dell’AIA, è pari a € 107.120.000.

Posto tale valore e il valore del margine Ebitda medio di settore in percentuale, come calcolato nel paragrafo precedente (pari al 6%), mediante applicazione del reciproco si ottiene la valorizzazione dell’ipotetico Ebitda con i beni disponibili nella procedura ██████████ € 5.905.469,08.

4.2.4 Attualizzazione del rendimento atteso

Seguendo quanto prescritto dai Principi Italiani di Valutazione², le valutazioni reddituali, in massima sintesi, sono basate sulla capitalizzazione di un reddito ad un tasso espressivo del costo dell’investimento.

Nel caso di specie, l’attualizzazione del rendimento dell’investimento sarà basata sull’ipotesi, di un reddito derivato dall’Ebitda specifico come poc’anzi calcolato, al netto di ammortamenti e peso fiscale opportunamente calcolati, per una durata di n. 5 esercizi.

Il rendimento atteso può essere attualizzato al tasso determinato attraverso il CAPM (Capital Asset Price Model), la metodologia più usata per la determinazione del rendimento del capitale di rischio, il quale consente di porre in relazione all’interno della stessa formula il rischio di settore e il rischio specifico dell’impresa. Richiamando la formula per il calcolo:

$$CAPM = r + \beta (r_m - r)$$

dove:

r è il tasso di rendimento delle attività prive di rischio;

β è il coefficiente di rischio specifico;

r_m è il rendimento atteso del mercato;

$(r_m - r)$ è il premio per il rischio, detto anche “equity risk premium” (ERP).

² P.I.V. III.1.31 e III.1.32

Nello specifico, il tasso di rendimento delle attività prive di rischio è stato estratto dal rendimento lordo BTP a 5 anni di ultima emissione del Ministero del Tesoro, con media degli ultimi 12 mesi, così pari a 1,928%³.

Il β , che misura il grado di rischio che l'investitore decide di sopportare a fronte dell'investimento in una specifica società ed è pertanto usato per misurare il rischio d'impresa, infatti indica il modo in cui il rendimento di un titolo varia in funzione dei rendimenti di mercato, è stato estratto dalle analisi compiute della New York University Leonard N. Stern School of Business nello studio "Margins by Sector (US)" aggiornata a giugno 2020 (la più recente disponibile) redatto dal prof. Aswath Damodaran, decano della valutazione aziendale, abitualmente utilizzato nelle valutazioni d'azienda, considerato il settore "Metals & mining" confacente alla Raffinerie Metalli Capra, e risulta essere pari a 1,28.

Anche il tasso di rendimento del mercato R_m è estratto dalla medesima fonte ed è pari a 7,5%.

Il tasso CAPM così ottenibile dalla formula e dalle valorizzazioni esposte è pari a 9,06%.

Proseguendo nella valutazione come poc'anzi considerato, per calcolare l'ipotetico reddito nel periodo considerato si è proceduto considerando il valore Ebitda ██████████ pari a € 5.905.469,08, al netto dell'ammortamento dei beni mobili (utilizzando le aliquote ministeriali previste per le aziende del settore⁴) e al netto dell'aliquota media stimata⁵, ottenendo così un reddito medio da prospettare nel periodo considerato pari a € 2.839.980,20.

Attraverso la formula:

$$V = R a n \gamma i = R \times [(1+i)^n - 1] / [i \times (1+i)^n]$$

che attualizza il reddito poc'anzi considerato al tasso CAPM come sopra calcolato per il periodo di n.5 anni, si ottiene il valore di € 11.029.310,93.

Tabella 2 - Calcolo del rendimento atteso attualizzato

R a n γ i	
Ebitda ipotetico ██████████	5.905.469,08
ammortamenti macchinari	1.356.522,90
ammortamenti immobili	610.000,00
tasse	1.098.965,99
R	2.839.980,20
i	0,09
n	5
1+i	1,09
(1+i)ⁿ	1,54
R x [(1+i)ⁿ - 1] / [i x (1+i)ⁿ]	11.029.310,93

³ Per quanto riguarda il nuovo BTP benchmark a 5 anni, il titolo ha scadenza 01/07/2025, ed è stato emesso per 10 miliardi di euro ad un prezzo di 99,663 corrispondente ad un rendimento lordo annuo all'emissione dell'1,928%- Fonte Il Sole 24 Ore – 21 aprile 2020 https://www.ilsole24ore.com/radiocor/nRC_21.04.2020_18.18_5432953

⁴ DECRETO MINISTERIALE 31 dicembre 1988, Coefficienti di ammortamento del costo dei beni materiali strumentali impiegati nell'esercizio di attività commerciali, arti e professioni - Gruppo VII INDUSTRIE MANIFATTURIERE METALLURGICHE E MECCANICHE - Specie 1a/b - Metallurgia dei metalli non ferrosi (piombo, alluminio, zinco, rame, loro derivati, ecc.), Fabbricati 5% e Impianti 10%

⁵ Ires e Irap, 27,9%

4.2.5 L'eventuale avviamento

Per calcolare il valore da considerarsi quale avviamento insito nei beni oggi presenti in capo alla procedura [REDACTED] al valore attuale del rendimento atteso precedentemente calcolato è da aggiungersi il valore attuale del c.d. *Terminal Value*, cioè il valore finale stimato degli *asset* che generano il rendimento.

Vale a dire, il valore finale, attualizzato ad oggi, degli immobili e dei beni mobili partendo dal valore di stima odierno, deprezzato del valore di deperimento annuale, per tutti gli esercizi del periodo considerato (n.5) e attualizzato al medesimo tasso di attualizzazione utilizzato per il rendimento atteso.

Si riepiloga il calcolo del *terminal value* attualizzato per i beni immobili:

- il valore periziato dei beni immobili in Castel Mella (BS) è di € 9.400.000;
- il valore periziato dei beni immobili in Montirone (BS) è di € 2.800.000;

così complessivi € 12.200.000, per i quali si è ipotizzato un deprezzamento annuo, per il periodo considerato (n. 5 anni) pari al 3% – così raffrontabile con il coefficiente di ammortamento che applicava la [REDACTED] in bonis – ottenendo il valore finale di € 10.476.555,11, che attualizzato al tasso CAPM precedentemente calcolato (9,06%) porta al valore di € 9.606.216,53 (€ 7.401.511,09 per Castel Mella e € 2.204.705,43 per Montirone).

Tabella 3 - Calcolo Terminal Value beni immobili

Beni immobili	Valore perizia	Deprezzam.	Valore t+5	Attualizzato Tasso CAPM
<i>immobile CastelMella</i>	9.400.000	3%	8.072.100	7.401.511
<i>immobile Montirone</i>	2.800.000	3%	2.404.455	2.204.705
totale	12.200.000		10.476.555	9.606.217

Si riepiloga altresì il calcolo del *terminal value* attualizzato per i beni mobili:

- il valore dei beni mobili periziato è pari a € 13.565.228,98, per i quali si è ipotizzato un deprezzamento annuo, per il periodo considerato (n. 5 anni) pari ad un coefficiente variabile per ogni categoria di beni appositamente richiesto al perito che ha redatto la stima in base all'ipotetico deperimento in caso d'uso, ottenendo il valore finale di € 10.743.295,73, che attualizzato al tasso CAPM precedentemente calcolato (9,06%) porta al valore di € 9.850.797,69.

Tabella 4 - Calcolo Terminal Value beni mobili

Beni mobili	Valore perizia	Deprezzam.	Valore t+5	Attualizzato Tasso CAPM
<i>impianti e macchinari Castel Mella</i>	8.096.067	5%	6.264.582	5.744.153
<i>mobili e macchine da ufficio Castel Mella</i>	74.916	15%	33.241	30.479
<i>impianto fotovoltaico Castel Mella</i>	124.582	4%	101.581	93.142
<i>impianti e macchinari Montirone</i>	3.494.000	5%	2.703.591	2.478.990

<i>mobili e macchine da ufficio Montirone</i>	12.774	15%	5.668	5.197
<i>automezzi e mezzi mov. Interna (entrambi i plant)</i>	190.767	20%	62.511	57.317
<i>rimanenze (entrambi i plant)</i>	848.051	0%	848.051	777.599
<i>magazzino ricambi (entrambi i plant)</i>	724.073	0%	724.073	663.920
totale	13.565.229		10.743.296	9.850.798

Se a tali valori si aggiunge il valore del rendimento atteso, attualizzato, calcolato nel paragrafo precedente, pari a € 11.029.310,93, si ottiene così il valore del rendimento atteso unitamente al valore residuo dei beni al termine del periodo d'investimento stimato, ma valorizzato alla data attuale. Tale valore è pari a € 30.486.325,15.

Il valore complessivo dei beni immobili e dei beni mobili è stimato, come detto, in complessivi € 25.765.228,98 e si ottiene così per differenza il valore di **€ 4.721.096,18** che esprime il plusvalore che potrebbero avere oggi i beni se avviati alla produzione, in termini di valorizzare dell'investimento sulla base dei risultati attesi e del valore residuo dei beni fra 5 anni.

Espresso in percentuale, sul valore peritale dei beni, è pari al 18,32% (arrotondabile a 18%) e può essere considerato espressione del valore d'avviamento.

Ai fini della presente relazione si ritiene opportuno identificare il valore dell'avviamento come poc'anzi calcolato relativamente a ciascuno stabilimento in capo alla [REDACTED]. Non potendo disporre di sufficienti dati economici per calcolare un margine Ebitda specifico per ogni stabilimento, si è ritenuto opportuno procedere suddividendo i valori in modo proporzionale al peso degli *asset* che compongono i due stabilimenti. Il plusvalore così attribuibile a ciascuno stabilimento risulta:

- plusvalore stabilimento Castel Mella: € 3.481.487;
- plusvalore stabilimento Montirone: € 1.239.609.

Tabella 5 - Plusvalore beni per stabilimento

Plusvalore beni [REDACTED]		
4.721.096,18		
Stabilimento di Castel Mella		Stabilimento di Montirone
9.600.104	<i>Beni mobili</i>	3.965.125
9.400.000	<i>Beni immobili</i>	2.800.000
19.000.104	totale	6.765.125
74%		26%
3.481.487	Plusvalore	1.239.609
18%	%	18%

4.3 Conclusioni

A conclusione e riepilogo della relazione, sulla base della documentazione a disposizione, effettuati i calcoli e le stime, in risposta al quesito: “*Valorizzazione economica dell’eventuale maggior valore – anche in termini di avviamento – degli stabilimenti della fallita siti in Castel Mella e Montirone se venduti a seguito del rinnovo dell’A.I.A.*” si esprime tale **valore pari a € 4.721.096,18** arrotondabile a € 4.720.000,00. In particolare è stato calcolato il plusvalore per il compendio di beni relativi allo stabilimento di Castel Mella (BS) pari a € 3.481.487 e per lo stabilimento di Montirone (BS) pari ad € 1.239.609. La percentuale sul valore peritale dei beni è pari al 18,32% (arrotondabile a 18%) e può essere considerato espressione del valore d’avviamento.

Si precisa altresì che la valorizzazione è stata calcolata presupponendo che la procedura del rinnovo dell’Autorizzazione Integrata Ambientale (A.I.A.) vada a buon fine, i cui costi sono stimati al paragrafo 4.1.1 (quantificabili in € 1.456.000), evidenziando come gli stessi possano essere integralmente assorbiti dallo stimato avviamento e comunque ben inferiore agli stimati oneri che deriverebbero in caso di mancato ottenimento del rinnovo.

Infatti, in caso di mancato rinnovo dell’A.I.A., non vi sarebbero soltanto gli oneri diretti esposti al paragrafo 4.1.2 (per lo stabilimento di Castel Mella tra € 2.220.000 ed € 3.700.000 e per lo stabilimento di Montirone tra € 1.305.000 ed € 2.175.000), bensì anche gli oneri indiretti dalla svalutazione, ingente, dei beni mobili come esposto dal perito e richiamato nel paragrafo 3.2 della presente relazione (che passerebbero da € 13.565.228,98 ad € 1.651.493,19 per una svalutazione pari a € 11.913.735,79).

Pertanto, l’ottenimento del rinnovo dell’A.I.A. pare condizione vincolante per la valorizzazione ottimale del compendio di beni in capo alla procedura di fallimento e, al contrario, il mancato rinnovo causerebbe uno svilimento dei valori realizzabili.

Ritenendo di aver adempiuto all’incarico affidato, lo scrivente rimane a disposizione per qualsivoglia chiarimento, ringraziando per la fiducia accordata.

Brescia, 14/10/2020

Il professionista incaricato

(Dott. Francesco Mazzoletti)