

TRIBUNALE di ANCONA

ASTE
GIUDIZIARIE.it 

SEZIONE FALLIMENTARE

Sentenza n. 46/2018

ASTE
GIUDIZIARIE.it 

G.D. Dott.ssa Giuliana Filippello

Curatore: Dott. Antonio Acquaroli

RELAZIONE DI STIMA DEL VALORE DELL'AZIENDA

E

**DETERMINAZIONE DEL CONGRUO CANONE DI
AFFITTO DELL'AZIENDA**



in fallimento

Consulente Tecnico

ASTE
GIUDIZIARIE.it 

DOTT. PIERGIORGIO DINI

Dottore Commercialista

Revisore Legale

ASTE
GIUDIZIARIE.it 

con Studio in Ancona - Via Achille Grandi 56

INDICE

| | |
|---|-----------|
| 1. PREMESSA – OGGETTO, FINALITA' E SVOLGIMENTO DELL'INCARICO | 3 |
| 1.1 CONFERIMENTO DELL'INCARICO..... | 3 |
| 1.2 OGGETTO ED OBIETTIVI DELLA VALUTAZIONE - APPLICAZIONE DEI PIV | 3 |
| 1.3 INDIPENDENZA DEL PERITO | 7 |
| 1.4 I DOCUMENTI ACQUISITI ED ANALIZZATI | 7 |
| 1.5 LIMITAZIONI AL LAVORO SVOLTO E MODALITÀ DI SVOLGIMENTO DELL'INCARICO..... | 8 |
| 1.6 DATA DI RIFERIMENTO | 10 |
| 2. SINTETICA PRESENTAZIONE DELLA [REDACTED] E IDENTIFICAZIONE DEL PERIMETRO DELLA VALUTAZIONE | 11 |
| 2.1 DESCRIZIONE DELL'AZIENDA E LE PRINCIPALI VICENDE RECENTI..... | 11 |
| 2.2 ANALISI DEI BILANCI..... | 12 |
| 2.3 INDIVIDUAZIONE DELLE ATTIVITÀ E DELLE PASSIVITÀ FACENTI CAPO AL COMPLESSO AZIENDALE..... | 14 |
| 3. METODOLOGIE UTILIZZABILI PER LA VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO E PRIME CONSIDERAZIONI SULLA VALUTAZIONE DELL'AZIENDA DELLA [REDACTED] | 15 |
| 3.1 IL CONCETTO DI CAPITALE ECONOMICO E LA VALUTAZIONE DELL'AZIENDA DELLA [REDACTED] | 15 |
| 3.2 TIPOLOGIE DI METODI DI VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO..... | 18 |
| 3.3 BREVE DISAMINA DEI METODI VALUTATIVI..... | 19 |
| 3.3.1 Il metodo patrimoniale..... | 19 |
| 3.3.2 Il metodo reddituale..... | 20 |
| 3.3.3 I metodi finanziari..... | 21 |
| 3.3.4 I metodi misti | 22 |
| 4. PRIME CONSIDERAZIONI IN ORDINE AL METODO | 24 |
| 4.1 LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE E IDENTIFICAZIONE E COMPOSIZIONE DELL'AZIENDA | 25 |
| 4.2 VALUTAZIONE DELLE COMPONENTI PATRIMONIALI | 26 |
| 5. IL CONTRATTO DI AFFITTO D'AZIENDA E LA VALUTAZIONE DEL CONGRUO CANONE DI AFFITTO | 26 |
| 5.1 SCELTA DELLA METODOLOGIA PER LA VALUTAZIONE DEL CONGRUO CANONE DI AFFITTO E RELATIVA DETERMINAZIONE | 27 |
| 6 CONCLUSIONI | 33 |

1. PREMESSA – OGGETTO, FINALITA' E SVOLGIMENTO DELL'INCARICO

1.1 CONFERIMENTO DELL'INCARICO

Il sottoscritto Dott. Piergiorgio Dini, iscritto all'ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Ancona al n.557/A e iscritto nel Registro dei Revisori Legali – con provvedimento 25 giugno 2003 pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, supplemento n. 52 - Serie Speciale del 4 luglio 2003 – al n. 129494, con studio in Ancona in via Achille Grandi n. 56, è stato incaricato dal Dott. Antonio Acquaroli, Curatore al Fallimento [REDACTED] di procedere alla valutazione ed alla stima di mercato dell'azienda di proprietà della Società Fallita, di cui un ramo risulta locato con contratto di affitto stipulato il 22/11/2017 rogito Notaio Giuseppe Belogi (rep. 143940 e racc. 27837), tra la società fallita (locatrice) e la [REDACTED] cod. fisc./p.iva [REDACTED], di qui la necessità di individuare anche il congruo canone d'affitto dello stesso ramo.

La presente perizia ha lo scopo di accertare il valore economico dell'azienda al fine di procedere alla cessione dell'intero complesso aziendale al fine di procedere alla sua cessione e, considerando che un ramo considerevole dell'azienda (sostanzialmente l'intera azienda) è stato affittato, il curatore fallimentare ha manifestato la necessità di operare una valutazione del complesso aziendale oggetto di affitto, al fine di proseguire, nell'interesse della procedura, il contratto in essere, verificando la congruità del canone concordato tra le parti nella suddetta ipotesi, ovvero procedere ad una cessione dell'intero complesso aziendale.

1.2 OGGETTO ED OBIETTIVI DELLA VALUTAZIONE - APPLICAZIONE DEI PIV

La valutazione è diretta a determinare il valore dell'azienda di proprietà della Società Fallita, che esercitava presso la sede produttiva in [REDACTED]

[REDACTED] l'attività di progettazione, costruzione, installazione e manutenzione di quadri elettrici di automazione, distribuzione, cabine elettriche in bassa, media e alta

tensione; progettazione, costruzione, installazione, manutenzione e riparazione d'impianti primari, idrici, elettrici, di tipo civile, industriale, navale, telefoni e trasmissione dati, allarme rilevazione e di spegnimento incendi, di qualsiasi genere e natura previsti dalla normativa nazionale, dalla normativa dell'unione europea e dalle norme internazionali; realizzazione, costruzione e riparazione di macchine elettriche di qualsiasi genere e natura; progettazione, produzione, lavorazione, assemblaggio, manutenzione e riparazione, commercializzazione, importazione, esportazione, depositi rappresentanza, in conto proprio e/o di terzi, di manufatti in tessuti plastici o di altra natura, lettini da campo, tende da campo, tende da campo a paleria, incluse quella struttura pneumatica, per qualsiasi utilizzo, sia civile, militare, di emergenze di pronto soccorso, complete di eventuali accessori ed attrezzature occorrenti all'utilizzo richiesto; commercializzazione, importazione, esportazione, deposito e rappresentanza in conto proprio e/o di terzi, di apparecchiature, arredi e attrezzatura sanitaria, medicale, elettromedicale, paramedicale e di pronto soccorso; progettazione, produzione, lavorazione, assemblaggio, manutenzione e riparazione, commercializzazione, importazione, esportazione, deposito e rappresentanza, in conto proprio e/o di terzi, di potabilizzatori e depuratori di qualsiasi dimensione per acque, anche di mare; realizzazione di opere edili, carpenteria in ferro, alluminio e legno di qualsiasi genere e natura, ecc.

La prospettiva della stima è quella della determinazione del valore di mercato dell'azienda, nell'ipotesi di cessione a terzi, al fine di fornire agli organi della procedura fallimentare, in qualità di esperto, un valore di riferimento per l'alienazione dell'azienda ai sensi degli artt. 105 e segg. L.F..

Come si dettaglierà meglio in seguito, al momento dell'intervenuto fallimento era in essere tra la [REDACTED] e la società [REDACTED] un contratto di affitto del ramo d'azienda appena delineato (che sostanzialmente potrebbe ritenersi l'intera azienda, essendo gli altri business del tutto marginali), per il quale era previsto un canone di affitto mensile di € 500,00 oltre Iva, per una durata di anni sei a far data dal 23/11/2017.

Nel caso di specie nell'espletamento dell'incarico si è quindi tenuto conto della specifica finalità volta alla valutazione dell'azienda sia al fine di fornire un valore di cessione del complesso aziendale sia di verificare la congruità del canone di affitto del ramo d'azienda in essere.

Lo scrivente intende evidenziare che la presente relazione, che costituisce, a tutti gli effetti, una opinione di valutazione (di seguito "opinion"), è redatta in conformità ai Principi Italiani di Valutazione (di seguito "PIV") redatti dall'Organismo Italiano di Valutazione.

In particolare, detta opinion viene emessa su incarico di una curatela fallimentare, nel quadro di un processo di dismissione di una azienda esercitata su un'immobile condotto in comodato immobiliare.

E' inoltre bene evidenziare che il sottoscritto si atterrà:

1. alla rete concettuale di base dei PIV di cui al paragrafo "I" e relativi sottopunti;
2. la propria attività di esperto sarà improntata al disciplinare di cui al paragrafo II dei PIV e relativi sottopunti;
3. per ciò che concerne l'incarico, i PIV sono applicabili anche alla valutazioni di aziende e di rami d'azienda secondo il paragrafo "III.1".

Con riguardo all'ultimo punto sopra riportato, di particolare rilevanza e complessità ai fini della presente stima è risultato l'inquadramento dei presupposti della valutazione, ovvero se possa dirsi in qualche modo applicabile alla stima in esame il presupposto della continuità della gestione (going concern) ovvero se la valutazione debba avvenire nella prospettiva della liquidazione con il realizzo, in modo atomistico, dei singoli beni che compongono il complesso aziendale.

Pare anche il caso di precisare che la opinion che il sottoscritto emetterà consisterà in un giudizio sul valore dell'azienda, ma che detto valore è nozione ben distinta dal prezzo che in concreto verrà esitato dalla vendita.

Tale fondamentale distinzione è anche rinvenibile nei PIV, entrati in vigore il 1° gennaio 2016. In particolare, il principio I.6.1 dispone che: *"L'esperto deve precisare la configurazione di valore prescelta, avendo presente da un lato le differenze fra prezzo, costo e valore; dall'altro le finalità della stima"*, precisando nel relativo commento al suddetto principio che: *"Il prezzo è il corrispettivo richiesto, offerto o pagato per l'acquisizione"*

dell'attività reale o finanziaria da valutare. Si tratta di una grandezza empirica, influenzata da tutte le variabili che incidono sulla domanda e sull'offerta e che, pertanto, può discostarsi dal valore dell'attività".

Ai fini peritali è importante sottolineare la differenza tra prezzo e valore economico. Il prezzo scaturisce concettualmente dall'interazione di diversi fattori e forze operanti sia nel mercato (domanda, offerta, eventi futuri scontati nel presente ecc.) che più in generale nell'ambiente in cui opera la società, tenendo presente anche le tendenze in atto a livello di settore peculiare al quale appartiene un'azienda. La risultante di tutte queste interazioni porta alla definizione di una grandezza oggettiva che risulta espressa dal mercato. Ben diverso è il concetto di valore economico d'azienda. Lo stesso risulta tipicamente da una stima fatta a mezzo di previsioni di flussi di reddito, di apprezzamento di rischi e talora di quantità legate fra loro a mezzo di formule. La stima scaturisce da un complesso ragionamento che si sviluppa e si articola a vari livelli di ponderazione: da quello economico-finanziario a quello tecnico-giuridico nonché di tendenza in atto e futura degli scenari dell'ambiente in cui opera l'impresa. Come tale il valore economico di un'impresa assume più valenza di "giudizio professionale" che dato oggettivo avente riscontro sicuro. In base a quanto precede risulta evidente come la grandezza "prezzo" può non coincidere affatto con la grandezza "valore economico" dell'azienda. Al contrario, fra le due grandezze possono sussistere delle biforcazioni anche rilevanti legate queste da un lato al fatto che nella realtà economica esistono diverse configurazioni del "prezzo" (ad esempio prezzi per il controllo di una società, prezzi per piccole quote ininfluenti sul controllo, prezzi per quotazioni borsistiche ecc.) e dall'altro al fatto che esistono altrettante numerose configurazioni di "valore economico" (valore ai fini di una fusione, valore ai fini di un conferimento aziendale, valore ai fini di una trasformazione dell'assetto giuridico societario, valore di cessione di partecipazioni azionarie ecc.). Ancor più la valutazione di un'azienda in stato di default, quale è la [REDACTED]. In fase peritale l'esperto viene chiamato ad esprimere un "valore" fortemente condizionato dal tipo di operazione particolare in seno alla quale il "valore" trova espressione.

1.3 INDIPENDENZA DEL PERITO

Lo scrivente dichiara di essere indipendente dalla società fallita e di non avere alcun interesse diretto o indiretto in operazioni che hanno riguardato in passato la società. Per completezza, il sottoscritto riferisce di aver redatto analoga perizia di valutazione della [REDACTED] ditta che ha sottoscritto anch'essa un contratto di affitto d'azienda con la società [REDACTED]

1.4 I DOCUMENTI ACQUISITI ED ANALIZZATI

E' opportuno premettere che, la documentazione giudicata rilevante ai fini del presente elaborato, è quella espressamente indicata nel presente paragrafo.

In merito alla documentazione che il sottoscritto ha ricevuto si precisa che:

- tutte le informazioni relative all'azienda oggetto di stima che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della presente relazione sono state fornite dalla curatela del fallimento [REDACTED]
- i dati contabili desumibili dalle informazioni e dai documenti utilizzati sono stati assunti senza svolgere attività di revisione contabile e riscontro analitico dell'esistenza fisica dei beni e dell'esistenza giuridica dei rapporti contrattuali, approfondendo esclusivamente le problematiche di tipo valutativo delle consistenze patrimoniali e economiche dichiarate;
- è stato assunto che tutte le firme ed i timbri sui documenti acquisiti e consultati per la redazione della presente relazione, tutti i documenti consultati anche in formato digitale ovvero elettronico forniti al sottoscritto come copie autentiche, fotostatiche, fax o e-mail siano conformi agli originali e che tali documenti siano stati debitamente sottoscritti e perfezionati e producano i loro effetti in conformità alle rispettive condizioni ed ai rispettivi termini;
- qualora siano state fornite copie di contratti ovvero serie di contratti che incorporano modifiche successive, è stato assunto che detti contratti siano in vigore, completi ed altresì includano qualsiasi modifica o variazione agli stessi apportata nel tempo.

Di seguito si fornisce l'elenco della documentazione che, nell'espletamento del proprio incarico, lo scrivente ha acquisito ed analizzato:

- situazioni economiche e patrimoniali per gli esercizi dal 2011 al 2016;
- contratto di affitto del ramo di azienda fra la concedente [REDACTED] e la affittuaria [REDACTED] stipulato il 22 novembre 2017 con scrittura privata autenticata dal Notaio Giuseppe Belogi, registrata in data 18/12/2017 al n. 10700;
- scrittura privata stipulata in data 27/08/2018 autenticata dal Notaio Luigi Olmi (rep. 8906 e racc. 5229) registrata in data 04/09/2018 al n. 6568, modificativa del contratto di affitto del ramo di azienda fra la concedente [REDACTED] e la affittuaria [REDACTED];
- Valutazione di stima dei beni mobili di proprietà della [REDACTED] redatta dall'Ing. Stefano Fedecostante in data 12/09/2018, allegata all'inventario fallimentare redatto alla medesima data.

Il fascicolo dei documenti sopra citati non viene allegato alla presente ed in ogni caso è conservato in modalità cartacea ed informatica presso lo studio dello stimatore.

Gli accertamenti compiuti, l'insieme dei dati raccolti e rielaborati, hanno costituito operazioni strumentali allo svolgimento dell'incarico affidato, volto a determinare il valore dell'azienda e poi la congruità del canone di affitto d'azienda locato.

1.5 LIMITAZIONI AL LAVORO SVOLTO E MODALITÀ DI SVOLGIMENTO DELL'INCARICO

La presente Relazione di stima è stata predisposta sulla base della documentazione messa a disposizione dello scrivente dal Curatore fallimentare e sullo specifico presupposto della veridicità della stessa, della autenticità delle sottoscrizioni di ogni singolo documento e della conformità agli originali dei documenti esaminati in copia. Tenuto conto della natura dell'incarico conferito, lo scrivente ha provveduto a elaborare in modo sistematico, con professionalità e impegno, le informazioni che gli sono state fornite, senza sottoporle a un controllo di forma e di merito, né, per i dati aventi natura contabile, a revisione. Nessuna garanzia espressa

o implicita relativa all'accuratezza e alla completezza delle informazioni riportate nella presente relazione è resa dallo scrivente, sia con riferimento alla consistenza patrimoniale attuale e passata del complesso aziendale oggetto di valutazione, sia con riferimento ai risultati futuri.

Il contenuto del presente elaborato, nel suo complesso, è stato preventivamente sottoposto in bozza e discusso con il Curatore, allo scopo di confermare i dati e le informazioni trasmesse allo scrivente e consentire di verificare che non fossero omessi fatti noti allo stesso Curatore e suscettibili di condizionare il processo di valutazione.

Il contenuto della presente relazione va interpretato come stima di valori aziendali, basati su ipotesi e criteri valutativi generalmente accettati e applicabili nella fattispecie specifica. Tenuto conto che lo specifico oggetto dell'incarico assegnato allo scrivente consiste nella stima del valore del capitale economico dell'azienda [REDACTED] nell'ambito della presente relazione la valutazione di tale complesso aziendale è esplicitata facendo riferimento a quella particolare configurazione del capitale aziendale rappresentata dal capitale di trasferimento, alla quale si affianca il requisito soggettivo della posizione di perito indipendente assunta dal soggetto valutatore.

In ragione di quanto sopra, la presente valutazione d'azienda si basa sulle seguenti assunzioni:

- la stima è effettuata tenendo conto che il complesso aziendale deve essere ceduto o più in generale *"trasferito in senso economico"*, e quindi lo stesso viene valutato non con criteri *"di funzionamento"*, ma con metodi che si propongono di determinare il suo valore economico;
- ai fini della stima, l'asse che costituisce l'oggetto della valutazione (il complesso aziendale) è considerato come *"bene economico a sé stante e autonomamente funzionante"*, e dunque prescindendo dalla specifica natura giuridica del soggetto che attualmente lo detiene [REDACTED] in fallimento) e più in generale dei soggetti coinvolti nell'operazione di cessione dell'azienda;
- la valutazione è effettuata con l'obiettivo di giungere alla determinazione di un valore generale o comune da contrapporsi a un qualsiasi valore particolare o individualizzato che riflette le diverse posizioni soggettive

(valore strategico nell'ottica dell'acquirente e valore strategico nell'ottica del cedente).

Si evidenzia che il valore sopra determinato può essere considerato e utilizzato esclusivamente per le finalità previste dall'incarico, come individuate nella presente relazione.

Sulla base di quanto precede, la presente relazione costituisce un parere indipendente circa il valore attribuibile al capitale economico dell'azienda [REDACTED] alla data di riferimento del 26/06/2018 (data di deposito della sentenza di fallimento).

Resta quindi nella piena autonomia e responsabilità del Curatore, o di qualsiasi altro soggetto che dovesse fare riferimento alla presente relazione, qualsiasi scelta derivante dai risultati in essa riportati.

La presente relazione è stata predisposta a uso esclusivo degli Organi della Procedura, pertanto il suo contenuto o parti di esso non potranno essere utilizzati da terzi per finalità diverse senza la preventiva autorizzazione dello scrivente.

Come evidenziato in precedenza, prima di applicare la metodologia valutativa prescelta per il caso in esame, si è ritenuto opportuno richiamare le principali caratteristiche dell'attività svolta dalla Società, ora in fallimento, e individuare gli elementi patrimoniali che concorrono a formare il complesso aziendale oggetto di valutazione.

La presente relazione si basa, inoltre, su una preventiva analisi dei principali possibili metodi di valutazione elaborati dalla Dottrina e dalla prassi, al fine di individuare ed analizzare quello o quelli validamente impiegabili nel caso specifico.

1.6 DATA DI RIFERIMENTO

La data di valutazione è quella del deposito della sentenza di fallimento, 26/06/2018, facendo riferimento, per quanto attiene la valutazione delle poste patrimoniali alla stima del valore corrente espresse dall'Ing. Stefano Fedecostante allegata all'inventario dei beni redatto in sede di fallimento.


2. SINTETICA PRESENTAZIONE DELLA [REDACTED] E IDENTIFICAZIONE DEL PERIMETRO DELLA VALUTAZIONE

2.1 DESCRIZIONE DELL'AZIENDA E LE PRINCIPALI VICENDE RECENTI

La [REDACTED] avente sede legale in [REDACTED] [REDACTED] iscritta al Registro Imprese di Ancona dal 09/11/1999, C.F. e n. d'iscrizione [REDACTED] R.E.A. n. [REDACTED] e P.Iva [REDACTED] svolge attività di installazione di impianti elettrici in edifici o in altre opere di costruzione.

L'attività della Società fallita veniva svolta nelle precedente sede legale e precisamente in un locale condotto in virtù di un contratto di comodato immobiliare, avente ad oggetto una porzione dell'immobile Capannone Industriale, sito a Loreto, Zona Industriale G. Brodolini n. 6, iscritto all'Agenzia del Territorio di Ancona al foglio 7, part. 509, categoria C/3, classe 4, per l'intera proprietà intestata "personalmente" al signor [REDACTED]

In data 22/11/2017 la Società Fallita ha stipulato a favore della [REDACTED] [REDACTED] (reg. in data 18/12/2017 al n. 10700) un contratto di affitto di ramo d'azienda inerente l'attività di progettazione, costruzione, installazione, manutenzione e riparazione di impianti primari, idrici, elettrici, di tipo civile, industriale, navale, telefoni e trasmissione dati, allarme rilevazione e di spegnimento incendi, di qualsiasi genere e natura previsti dalla normativa nazionale, dalla normativa dell'unione europea e dalle norme internazionali, nonché di commercializzazione, importazione, esportazione, depositi rappresentanza, in conto proprio e/o di terzi, di manufatti in tessuti plastici o di altra natura, lettini da campo, tende da campo, tende da campo a paleria, incluse quella struttura pneumatica, per qualsiasi utilizzo, sia civile, militare, di emergenze di pronto soccorso, complete di eventuali accessori ed attrezzature occorrenti all'utilizzo richiesto; commercializzazione, importazione, esportazione, deposito e rappresentanza in conto proprio e/o di terzi, di apparecchiature, arredi e attrezzatura sanitaria, medica, elettromedicale, para medica e di



pronto soccorso; e la realizzazione di opere edili, carpenteria in ferro, alluminio e legno di qualsiasi genere e natura, ecc.. Tale contratto è stato oggetto di modifica in data 27/08/2018 (rep. 8906 e racc. 5259 registrato in data 04/09/2018 al n. 6568), previa autorizzazione del giudice delegato alla sua prosecuzione.

Preliminarmente al fallimento, in data 07/11/2016, la [REDACTED] depositava presso il Tribunale competente ricorso, ex art. 161, comma 6, L.F., per ammissione alla procedura di concordato preventivo, che veniva pubblicato nel Registro delle imprese in data 21/12/2016 e, con atto iscritto in data 06/04/2017, il Tribunale di Ancona dichiarava l'improcedibilità del concordato preventivo.

In data 17/01/2018 la [REDACTED] riproponeva ricorso ex art. 161, comma 6, L.F., per l'ammissione alla procedura di concordato preventivo; ricorso pubblicato nel Registro delle imprese in data 22/01/2018 e, a fronte del quale, in data 26/06/2018, il Tribunale di Ancona ha dichiarato l'inammissibilità del concordato preventivo e, contestualmente, veniva dichiarato il fallimento n. 46/2018 e designato quale Giudice Delegato la Dott.ssa Giuliana Filippello e nominato il Curatore nella persona del Dott. Antonio Acquaroli.

2.2 ANALISI DEI BILANCI

Con l'intento di comprendere l'andamento della [REDACTED] nel corso degli ultimi esercizi e di analizzare i risultati conseguiti, con particolare riguardo alle perdite registrate, sono stati analizzati i bilanci d'esercizio dei quali, nella tabella che segue, si riportano quindi i principali dati storici registrati dalla Società Fallita, ricavabili dai bilanci d'esercizio 2011-2016, non avendo a disposizione i bilanci degli esercizi successivi.

| Descrizione | 31/12/2011 | 31/12/2012 | 31/12/2013 | 31/12/2014 | 31/12/2015 | 31/12/2016 |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|------------------|
| Valore della produzione | 513.080,00 | 479.548,00 | 313.851,00 | 287.655,00 | 122.025,00 | 40.213,00 |
| Totale ricavi | 513.080,00 | 479.548,00 | 313.851,00 | 287.655,00 | 122.025,00 | 40.213,00 |
| materie prime, sussidiarie, consumo | 220.642,00 | 146.805,00 | 79.347,00 | 132.807,00 | 52.444,00 | 21.298,00 |
| per servizi | 83.116,00 | 61.461,00 | 54.329,00 | 51.052,00 | 30.749,00 | 20.583,00 |
| per il personale | 208.961,00 | 192.527,00 | 140.439,00 | 115.105,00 | - | - |
| variazioni rimanenze materie prime, sussidiarie, consumo | - 47.472,00 | 53.744,00 | 24.441,00 | - 875,00 | 13.534,00 | 200,00 |
| costi per godimento beni di terzi | 7.336,00 | 5.445,00 | 4.632,00 | 4.885,00 | 1.323,00 | - |
| Totale costi di produzione | 472.583,00 | 459.982,00 | 303.188,00 | 302.974,00 | 98.050,00 | 42.081,00 |

| | | | | | | |
|---|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| oneri diversi di gestione | 3.495,00 | 12.080,00 | 5.283,00 | 5.919,00 | 29.429,00 | 5.260,00 |
| accantonamenti per rischi | | - | - | | | - |
| EBITDA | 37.002,00 | 7.486,00 | 5.380,00 | - 21.238,00 | - 5.454,00 | - 7.128,00 |
| ammortamento e svalutazioni | 9.687,00 | 9.686,00 | 8.770,00 | 9.061,00 | 8.496,00 | 7.267,00 |
| EBIT (differenza tra valori e costi di produzione) | 27.315,00 | - 2.200,00 | - 3.390,00 | - 30.299,00 | - 13.950,00 | - 14.395,00 |
| Risultato gestione finanziaria | - 26.633,00 | - 33.430,00 | - 35.999,00 | - 22.558,00 | - 20.278,00 | - 15.640,00 |
| Risultato gestione straordinaria | - 2,00 | 8.868,00 | 1,00 | - 18.245,00 | - | - |
| Risultato prima delle imposte | 680,00 | - 26.762,00 | - 39.388,00 | - 71.102,00 | - 34.228,00 | - 30.035,00 |
| imposte | 15.244,00 | 6.929,00 | 4.159,00 | 1.998,00 | - | - |
| Utile/perdita netti dell'esercizio | - 14.564,00 | - 33.691,00 | - 43.547,00 | - 73.100,00 | - 34.228,00 | - 30.035,00 |

Fonte: rielaborazione effettuata dallo scrivente sulla base dei bilanci d'esercizio 2011-2016

Come emerge dalla suesposta tabella, il risultato d'esercizio della [redacted] nell'arco temporale oggetto di analisi è fortemente influenzato da una riduzione del fatturato non accompagnato da una riduzione proporzionale dei costi per servizi e costi per il personale, la cui incidenza nel quadriennio 2011-2014 rimane pari al 16%-18% per i servizi e del 40% per il personale. Anche la gestione finanziaria risulta aver assunto nel periodo (2011-2016) un peso importante passando dal 5% nel 2011 al 39% nel 2016, mentre la gestione straordinaria ha interessato principalmente l'esercizio 2012 e 2014, nel primo caso con segno positivo (€ 8.868,00), nel secondo caso con segno negativo (- € 18.245,00).

Riassumendo sinteticamente quanto sopra, la crisi aziendale pare riconducibile essenzialmente a fattori esterni di mercato, ovvero alla drastica riduzione di fatturato, alla quale la struttura aziendale non è stata in grado di adattarsi.

A completezza dell'analisi condotta, lo scrivente ha ritenuto opportuno procedere a riclassificare i bilanci d'esercizio della [redacted] al fine di determinare l'andamento del risultato operativo scaturente dalla sola gestione caratteristica.

Riclassificando il conto economico secondo lo schema del valore aggiunto si può osservare come tale valore scenda in maniera rilevante.

| Descrizione | 31/12/2011 | 31/12/2012 | 31/12/2013 | 31/12/2014 | 31/12/2015 | 31/12/2016 |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|------------------|
| Valore della produzione | 512.691,00 | 476.975,00 | 312.688,00 | 286.440,00 | 107.670,00 | 38.359,00 |
| costi materie prime, sussidiarie, consumo | - 220.642,00 | - 146.805,00 | - 79.347,00 | - 132.807,00 | - 52.444,00 | - 21.298,00 |
| costi per servizi | - 83.116,00 | - 61.461,00 | - 54.329,00 | - 51.052,00 | - 30.749,00 | - 20.583,00 |
| variazioni rimanenze materie prime, sussidiarie, consumo | 47.472,00 | - 53.744,00 | - 24.441,00 | 875,00 | - 13.534,00 | - 200,00 |
| costi per godimento beni di terzi | - 7.336,00 | - 5.445,00 | - 4.632,00 | - 4.885,00 | - 1.323,00 | - |

| | | | | | | |
|---|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| VALORE AGGIUNTO | 249.069,00 | 209.520,00 | 149.939,00 | 98.571,00 | 9.620,00 | - 3.722,00 |
| costo per il personale | - 208.961,00 | -192.527,00 | -140.439,00 | -115.105,00 | - | - |
| MARGINE OPERATIVO LORDO | 40.108,00 | 16.993,00 | 9.500,00 | - 16.534,00 | 9.620,00 | - 3.722,00 |
| ammortamento e svalutazioni | - 9.687,00 | - 9.686,00 | - 8.770,00 | - 9.061,00 | - 8.496,00 | - 7.267,00 |
| accantonamenti per rischi | - | - | - | - | - | - |
| REDDITO OPERATIVO | 30.421,00 | 7.307,00 | 730,00 | - 25.595,00 | 1.124,00 | - 10.989,00 |
| Altri ricavi e proventi | 389,00 | 2.573,00 | 1.163,00 | 1.215,00 | 14.355,00 | 1.854,00 |
| Oneri diversi di gestione | - 3.495,00 | - 12.080,00 | - 5.283,00 | - 5.919,00 | - 29.429,00 | - 5.260,00 |
| Risultato gestione finanziaria | - 26.633,00 | - 33.430,00 | - 35.999,00 | - 22.558,00 | - 20.278,00 | - 15.640,00 |
| REDDITO CORRENTE | 682,00 | - 35.630,00 | - 39.389,00 | - 52.857,00 | - 34.228,00 | - 30.035,00 |
| Risultato gestione straordinaria | - 2,00 | 8.868,00 | 1,00 | - 18.245,00 | - | - |
| Risultato prima delle imposte | 680,00 | - 26.762,00 | - 39.388,00 | - 71.102,00 | - 34.228,00 | - 30.035,00 |
| Imposte | - 15.244,00 | - 6.929,00 | - 4.159,00 | - 1.998,00 | - | - |
| Utile/perdita netti dell'esercizio | - 14.564,00 | - 33.691,00 | - 43.547,00 | - 73.100,00 | - 34.228,00 | - 30.035,00 |

Fonte: rielaborazione effettuata dallo scrivente sulla base dei bilanci d'esercizio 2011-2016

2.3 INDIVIDUAZIONE DELLE ATTIVITÀ E DELLE PASSIVITÀ FACENTI CAPO AL COMPLESSO AZIENDALE

L'azienda oggetto di valutazione deve intendersi costituita unicamente dai beni mobili costituiti da attrezzature, mobili, macchine d'ufficio e n. 2 automezzi necessari per l'esercizio dell'attività, dovendo tenere in debita considerazione quanto rilevato in sede di inventario fallimentare.

Per quanto riguarda la componente immateriale dell'avviamento, da considerarsi comprensiva dell'organizzazione aziendale ed in particolare la clientela ed ogni informazione di natura commerciale, il sottoscritto rileva di non avere a disposizione informazioni a riguardo, anche in riferimento ad eventuali contratti stipulati per l'esercizio dell'azienda.

Inoltre, il perimetro dell'azienda non include tutti i debiti e i crediti relativi all'esercizio della stessa sorti anteriormente alla dichiarazione di fallimento, rimasti rispettivamente a carico ed a favore della procedura fallimentare, nonché gli ulteriori elementi attivi e passivi del patrimonio della Società Fallita, in quanto verranno gestiti nell'ambito della stessa procedura e, pertanto, non sono oggetto di stima nell'ambito della valutazione del complesso aziendale.

3. METODOLOGIE UTILIZZABILI PER LA VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO E PRIME CONSIDERAZIONI SULLA VALUTAZIONE DELL'AZIENDA DELLA [REDACTED]

ASTE
GIUDIZIARIE.it

3.1 IL CONCETTO DI CAPITALE ECONOMICO E LA VALUTAZIONE DELL'AZIENDA DELLA [REDACTED]

Le ricerche economico-aziendali hanno posto in luce come il capitale d'impresa costituisca (alla stregua del reddito) un'entità astratta che si presta ad essere valutata e quantificata diversamente in relazione alle sue varie configurazioni.

Tali configurazioni sono la risultante delle diverse finalità che, tramite il processo valutativo, s'intendono conseguire.

In tal senso la dottrina ha individuato quattro distinte accezioni di capitale d'impresa:

- **CAPITALE DI BILANCIO O DI FUNZIONAMENTO:** si tratta del capitale individuato dal bilancio ordinario di esercizio. La differenza fra il valore assunto dal capitale di funzionamento alla data d'inizio esercizio e alla data di conclusione dello stesso costituisce il Reddito d'esercizio. Il capitale di funzionamento si presta ad essere studiato sia su un piano strettamente teorico sia su un piano pratico-giuridico (es. disposizioni nel Codice Civile in materia di redazione del bilancio d'esercizio).
- **CAPITALE DI TRASFORMAZIONE:** è quello che occorre individuare in occasione della modifica della forma giuridica dell'impresa (es. nel caso di una S.n.c. che si trasforma in una S.p.A.). Poiché il capitale di trasformazione viene in genere qualificato sulla base degli stessi criteri impiegati per procedere alla valutazione di quello di funzionamento, valutarlo significa in sostanza accertare l'effettiva consistenza di quest'ultimo in occasione della realizzazione di un'operazione di trasformazione dell'azienda.
- **CAPITALE DI LIQUIDAZIONE:** ovvero il capitale che s'individua in caso di cessazione assoluta della vita dell'azienda, sia che abbia origine volontaria (es. scioglimento della società per avvenuto

ASTE
GIUDIZIARIE.it



conseguimento dell'oggetto sociale) sia che abbia origine coatta (es. sottoposizione a procedure concorsuali: fallimento e liquidazione coatta amministrativa). La valutazione in questo caso è di tipo "atomistico" cioè procede prendendo in considerazione individualmente i singoli elementi patrimoniali, suscettibili di valutazione, e non l'azienda nel suo complesso perché, in sede di liquidazione, non esiste più il "sistema-aziendale" inteso come insieme di elementi in interazione dinamica destinato a durare nel tempo. Pertanto gli elementi patrimoniali attivi sono valutati in base al presunto valore di realizzo netto e quelli passivi in base al presunto valore di estinzione.

- **CAPITALE DI TRASFERIMENTO:** ovvero quella configurazione di capitale che si individua in ipotesi di cessazione relativa della vita dell'impresa ossia quando l'azienda continua ad operare ma muta il proprio Soggetto Economico. Più in generale, tale configurazione del capitale aziendale ricorre in tutte le possibili situazioni di trasferimento giuridico totale o parziale, diretto o indiretto, reale o ipotetico di un'azienda in funzionamento. Nella realtà aziendale, infatti, le occasioni che possono rendere necessario dover ricorrere a tale accezione del capitale d'impresa sono molteplici. Alcuni esempi maggiormente significativi potrebbero essere:
 - cessione di azienda o di ramo d'azienda o dei titoli rappresentativi dell'intero capitale di una società o di una sua quota;
 - apporto di azienda o di ramo d'azienda o dei titoli rappresentativi dell'intero capitale di una società o di una sua quota;
 - esproprio di azienda o dei titoli rappresentativi dell'intero capitale di una società per motivi di pubblico interesse;
 - affitto d'azienda;
 - fusione di due o più società per incorporazione o mediante costituzione di una nuova società;
 - emissione di obbligazioni convertibili in azioni;
 - abbattimento del capitale sociale per effetto della liquidazione della quota spettante al socio uscente.

In generale, quello della valutazione di un'impresa in funzionamento nelle varie possibili situazioni di trasferimento giuridico è uno dei problemi più complessi dell'Economia Aziendale.

Il valore assunto dal capitale dell'impresa non è funzione soltanto dello scopo per il quale la valutazione viene effettuata ma, nel caso in cui lo scopo sia proprio quello del trasferimento, anche della specifica posizione assunta dal soggetto che procede alla valutazione stessa.

In questo senso la valutazione del capitale di trasferimento può essere effettuata:

- nell'ottica del venditore;
- nell'ottica dell'acquirente;
- nell'ottica del perito indipendente.

Nei primi due casi si parla di *"capitale strategico"*, nel terzo caso di *"capitale economico"*. E' ovvio infatti che, a parità di scopo della valutazione (il trasferimento dell'azienda), questa assumerà connotazioni diverse a seconda che la stima sia effettuata dal venditore, dall'acquirente o da un soggetto terzo.

Il valore assegnato all'azienda in sostanza muterà in base al soggetto che effettuerà la valutazione.

Ad esempio il valore che può assegnare un'azienda ad una sua controllata (ai fini di una eventuale cessione) è diverso dal valore stimato nell'ottica del perito indipendente, che assume una posizione di terzietà rispetto alle parti in causa; un altro ancora è il valore che all'azienda attribuirà l'acquirente.

Risulta evidente come, sia lo scopo della valutazione, sia la particolare *"posizione"* del soggetto che si occupa della valutazione, incidano in misura determinante sul valore che può concretamente assumere il capitale dell'azienda.

Di qui la necessità che la valutazione avvenga nell'ottica di un perito indipendente nominato dalle parti, nell'ipotesi in cui questi sia chiamato a dirimere una controversia fra loro insorta o a fornire riscontro ad informazioni già in loro possesso, o dall'Autorità Giudiziaria in tutte quelle situazioni in cui l'ordinamento giuridico ritenga sia necessaria, a tutela dell'interesse comune, la nomina di un esperto valutatore estraneo agli

interessi delle parti. Sulla base di queste considerazioni, possiamo fornire una sintetica definizione del concetto di “*capitale economico*” adottata ai fini del presente scritto.

Definizione di Capitale Economico

Il Capitale Economico è quella particolare accezione del capitale d'azienda che ricorre nell'ipotesi in cui questo sia valutato ai fini del trasferimento dell'azienda stessa (o di una sua parte) e nell'ottica del perito indipendente.

Pertanto, affinché a proposito del capitale aziendale si possa parlare di “*Capitale Economico*” occorre che ricorrano due requisiti fondamentali:

- A. Requisito oggettivo: trasferimento d'azienda o di un suo ramo o, ancora, di quote di controllo del capitale della stessa.
- B. Requisito soggettivo: il valutatore deve essere un perito indipendente, ossia neutrale rispetto agli interessi delle parti coinvolte nella negoziazione.

La migliore dottrina è oggi concorde nel ritenere che almeno tre siano i requisiti di un'attendibile metodologia di valutazione del capitale economico:

- **RAZIONALITÀ**: la metodologia deve essere dotata di consistenza teorica e validità concettuale;
- **OBIETTIVITÀ**: i dati che sono impiegati nella valutazione devono essere certi o almeno attendibili e comunque verificabili;
- **NEUTRALITÀ (o GENERALITÀ)**: la valutazione deve prescindere dalle posizioni soggettive del venditore e dell'acquirente;

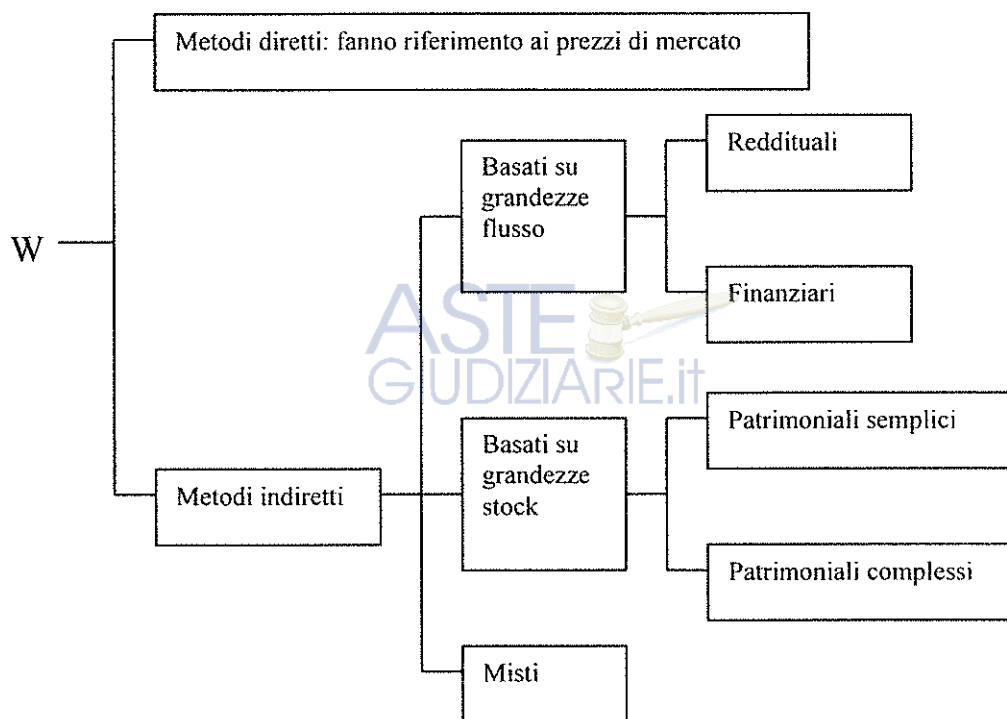
A questi primi tre requisiti alcuni autori ne aggiungono un quarto: la **STABILITÀ**, ossia la metodologia di valutazione deve rifuggire da tutto ciò che sia contingente e mutevole.

3.2 TIPOLOGIE DI METODI DI VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO

I principali metodi di valutazione delle aziende sono in genere suddivisi, in prima approssimazione, in due categorie:

- **Metodi diretti.** Si tratta dei metodi che procedono alla stima del capitale economico basandosi sui prezzi che il mercato effettivamente esprime in riferimento a quote del capitale dell'azienda da valutare o di aziende ad essa comparabili;
- **Metodi indiretti.** Si tratta dei metodi che basano la stima del capitale economico su grandezze riferite direttamente all'azienda da valutare siano esse grandezze flusso (es. flussi finanziari disponibili, redditi medi prospettici) o grandezze stock (es. consistenza patrimoniale). La loro applicazione nasce o da una specifica scelta da parte del perito incaricato della stima o dall'assenza o insufficienza o scarsa attendibilità dei dati offerti dal mercato per l'applicazione dei metodi diretti.

Riportiamo nello schema seguente i principali metodi di valutazione del capitale economico "W".



3.3 BREVE DISAMINA DEI METODI VALUTATIVI

Di seguito si esaminano succintamente i principali metodi di valutazione al fine di individuarne la compatibilità con il caso di specie.

3.3.1 Il metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale consente di giungere alla determinazione del valore dell'azienda, quantificandone il capitale economico in termini di patrimonio netto rettificato.

Operativamente si determina l'entità del capitale economico sottraendo le passività, opportunamente integrate e rettificata, dalle attività, anche esse integrate e rettificata, entrambe espresse a valori correnti.

Ecco quindi che tale metodologia si caratterizza per l'analisi sistematica delle singole poste dell'attivo e del passivo.

➤ **Il metodo patrimoniale semplice**

Il metodo patrimoniale semplice costituisce un passaggio valutativo imprescindibile da parte dell'esperto estimatore, essendo una fase comunque prodromica e talvolta essenziale di ogni valutazione.

Esso svolge un ruolo informativo insostituibile, consentendo la ripartizione del valore complessivo dell'azienda nelle sue singole componenti, intese come elementi dell'attivo e del passivo.

➤ **Il metodo patrimoniale complesso**

Il metodo patrimoniale complesso rappresenta un'integrazione del metodo patrimoniale semplice, in quanto consente di attribuire un valore separato anche a taluni beni intangibili.

Esso assume particolare significato in presenza di ingenti valori di beni immateriali, la cui stima possa essere effettuata autonomamente, attraverso moltiplicatori di mercato o processi simili, oppure ove ricorra la necessità di determinare, con riferimenti oggettivi, il concorso di taluni beni intangibili nella formazione del valore.

3.3.2 Il metodo reddituale

Utilizzando il metodo reddituale, il valore di un'azienda è determinato unicamente in funzione dei redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre.

Tale metodo rientra nei cd. "metodi dei flussi", che consistono, per l'appunto, nell'attualizzazione di flussi reddituali.

Il primo passo per l'applicazione del metodo reddituale consiste nella determinazione del reddito medio prospettico, che non necessariamente coincide con l'utile di bilancio. Anzi nella quasi totalità dei casi diverge significativamente da quest'ultimo, che ne rappresenta comunque il punto di partenza per il calcolo.

Il reddito di bilancio deve essere dapprima "normalizzato" e, successivamente, integrato con i valori contabili non espressi, infine, se



opportuno, riespresso a valori correnti per depurarlo degli effetti dell'inflazione.

Normalizzare il reddito significa depurarlo dei componenti eccezionali o straordinari o comunque estranei alla gestione caratteristica.

Tale metodo è indicato per aziende operanti "a regime", senza particolari problemi finanziari, cioè aziende che sfruttano adeguatamente la loro capacità produttiva. Eventuali beni estranei al processo produttivo debbono ovviamente essere separatamente valutati mediante metodi appropriati.

A seconda delle prospettive future e dei dati di cui si dispone, i metodi reddituali possono trovare applicazione secondo tre modalità di calcolo differenti che sono sintetizzate come segue:

a) attualizzazione del reddito medio normale atteso. Tale processo corrisponde all'ipotesi di durata indefinita nel tempo del reddito atteso e si traduce in una formula valutativa che corrisponde al valore attuale di una rendita perpetua;

b) attualizzazione del reddito medio normale atteso per un periodo definito di anni. Essa poggia sull'ipotesi di una durata limitata nel tempo del reddito e si traduce in una formula valutativa che corrisponde al valore attuale di una rendita annua posticipata di una durata pari ad un numero limitato di anni;

c) attualizzazione dei redditi analiticamente previsti per un certo numero di anni completata dalla determinazione di un valore terminale stimato sulla base del reddito atteso al termine del periodo oggetto di previsione analitica. Si tratta, in sostanza, di un criterio di stima composito rispetto a quelli in precedenza indicati.

3.3.3 I metodi finanziari

I metodi finanziari, definiti anche Discounted Cash Flow, rappresentano un'applicazione ai processi di stima del capitale economico d'azienda delle tecniche elaborate per la valutazione d'investimenti generici. Secondo tale ottica l'azienda è concepita come un macroinvestimento capace di acquisire valore in funzione dei flussi finanziari prospettici.

La principale motivazione che spinge ad adottare tali metodi è riconducibile alla maggiore oggettività dei flussi di cassa rispetto al reddito,

in quanto il cash flow non include costi e ricavi di natura non monetaria, quali ad esempio ammortamenti.

I metodi finanziari hanno origine dalla formula di attualizzazione interpretando i flussi come flussi di natura monetaria e procedendo alla loro attualizzazione sulla base di un tasso di sconto adeguato e coerente con la natura del flusso stesso.

3.3.4 I metodi misti

Si basano sull'impiego contemporaneo di grandezze stock e grandezze di flusso. Essi seguono la logica secondo cui il valore attribuibile a un'azienda in funzionamento risiede in parte nella sua dotazione patrimoniale e in parte nella sua capacità di generare redditi.

Pertanto alla stima del capitale concorrono sia la situazione patrimoniale sia la presumibile redditività futura dell'azienda.

Si tratta di metodologie che mirano a evidenziare l'avviamento, dato dalla differenza tra la stima reddituale e quella patrimoniale e può essere determinato con i seguenti metodi:

➤ Il metodo del valor medio

Un metodo che attua una mediazione tra i criteri patrimoniali e reddituali, che consente nel processo valutativo, di considerare, attribuendogli lo stesso peso, tanto le prospettive di reddito dell'azienda quanto la sua effettiva consistenza patrimoniale, consiste nella media aritmetica del capitale netto rettificato (K) e del valore di rendimento (i) del reddito atteso (R), la formula utilizzata è la seguente:

$$W = (K + R / i) / 2$$

➤ Il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento

Il metodo in questione si fonda sul presupposto che il reddito prospettico comprenda una quota di sovrareddito (o sottoreddito) destinata a venire meno nel tempo.

L'obiettivo di tale metodo consiste nel rilevare il valore di un'azienda come somma algebrica del suo patrimonio, espresso a valori correnti di mercato, e del suo avviamento.

$$W = K' + A$$

Il secondo addendo rappresenta l'avviamento, definito come l'attitudine di un'impresa a produrre redditi nel tempo. Esso costituisce un valore legato

all'intero complesso aziendale, non attribuibile a nessun bene in particolare, derivando sia da fattori oggettivi che soggettivi.

Tale valutazione non risulta affatto semplice e la dottrina non ha una posizione unanime, tant'è che sono state elaborate tre soluzioni alternative:

- Attualizzazione limitata del sovrareddito medio;
- Attualizzazione illimitata del sovrareddito medio;
- Attualizzazione dei sovra redditi specifici di alcuni esercizi.

Il primo metodo è quello di gran lunga più noto e diffuso. Esso calcola quel livello medio di reddito (R) che l'impresa sarà in grado di generare negli esercizi futuri; poi, per stimare l'avviamento, tale valore viene posto a confronto con il reddito medio normale di settore (K'i)

Secondo questo metodo il sovrareddito è generabile dall'azienda solo per un arco limitato di anni e non per un tempo illimitato. Per tale motivo nella formula l'extra reddito viene attualizzato per un numero finito di anni (n) a un tasso specifico (i').

$$A = (R - K' \cdot i) a_n \gamma i'$$

Il secondo criterio di valorizzazione dell'avviamento, parte anche esso dal calcolo del valore medio del sovrareddito prospettico generabile dall'impresa, ma ipotizza ottimisticamente che tale extra reddito possa essere conseguito e mantenuto dall'azienda per un tempo infinito.

$$A = (R - K' \cdot i) / i'$$

Un simile approccio è considerato da molti irrazionale e scarsamente prudente; infatti è poco probabile che le condizioni a base dell'avviamento possano protrarsi per un arco di tempo illimitato.

Infine, il terzo procedimento non fa uso di un valore medio del sovrareddito ma ricorre a una serie di previsioni e proiezioni finalizzate a individuare analiticamente gli extra redditi che l'impresa sarà in grado di generare in ognuno dei prossimi anni.

Tale metodo può essere adottato con facilità in quelle azienda che fanno uso corrente di piani pluriennali e budget a 3 – 5 anni.

$$A = (R_1 - K' \cdot i) / i' + (R_2 - K' \cdot i) / (i')^2 + \dots \dots \dots (R_n - K' \cdot i) / (i')^n$$

➤ **Il metodo misto con valutazione controllata delle immobilizzazioni**



Tale metodo è particolarmente indicato per la valutazione di aziende in difficoltà o appartenenti a settori in crisi per le quali il rinnovo degli impianti non è conveniente. In queste condizioni, l'investitore si pone, infatti, quale limite temporale di sfruttamento, quello della vita utile degli impianti, inteso come il momento a partire dal quale gli stessi – non presentando più alcuna utilità – perdono ogni significativo valore. Si tratta di un metodo compatibile solo con le realtà aziendali che non sono in grado di ripristinare un'adeguata redditività corrente (dal che emergerebbe un avviamento negativo o *badwill*).

4. PRIME CONSIDERAZIONI IN ORDINE AL METODO

In riferimento alla valutazione d'azienda del complesso aziendale della [REDACTED] è opportuno precisare che risulta difficile qualificare tale complesso un'unità organizzativa, dotata di persone e mezzi, che si configura come un sistema di operazioni di gestione ovvero come un insieme di beni organizzati per l'esercizio dell'impresa. Non si ritiene sussista un'autonomia tecnico-funzionale del complesso di beni oggetto di valutazione, considerando che il perito ha a disposizione i bilanci fino al 31/12/2016, dal quale emerge l'assenza dal 2015 di personale dipendente; il perito inoltre non dispone del libro cespiti della società, dal quale ricavare un dettaglio delle immobilizzazioni di proprietà della società, che dal bilancio 2016 sono valutate ai fini del bilancio in € 720.310 (valore al netto dei fondi ammortamento), di cui € 227.250 di immobilizzazioni materiali. Dall'inventario fallimentare peraltro risultano rinvenuti beni mobili della società quantificati in € 13.795.

Il perito inoltre non dispone di altra documentazione comprovante eventuali autorizzazioni o licenze esistenti in capo alla società, ne tanto meno i contratti ancora in essere con clienti, che comunque essendo stati ceduti nell'ambito dei contratti di affitto d'azienda, presumibilmente verranno conclusi dalla società affittuaria e difficilmente potranno essere ceduti in un secondo momento quando avverrà l'eventuale cessione dell'azienda della Società Fallita.

Pertanto, a parere del sottoscritto, l'azienda [REDACTED] non conta di un complesso di beni organizzati e legati da un rapporto d'interrelazione, tale da configurare un'azienda. In tal senso, i beni che costituiscono l'azienda, per le loro caratteristiche e per il loro collegamento funzionale, devono rendere possibile lo svolgimento di una specifica impresa e nel caso di specie ciò non è ravvisabile; tanto meno sotto il profilo giuridico, dovendosi da tale punto di vista configurandosi un'azienda in presenza di un nucleo minimo di beni necessari allo svolgimento di una specifica attività economica cui l'azienda stessa è preposta, mentre sotto il profilo economico-aziendale la specifica azienda deve possedere una propria capacità produttiva, che le consenta di funzionare e di produrre reddito con i propri mezzi e in un periodo medio-lungo.

L'azienda oggetto della presente valutazione non è caratterizzata da un complesso aziendale autonomo, né un insieme integrato di beni di per sé idoneo a consentire lo svolgimento di una determinata attività d'impresa, contraddistinto da un'unità economica e funzionale. Non si tratta dunque, sulla base dei documenti e delle informazioni disponibili, di un complesso di beni funzionalmente atto all'esercizio dell'impresa, vale a dire che presenti un'attitudine a tale esercizio, ovvero una potenzialità produttiva.

4.1 LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE E IDENTIFICAZIONE E COMPOSIZIONE DELL'AZIENDA

Premesso quanto esposto nel precedente paragrafo relativo alle diverse metodologie di stima applicabili, il sottoscritto ha ritenuto di utilizzare, nel caso specifico, una valutazione basata sul metodo **“patrimoniale semplice”**. Si è escluso l'utilizzo di metodi reddituali, semplici o misti, nonché di metodi finanziari, in quanto i risultati economici/finanziari negativi registrati negli ultimi anni non avrebbero permesso la determinazione di risultati oggettivi.

Il metodo patrimoniale semplice è coerente sia con una cessione d'azienda secondo un criterio di funzionamento, sia secondo un criterio di liquidazione pura. Risulta infatti chiaro che la procedura fallimentare potrà cedere a terzi l'azienda in un'ottica di continuazione dell'attività, nel caso in cui si individui un soggetto dotato delle necessarie risorse finanziarie,

gestionali, organizzative necessarie per effettuare un “turn-around” e riportare la stessa in situazione di redditività. Ma la procedura, in seconda istanza, potrà anche cedere i singoli elementi costitutivi dell'azienda, in un'ottica di mera liquidazione concorsuale. Risulta pertanto chiaro che il valore dell'azienda funzionante nel suo complesso non potrà comunque risultare inferiore alla somma dei valori ricavabili da una cessione atomistica dei singoli cespiti. Ciò premesso si ritiene di adottare il metodo “patrimoniale semplice”, prendendo a riferimento la valorizzazione dei **beni mobili** rinvenuti in sede d'inventario fallimentare ad opera dell'Ing. Stefano Fedecostante, che qui integralmente si richiama come da sua valutazione allegata al verbale delle operazioni d'inventario del 12/09/2018.

4.2 VALUTAZIONE DELLE COMPONENTI PATRIMONIALI IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI

Il sottoscritto, ai fini della presente perizia, ritiene di acquisire le valutazioni tecniche espresse dall'ing. Stefano Fedecostante, alle quali si rimanda anche per un'elencazione analitica dei singoli beni, e di attribuire ai beni mobili di proprietà della società Fallita il valore di € **13.795,00**.

DETERMINAZIONE DEL VALORE DELL'AZIENDA

Sulla base delle considerazioni svolte nei precedenti paragrafi, il capitale economico dell'azienda oggetto di stima è pari al valore attribuito ai beni strumentali, che si assume pari al valore arrotondato di € **14.000,00**.

La valorizzazione sopra esposta non considera il valore degli immobili in cui l'attività veniva esercitata, in quanto condotti in comodato d'uso gratuito e di proprietà *personale* del [REDACTED]

5. IL CONTRATTO DI AFFITTO D'AZIENDA E LA VALUTAZIONE DEL CONGRUO CANONE DI AFFITTO

Oltre alla stima del valore economico del complesso aziendale della [REDACTED] il sottoscritto è stato incaricato di valutare la congruità del canone di locazione applicato al contratto di affitto di ramo d'azienda in essere con la [REDACTED] stipulato in data

22/11/2017 con atto a rogito Notaio Giuseppe Belogi di Macerata, rep. 143940/27387. Tale contratto è stato poi modificato in data 27/08/2018 dalla curatela del Fallimento della [REDACTED] nella persona del curatore Dott. Antonio Acquaroli, con atto autenticato dal Notaio Luigi Olmi di Ancona (rep. 8906/5229).

L'oggetto del contratto d'affitto è il ramo d'azienda inerente il complesso dei beni e rapporti giuridici organizzati per lo svolgimento dell'attività coincidente con l'intero ramo operativo nel settore elettrico, meglio specificato nel contratto, già menzionato nel paragrafo L'affitto, originariamente comprendeva l'utilizzo dell'immobile in cui veniva esercitata l'attività, di proprietà del sig. [REDACTED] concesso in comodato alla società [REDACTED]

Sono inoltre esclusi dall'affitto i beni e le obbligazioni (contratti, debiti e crediti, anche di lavoro subordinato) non indicati espressamente nel contratto di affitto ed i suoi allegati ed, in ogni caso, sorti anteriormente alla data di efficacia del contratto, nonché le garanzie di qualsiasi natura prestate dal Concedente a terzi, che permangono tutti a carico del medesimo.

La durata del contratto di affitto inizialmente stabilita in sei anni con decorrenza dal 23 novembre 2017 con previsione di rinnovo automatico per un altro anno, e successivamente di anno in anno, salvo disdetta, viene modificato dagli organi della procedura fallimentare in due anni a decorrere dal 27/08/2018, con scadenza pertanto 27/08/2020, senza alcuna possibilità di rinnovo automatico.

Per quanto riguarda il corrispettivo, la società si era impegnata a corrispondere alla società [REDACTED] la somma di € 6.000,00 oltre IVA da corrispondersi in rate mensili posticipate; la scrittura modificativa stipulata dalla Curatela lo scorso 27/08/2018 non ha modificato tale corrispettivo.

5.1 SCELTA DELLA METODOLOGIA PER LA VALUTAZIONE DEL CONGRUO CANONE DI AFFITTO E RELATIVA DETERMINAZIONE

In teoria il problema andrebbe affrontato valutando, in via preliminare, la convenienza tra affitto e gestione diretta (anche attraverso l'esercizio provvisorio di impresa). In altre parole si tratterebbe di quantificare un



canone minimo di break even che eguagli i risultati economici prodotti dalla gestione diretta rispetto alla locazione (M. Rutigliano –L. Faccincani, "La stima del canone congruo nell'affitto di azienda. Una diversa prospettiva di analisi", in Rivista di Ragioneria ed Economia Aziendale, 2011, settembre –ottobre).

Il canone di break even eguaglierebbe il valore attuale dei canoni di affitto, netti di imposta, per il locatore, al valore attuale dei flussi, netti di imposta, derivanti dalla gestione diretta dell'azienda.

Nella grande maggioranza dei casi però, 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.

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

La dottrina ha proposto varie metodologie:

- 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 contabilizzati (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, apportando una correzione reddituale, in quanto trattasi di fallimento,

quantificata attualizzando i differenziali tra i redditi congrui e redditi normalizzati realizzabili nei successivi 3-5 esercizi.

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 settore (Danovi A. –2000 –*"Fallimento, valutazione e affitto d'azienda"*, in Rivista dei Dottori Commercialisti n.4).

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 locazione (A. Mechelli, *"La stima del valore congruo del canone di locazione nell'ipotesi di affitto di azienda"*, in Riv. Dott. Comm., 2007, n. 7).

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

Le varie soluzioni prospettate sono state oggetto di un apposito documento di studio elaborato dal CNDCEC nel marzo 2016 *“La determinazione del canone congruo di locazione d'azienda nelle procedure concorsuali”*.

Inoltre, come evidenziato nel documento del CNDCEC, il canone di locazione è difficilmente determinabile in astratto senza considerare le caratteristiche del conduttore. Per tale motivo nel caso di gare per l'affitto di aziende appartenenti a procedure concorsuali, si potrebbe stabilire un canone minimo riferito a una situazione a basso rischio della controparte e valutare le offerte pervenute in relazione a possibili rischi operativi, solidità del conduttore, garanzie prestate, ecc.). Pertanto il tasso di rendimento dovrebbe tener conto dei rischi specifici cui il locatore incorre nel concedere in locazione l'azienda, rispetto che condurla in via diretta. Tali rischi riguardano, in particolare:

- il rischio di insolvenza, ovvero il rischio che l'affittuario non risulti in grado di far fronte agli impegni di pagamento previsti contrattualmente;
- il rischio di riduzione dell'avviamento, che si verifica nel caso in cui la gestione del locatario comporti un depauperamento del valore della società e, dunque, una variazione del capitale economico della stessa.

La quantificazione di tale componente aggiuntiva di rischio risulta piuttosto complessa e controversa, in quanto altamente soggettiva e poco connessa ad elementi razionali misurabili e determinabili in via empirica. Nella prassi la misura di tali rischi è piuttosto varia, a seconda delle specificità di ciascun rapporto e delle garanzie ottenute dal locatore e previste nel contratto.

Fermo restando, quanto già esposto al paragrafo 4, ossia l'assenza di un complesso di beni organizzati e legati da un rapporto d'interrelazione, tale da configurare un'azienda, il metodo che la scrivente ha adottato per la determinazione del congruo canone d'affitto, non disponendo il sottoscritto di alcuna informazione circa le caratteristiche del potenziale locatario, è quello riferito al precedente approccio riportato al punto 2), che prevede l'applicazione al valore economico dell'azienda, in questo caso

coincidente con il valore dei beni mobili rinvenuti in sede di inventario, di un tasso di remunerazione che prendi a riferimento la redditività normale di settore, da assumere come limite superiore, cui applicare una percentuale di sconto in considerazione del degrado subito, ove il complesso non sia mantenuto in uso.

Pertanto è stato quindi preso come base di calcolo il tasso di redditività normale del settore "Electrical Equipment" pari, a gennaio 2018 (anno nel quale la procedura ha decisa prosecuzione del contratto di affitto, al 10,41% (Fonte: A. Damodaran, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>) al quale è stato applicato un tasso di sconto del 50% in ragione della situazione patita dall'azienda, individuando così un tasso R pari al 5,21%.

Pertanto una volta determinato il valore del capitale economico dell'azienda che corrisponde al valore dei beni mobili strumentali (€ 14.000,00), è possibile determinare il valore del congruo canone di affitto in applicazione della seguente formula:

$$CW = R * W$$

Dove:

Cw = congruo canone di affitto

W = valore economico dell'azienda

R = coefficiente da applicare al valore economico

Il valore di un congruo canone di affitto annuo è stato quindi stimato in applicazione della suesposta formula:

€ 728,60 (€ 14.000,00 x 5,21%), ossia € 60,73 al mese, **che arrotondato si assume pari ad € 61,00;**

A riscontro di quanto appena calcolato, il sottoscritto espone il risultato che si avrebbe nel caso della determinazione del coefficiente R, utilizzando la metodologia del Capital Assets Pricing Model. Si tratta di un modello rischio-rendimento che, stima il rischio in termini di variabilità dei risultati aziendali rispetto a quelli del mercato azionario. La formula del CAPM è:

$$Ke = Rf + \beta (Rm - Rf)$$

Dove:

Rf = tasso di rendimento delle attività prive di rischio (o risk free rate).

Rm = tasso di rendimento medio del mercato azionario.

$(R_m - R_f)$ = premio per il rischio generale di mercato, o Market Risk Premium. Questo premio viene riconosciuto agli investitori che destinano i loro capitali nel mercato azionario anziché a investimenti privi di rischio.

β = coefficiente di volatilità o di rischiosità sistematica dell'azienda, che misura il rischio specifico dell'azienda in termini di variabilità del suo rendimento rispetto a quello generale di mercato.

Il costo del capitale di proprietà è determinato come somma di due addendi. Il primo addendo è il riskfree rate e il secondo è il premio per il rischio, che si ottiene moltiplicando il β per il "premio per il rischio generale di mercato". Il β può assumere valori diversi:

$\beta > 1$, il rischio aziendale è superiore a quello del portafoglio di mercato. A fronte di una variazione del portafoglio di mercato si avrà una variazione maggiore nei rendimenti dell'azienda oggetto di stima;

$\beta = 1$, il rischio aziendale è allineato a quello del portafoglio di mercato.

$\beta < 1$, il rischio aziendale è inferiore a quello del portafoglio di mercato. A fronte di una certa variazione dei rendimenti registrata sul mercato, si avrà una variazione più contenuta a livello aziendale.

In termini pratici l'applicazione di tale metodologia presuppone la stima di tre fattori:

- il tasso di un investimento privo di rischio;
- il tasso di rendimento medio di mercato;
- il coefficiente beta.

Nel caso specifico i tre fattori sono stati stimati come segue:

- il tasso di un investimento privo di rischio: assumendo come riferimento il contratto di affitto di ramo d'azienda avente sostanzialmente durata pari a tre anni, considerando l'inizio dell'affitto avvenuto in data 22/11/2017 e scadenza, a seguito dell'ultima modifica apportata al contratto, prevista per il 26/08/2020. Si è pertanto provveduto a ricercare un investimento sostanzialmente, privo di rischio che potrebbe essere ragionevolmente comparabile, così individuando i BTP a 3 anni, collocati all'asta tra l'13 ed il 14 novembre 2018, anno nel quale è avvenuta la prosecuzione del contratto di affitto da parte della procedura. Essi offrivano un rendimento lordo pari al 1,98%.

- il premio per il rischio di mercato, reperito dalle “tabelle Damodaran” pubblicate sul sito della Stern School of Business at New York University, relativo all'Italia per il 2018 è pari al 7,27%;
- il coefficiente beta: è stato determinato utilizzando il coefficiente beta di settore, assunto nella versione unlevered, reperito dalle “tabelle Damodaran” pubblicate sul sito della Stern School of Business at New York University, relativi a vari settori per l'area geografica Europa Occidentale, quale settore di riferimento è stato preso quello denominato “Electrical Equipment” il cui beta risulta pari a 1,15. Dati tali elementi qualificanti, il tasso di attualizzazione è risultato pari a 10,34%. Sulla base delle considerazioni sopra esposte e dei rischi individuati, nel caso si volesse applicare un tasso pari al valore individuato con il metodo CAPM, sarà comunque necessario apportare una diminuzione del 50%, in considerazione della carenza di liquidabilità del bene oggetto di stima, trattasi infatti di un complesso aziendale che non trova riferimenti in mercati quotati, nonché della situazione di crisi che ha colpito [REDACTED]. Pertanto il coefficiente R assumerebbe il valore pari a 5,17% e il valore di un congruo canone di affitto annuo sarebbe pari:
 - ad € 723,84 ($14.000,00 \times 5,17\%$), ossia € 60,32 al mese, che arrotondato si assume pari ad € 60,00.

Si precisa che il valore determinato rappresenta uno dei possibili valori del canone annuo d'affitto del complesso produttivo, suscettibile di subire modificazioni, sulla base delle valutazioni che il Curatore fallimentare potrà effettuare, in modo puntuale, in relazione alla specifica situazione di contesto in cui verrà perfezionata l'operazione di affitto dell'azienda della ditta Fallita.

6 CONCLUSIONI

Per quanto esposto nei paragrafi che precedono, possono quindi rassegnarsi le seguenti conclusioni, effettuati gli arrotondamenti del caso: si ritiene che l'azienda oggetto di valutazione non rappresenti un'unità organizzativa, dotata di persone e mezzi, che si possa configurare come un sistema di operazioni di gestione ovvero come un insieme di beni organizzati per l'esercizio dell'impresa, pertanto non si ritiene sussista un'autonomia tecnico-funzionale del complesso di beni oggetto di

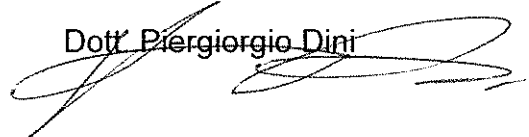
valutazione. Il valore da attribuire all'azienda coincide con il valore dei soli beni mobili rinvenibili durante le operazioni di inventario e pertanto pari al valore arrotondato di € 14.000,00.

Se, comunque, si volesse valutare un congruo canone di affitto dell'azienda come identificata nei paragrafi che precedono, ossia rappresentata dai soli beni mobili aventi valore complessivo di € 14.000,00, il canone risulterebbe congruo se uguale o superiore ad € 730,00.

Lo scrivente ritiene di aver assolto l'incarico conferito e nel ringraziare per la fiducia accordata resta a disposizione per ogni ulteriore chiarimento.

Ancona, 2 febbraio 2019

Dott. Piergiorgio Dini



ASTE
GIUDIZIARIE.it

ASTE
GIUDIZIARIE.it

ASTE
GIUDIZIARIE.it