TRIBUNALE DI LATINA – SEZIONE FALLIMENTARE

Valutazione di azienda
Fall. n. 25/2019 –

Giudice Delegato: Dott. Francesco Cina
Curatore fallimentare: Rag. Anna Colabattista

Perito estimatore: Dott. Gianpiero Macale – Dottore Commercialista e Revisore Legale

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

INDICE

1. Premessa **Pag.**

1.1 Oggetto e finalità dell'incarico. **2**

1.2 Definizione dell'ambito di attività dell'estimatore. **2**

2. Svolgimento dell'incarico. **4**

2.1 Documentazione utilizzata **5**

3. La realtà oggetto della valutazione. **6**

3.1 Cenni sulla Ditta. **6**

4. I metodi di valutazione: scelta e verifica. **7**

4.1 Criteri di Valutazione. **7**

4.2 Metodo patrimoniale. **8**

4.3 Metodo reddituale. **8**

4.4 Metodo misto patrimoniale e reddituale con stima autonoma del *goodwill*. **10**

4.5 Metodi finanziari. **11**

4.6 Metodi empirici o di mercato. **11**

4.7 Metodologia applicata: misto patrimoniale con stima autonoma dell'avviamento. **13**

4.7.1. La determinazione del patrimonio netto rettificato. **13**

4.7.1.1 ATTIVITA'. **14**

4.7.1.2 PASSIVITA'. **15**

4.7.1.3 Conclusioni. Il Valore del patrimonio netto rettificato. **15**

4.7.2 La determinazione dell'avviamento. **15**

5. Conclusioni. **19**

ALLEGATI **20**

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Relazione di stima

1.Premessa

1.1 Oggetto e finalità dell'incarico.

Il sottoscritto Gianpiero Macale, nato a Norma (LT), il 12 marzo 1959, con studio in Latina Via V. Monti n. 35, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti di Latina, con il n. 206, e Revisore Legale – D.M. 12 aprile 1995 in G.U. n. 31 bis del 21 aprile 1995 - in data 07 giugno 2019, ha ricevuto dalla Rag. Anna Colabattista, Curatore del fallimento della (Fall. 25/2019 – Tribunale di Latina) l'incarico, previa
autorizzazione del Sig. G.D. Dott. Francesco Cina, avente ad oggetto di *"stimare l'azienda della società fallita"* la quale esercitava l'attività di *"commercio di materiali da costruzione, ceramiche e piastrelle"*, ed i luoghi di svolgimento dell'attività, ubicati in Cori (LT), erano i seguenti:

-

-

- .

1.2 Definizione dell'ambito di attività dell'estimatore.

A seguito della ricezione della documentazione contabile e amministrativa – indicata in un successivo paragrafo della presente relazione – sono state delineate le finalità del presente incarico di valutazione.
Nello svolgimento dell'incarico, l'estimatore ha avuto come riferimento le finalità perseguite per la valutazione individuando la metodologia che, a suo parere, meglio si attaglia allo scopo ed all'oggetto di valutazione.
Nella fattispecie, la valutazione del patrimonio economico dell'azienda e del conseguente valore economico della stessa è finalizzata alle decisioni da assumere in ordine alla cessione dell'azienda della da parte dell'Ufficio fallimentare,
anche per la necessaria verifica del presumibile valore ritraibile dalla cessione congiunta del complesso aziendale tenuto conto che si debba procedere alla liquidazione dei singoli beni solamente *"quando risulta prevedibile che la vendita dell'intero complesso aziendale,*

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

di suoi rami, di beni o rapporti giuridici individuabili in blocco non consenta una maggiore soddisfazione dei creditori" (art. 105, co. 1, L. F.).

Con la riforma del diritto fallimentare del 2006 il legislatore, "*al fine del conseguimento dei migliori valori di vendita, non poteva che tendere a privilegiare il preventivo esperimento di tentativi di vendita in blocco dell'azienda e ciò sia per la necessità di tutelare, ove possibile, i valori produttivi ed umani intrinseci alle aziende stesse, sia per la consapevolezza che il complesso aziendale, unitariamente considerato, generalmente mantiene e conserva, con l'apertura della procedura concorsuale, un valore maggiore rispetto ai suoi singoli componenti*" (Pajardi, Paluchowski).

Infatti, "*essendo l'azienda un complesso di beni organizzati per l'esercizio dell'attività imprenditoriale e, dunque, caratterizzati da un vincolo di destinazione alla produzione di beni e servizi, la riforma ha inteso tutelare la conservazione dell'unità aziendale, al fine del mantenimento dei valori patrimoniali da sottoporre a liquidazione*" (Nonno, Comm. Ferro, 1220).

Sul punto, altra dottrina ha altresì osservato che "*la vendita atomistica dei beni mobili o immobili, viene quindi oggi considerata residuale, perché inidonea a salvaguardare il valore di avviamento dell'organismo produttivo dell'impresa in crisi, con tutto ciò che questa comporta in ordine all'ammontare del prezzo di cessione*" (A. Nigro e D. Vattermoli, Diritto della crisi delle imprese).

La volontà della Curatela, anche tenendo in considerazione la perizia di stima dei beni mobili acquisiti all'attivo della Procedura fallimentare, redatta dall'Architetto Cristina Pitton del 18/07/2019, è quella di procedere ad una stima complessiva dell'impresa in modo da poter procedere ad indire una procedura competitiva che permetta, ai sensi e per gli effetti dell'art. 107 L. F., di massimizzare il realizzo dell'attivo fallimentare a tutto vantaggio della massa dei creditori concorrenti salvaguardando, nel contempo, l'esistenza e la prosecuzione dell'azienda.

Ai fini di una più aderente valutazione del complesso aziendale, nell'individuare il più opportuno metodo di stima si è tenuto nella dovuta considerazione che l'azienda, oggetto di indagine, fin dal 04/04/2016 è stata concessa in affitto ad altro soggetto e, conseguentemente, nella fattispecie è stato conservato il requisito dell'utilizzo congiunto dei beni - materiali ed immateriali - costituenti il complesso aziendale in esame, al fine di

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

salvaguardarne il valore ex art. 105. L. F.; solo a seguito della dichiarazione di fallimento la Curatela ha esercitato il diritto di recesso, ex art. 79 L.F., a seguito del quale la curatela è rientrata nel pieno possesso del complesso aziendale solamente nel corso del mese di giugno del corrente anno, e pertanto può ritenersi che l'attività si sia svolta senza alcuna interruzione fino ad oggi senza alcuna interruzione o dispersione dell'unitario indirizzo del complesso aziendale.

La data di riferimento della presente valutazione di azienda è fissata alla data di conferimento dell'incarico, ovvero al 07 giugno 2019.

2. Svolgimento dell'incarico.

Prima di richiamare i metodi ed i principi che verranno utilizzati ai fini valutativi, e necessario sottolineare come una appropriata valutazione di un'azienda, richieda sempre I'esame del sistema aziendale nella sua complessità. Nella valutazione del capitale economico di un'azienda, e opportuno adottare un metodo (tra tutti quelli esistenti in dottrina e nella prassi professionale) che tenga conto delle caratteristiche settoriali in cui l'azienda opera o operava e lo scopo della valutazione.

La stima del valore di un'azienda, infatti, non è mai costituita semplicemente dalla somma algebrica dei valori attribuibili ai singoli elementi (attivi e passivi) che la compongono ma, piuttosto, sarà il risultato dell'apprezzamento unitario di tutti i beni materiali ed immateriali e della capacita dell'organismo produttivo di produrre, con la sua gestione, risultati apprezzabili per determinarne il valore di avviamento.

Esattamente per questa motivo la stima di un valore, come quello di un'azienda, è il risultato di un processo complesso, che affonda le sue radici nella stessa indeterminatezza del concetto di valutazione e che prende inizio con l'individuazione dello scopo, che si intende raggiungere con la stima e si conclude con un giudizio professionale sul capitale economico attribuibile al valore aziendale, fornito sulla base del criterio di stima, che si sarà ritenuto più adeguato alla realtà fattuale.

Invero, la scelta del metodo tecnico che possa meglio adattarsi alla valutazione di un'azienda è la fase più delicata dell'intero processo cognitivo.

Naturalmente ogni criterio di valutazione economica (*Cfr*. Par. 4 del presente lavoro) riesce a cogliere meglio certi aspetti e magari capta più superficialmente altre caratteristiche di un'azienda. La dottrina e la pratica professionale cercano anche di sintetizzare, con delle

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

varianti, i metodi classici di base (reddituale o patrimoniale).

Premesso dunque che la scelta del metodo di valutazione è *sempre* una scelta *soggettiva* che porta ad una *stima del valore e potenzialità* dell'azienda, occorre precisare che, nella fattispecie, la valutazione richiesta e stata effettuata sulla base delle informazioni acquisite, ed apprezzate per la bisogna, dalla documentazione amministrativo-contabile e dalla relazione tecnica estimativa in atti e fornita dal Curatore del fallimento.

Va evidenziato che i dati contabili utilizzati nella redazione della presente perizia estimativa, non sono stati oggetto di revisione contabile poiché essi provengono dalle evidenze documentali in atti della Procedura, e per ciò che attiene i valori delle merci e dei beni strumentali (materiali), riportati nella consulenza tecnica dell'Architetto Cristina Pitton (stima beni mobili), si è proceduto all'apprezzamento – per valutarne l'applicazione - di quelli contenuti nei richiamati elaborati di stima.

2.1. Documentazione utilizzata

Il sottoscritto estimatore, al fine di redigere il presente lavoro, ha acquisito ed esaminato la seguente documentazione fornita dal curatore fallimentare:

a) lettera di nomina del 07/06/2019 **(all. 1)**;

b) consulenza tecnica di ufficio relativa alla valutazione dei beni mobili del fallimento n. 25/2019, redatta dall'Architetto Cristina Pitton, del 18/07/2019 **(all. 2)**;

c) "Contratto di affitto d'azienda" stipulato, in data 04/04/2016, tra la

d) "Appendice modificativa di Contratto di affitto di azienda" del 06/06/2016;

d) copia bilanci relativi agli anni: 2013, 2014, 2015, 2016, 2017 e 2018;

e) prospetto dati aggregati bilanci, ultimi 7 anni.

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

3. La realtà oggetto della valutazione.

3.1 Cenni sulla Ditta.

La , esercitava l'attività, nelle predette unità locali, in forza di regolare contratto di locazione commerciale, registrato presso l'Agenzia delle Entrate di Palestrina in data 01/07/2016, al n. 1614, serie T3.

Nello specifico, l'attività di "commercio al dettaglio di materiali da costruzione, ceramiche e piastrelle" è stata esercitata:

- relativamente all'esercizio commerciale sito in Cori (LT), , con l'Autorizzazione amministrativa n. 750, rilasciata dal Comune di Cori in data 28/05/1997;
- relativamente all'esercizio commerciale sito in Cori (LT), , con l'Autorizzazione amministrativa n. 760, rilasciata dal Comune di Cori in data 26/02/1998.

La duplice ubicazione dei punti vendita si ritiene abbia consentito di intercettare la domanda dei materiali oggetto dell'attività sull'intero territorio comunale e, potenzialmente, anche dall'utenza dei comuni limitrofi.

Con sentenza pubblicata in data 29/03/2019, il Tribunale di Latina ha dichiarato il fallimento della (fallim. N. 25/2019), nominando quale curatore la Rag.ra Anna Colabattista.

Dalle surriferite circostanze, sommariamente descritte, emerge quindi per la Curatela la necessita di acquisire una stima dell'azienda per indire una procedura competitiva che, ai sensi e per gli effetti degli artt. 105 e 107 L.F., consenta di salvaguardarne il suo valore mediante la ricollocazione della stessa sul mercato, assicurando così la massima soddisfazione possibile dei creditori concorrenti.

La presente valutazione, quindi, ha quale suo oggetto la stima del valore attuale attribuibile al complesso aziendale facente capo alla , così come individuata dall'art. 2555 Cod. Civ., ovvero quale "*complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa*".

L'azienda è normalmente costituita da un coacervo di beni materiali ed immateriale nonché da rapporti giuridici. Nel caso in esame, trattandosi di azienda in fallimento, i rapporti di debito e credito non formeranno oggetto di cessione e quindi di valutazione della medesima.

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

4. I metodi di valutazione: scelta e verifica.

4.1 Criteri di Valutazione

Per la stima del valore del capitale economico (W) della alla data del 07/06/2019 - corrispondente alla data del conferimento dell'incarico per la stima del valore, data alla quale l'azienda già condotta in affitto da soggetto terzo a decorrere dal mese di maggio dell'anno 2016 (cfr. pag. 2, "Appendice modificativa di Contratto di affitto di azienda" del 06/06/2016), era rientrata nella piena disponibilità del Fallimento (circostanza verificatesi nel corso del mese di giugno del corrente anno) avendo il Curatore esercitato il diritto di recesso, ex art. 79 L.F. - sono stati presi in considerazione i metodi valutativi di generale accettazione e, tra questi, è stato scelto quello ritenuto più rispondente alla specifica realtà aziendale.

In particolare si osserva che per determinare il valore economico di un'azienda, dapprima si deve misurare la sua entità come somma dei singoli elementi patrimoniali, quindi si deve spostare l'attenzione sulla capacità di reddito della stessa.

Il capitale aziendale, dunque, deve essere considerato come un'entità economica unica, capace di generare, per un determinato periodo di tempo, un flusso reddituale.

Il valore economico dell'azienda, è ad un tempo funzione del valore patrimoniale e dell'avviamento che essa è capace di esprimere; il metodo per la determinazione del predetto valore, dovendo considerare entrambe le suddette componenti, sarà un metodo che tenga conto della componente patrimonio e del suo orientamento al reddito.

In ogni caso, la valutazione di ogni realtà aziendale si basa su requisiti determinati che possono individuarsi nella:

- "*razionalità"* del processo valutativo;
- *"dimostrabilità"* delle valutazioni effettuate;
- *"oggettività"* dell'estimatore;
- *"stabilità"* del valore stimato.

*(*L. Guatri, *La valutazione delle aziende* - Milano – Egea 1994 – pagg. 15-16).

Al fine di ottenere una valutazione rispondente ai predetti requisiti, nella prassi ed in dottrina, sono stati individuati vari metodi, ognuno caratterizzato da livelli diversi di rispondenza ai principi formulati, e precisamente:

– metodo patrimoniale;

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

– metodo reddituale;
– metodo misto;
– metodi finanziari;
– metodi empirici.

Nella pratica vengono applicati principalmente i seguenti metodi di valutazione:

4.2 Metodo patrimoniale.

Il metodo patrimoniale consente di giungere alla valutazione del capitale economico della società tramite l'espressione a valori correnti dei cespiti e di tutti gli elementi attivi e passivi del patrimonio aziendale. Il valore dell'azienda (W) corrisponde, pertanto, al valore del patrimonio netto rettificato (K) a valori correnti, in base alla seguente formula W = K.
Tale metodo, che ha il pregio di consentire una stima del patrimonio aziendale oggettiva e riscontrabile, si caratterizza per la valutazione analitica a valori correnti di sostituzione: *analitica,* perché effettuata distintamente per ciascun elemento del patrimonio; *a valori correnti*, perché basata sui prezzi di mercato del momento; *di sostituzione*, perché l'ipotesi di base è quella del riacquisto (o della riproduzione) degli elementi attivi e della rinegoziazione di quelli passivi.
Nell'ambito dei metodi di valutazione patrimoniali, si distingue tra metodi patrimoniali semplici e metodi patrimoniali complessi: nei primi, non sono considerati ai fini della valutazione, i beni immateriali (salvo, eventualmente, valori immateriali per cifre modeste o trascurabili, quali ad esempio disaggi su obbligazioni, costi di aumento di capitale, ecc.); nei metodi patrimoniali complessi si considerano, viceversa, anche i beni immateriali.

4.3 Metodo reddituale.

Il metodo reddituale fonda il proprio presupposto sulla capacità dell'azienda di generare un flusso reddituale riproducibile nel futuro. Il valore del capitale economico (W) viene dunque stimato, sul piano quantitativo, come funzione del reddito atteso (R).
Per ciò che riguarda l'orizzonte temporale di riferimento, entro il quale si stima che l'azienda sia in grado di produrre reddito, è possibile ricorrere alla durata indefinita.
In questo caso, il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita perpetua di rata costante (R), calcolata al tasso (i), determinato in base alla seguente formula:

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

valore attuale del reddito perpetuo: $W = R / i$

La configurazione del reddito (R) rilevante ai fini dell'applicazione del metodo in questione è quello *prospettico*, idoneo a riflettere le condizioni di redditività attesa dell'azienda; *medio*, vale a dire che l'impresa è stabilmente in grado di produrre, e *normalizzato*, ossia depurato dalle componenti straordinarie non ripetibili e comunque estranee alla gestione, e in ogni caso determinato sulla base di soluzioni razionali e comunemente accettate dal punto di vista tecnico. Ciò comporta che nella configurazione del reddito (R) rilevante debba essere eliminata ogni componente negativa la cui postazione sia dettata esclusivamente dall'esigenza di ridurre il reddito imponibile ai fini dell'imposizione diretta, ovvero dall'intento di attuare determinate politiche di bilancio.

Il reddito *medio normale* è calcolato, infatti, con riferimento a condizioni normali di svolgimento della gestione e, in particolare, a condizioni di indebitamento "regolari" e non eccezionali, in assenza di situazioni particolarmente favorevoli o sfavorevoli, e consegue da una ridistribuzione nel tempo dei componenti straordinari (plusvalenze e minusvalenze patrimoniali, rettifiche di costi e ricavi di precedenti esercizi, ecc.); il medesimo, inoltre deve essere determinato al netto degli oneri tributari che gravano seppur potenzialmente su di esso, e dei compensi figurativi diversi dalla remunerazione del capitale proprio e delle eventuali partecipazioni agli utili spettanti a terzi.

Il tasso di attualizzazione (i) utilizzato incorpora il compenso derivante dal semplice trascorrere del tempo (sostanzialmente pari al rendimento riconosciuto ad attività prive di rischio), ed altresì l'adeguata remunerazione del rischio sopportato.

In particolare, *il tasso di puro interesse*, relativo agli impieghi di capitale a rischio nullo, è determinato sostanzialmente in riferimento a titoli di debito pubblico di non breve scadenza; peraltro, in periodi di inflazione, il medesimo deve essere depurato dall'erosione monetaria creata dalla componente inflazionistica e, pertanto, assunto nella sua configurazione di *tasso reale*.

La maggiorazione del tasso di puro interesse a titolo di *premio per il rischio di impresa*, è commisurata all'intensità del rischio generale d'impresa gravante sul capitale proprio, la cui stima dipende dalla valutazione dei seguenti fattori :

- condizioni generali: congiuntura economica, inflazione, situazione politico-sociale del paese ecc.

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

- condizioni settoriali: struttura del mercato di appartenenza, condizioni varie di instabilità del settore, ecc.
- condizioni aziendali: solidità patrimoniale, livello e composizione dell'indebitamento, situazione di liquidità con annesse condizioni di pagamento e di incasso, variabilità dei risultati operativi della gestione, parco clienti, ecc.

Il metodo reddituale, pur trovando un limite nell'aleatorietà delle stime sulle capacità reddituali dell'impresa, che non sono altrettanto riscontrabili quanto le verifiche di valore corrente dei cespiti che compongono il patrimonio sociale, è utile ad integrazione e confronto di stime effettuate con altri metodi, che spesso attribuiscono, ingiustificatamente, maggior rilievo al capitale investito piuttosto che alle capacità reddituali future di quel medesimo capitale.

4.4 Metodo misto patrimoniale e reddituale con stima autonoma del *goodwill.*

Questo metodo, che attua una sorta di mediazione tra i pregi e i limiti dei criteri patrimoniali e reddituali, consente di considerare, nel processo valutativo, tanto le prospettive di reddito dell'azienda, quanto la sua effettiva consistenza patrimoniale: la stima, pertanto, rifletterà gli elementi di obbiettività e verificabilità propri dell'analisi patrimoniale (valutazione dell'attivo, ivi compresi i beni e i diritti, al netto dei capitali dei terzi investiti o utilizzati in azienda), senza tuttavia trascurare le attese reddituali, concettualmente più rappresentative del valore economico dell'azienda.

I medesimi prevedono, in concreto, la determinazione del valore del patrimonio netto della società, mediante la verifica della consistenza delle attività investite in azienda, al netto delle corrispondenti passività, a cui si aggiunge l'avviamento che rettificherà in aumento (*goodwill*) o in diminuzione (*badwill*), il predetto valore patrimoniale.

L'avviamento rappresenta, in sostanza, la capacità che viene riconosciuta all'azienda di generare redditi futuri in grado di remunerare il capitale investito in misura maggiore (o minore) rispetto al rendimento offerto da investimenti alternativi.

La formula matematica utilizzata per la sua valutazione è la seguente:

Valore dell'azienda (Capitalizzazione limitata del sovrareddito): $W = K + a_{\overline{n}|i'} (R - i K)$

W = valore del capitale economico dell'azienda;

K = valore patrimoniale (patrimonio netto rettificato);

i = tasso di remunerazione normale del capitale;

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

R = reddito medio normalizzato prospettico (determinato come indicato al punto precedente);

a ____
n | i ' = fattore di attualizzazione per il calcolo di una rendita della durata di *n* anni al tasso *i'*;

n = numero di anni per i quali viene stimato il sovrareddito;

i = tasso di attualizzazione.

4.5 Metodi finanziari.

La valutazione dell'azienda, secondo questi metodi, è basata sulla sua capacità di produrre futuri flussi di cassa, ottenuti dal premio delle entrate monetarie rispetto alle uscite nei periodi di riferimento.

Alla determinazione del valore economico dell'impresa si può pervenire attraverso flussi finanziari puntuali illimitati o con orizzonte temporale limitato, nel qual caso deve essere evidenziato anche il valore finale di liquidazione del patrimonio aziendale; inoltre, tali metodi possono basarsi sui flussi attualizzati disponibili (levered), al netto della gestione finanziaria, o su quelli rinvenienti dalla gestione operativa complessiva (unlevered), sia al netto che al lordo delle imposte.

L'applicazione del metodo in esame, presentando diverse difficoltà obiettive di stima delle numerose variabili da considerare nel procedimento, non sempre permette di definire un valore aziendale attendibile e verificabile.

4.6 Metodi empirici o di mercato.

Quando per valutare un'azienda si prendono a riferimento i prezzi che si formano sul mercato, si applicano i cosiddetti metodi empirici o diretti.

Tali metodi possono presentare incertezze quando vengono applicati ad imprese quotate su mercati regolamentari, per le dimensioni del flottante e per i comportamenti degli investitori, od anche se applicati ad aziende non quotate, per la complessa ricerca delle transazioni effettuate e dei parametri utilizzati (fatturato, redditività, posizionamento, bacino d'utenza) per la formazione dei relativi prezzi praticati.

Al contrario, tale metodologia, ove riferita alle attività quale quella in oggetto di stima, presenta minori margini di aleatorietà circa i parametri applicabili che appaiono condivisi e

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

ricorrenti nelle transazioni e, pertanto, consentono di definire il valore con maggiore attendibilità rispetto agli altri metodi.

In particolare il mercato, nella generalità dei casi, tende ad individuare dei moltiplicatori che, applicati ad una variabile (reddito, fatturato netto, cash flow etc.), determinano o il valore economico del complesso aziendale od il suo avviamento a cui, normalmente, la prassi commerciale aggiunge il valore corrente di tutti gli elementi attivi e passivi del patrimonio dell'impresa per determinarne il prezzo di riferimento della transazione. Quindi, nello specifico, ferma restando la determinazione del valore patrimoniale (K = patrimonio netto rettificato), per la valutazione dell'avviamento si ricorre all'uso di un moltiplicatore, o indicatore di *performance*, applicato al fatturato netto medio conseguito nell'ultimo triennio o quinquennio dall'azienda.

* * * * *

Giova comunque evidenziare che qualunque metodo si adotti porterà a risultati condizionati dagli assunti impliciti nella tecnica utilizzata, cercando di esprimere una valutazione realistica di un sistema di variabili (l'azienda) che interagiscono e che, naturalmente, determinano un potenziale più elevato delle singole componenti del sistema stesso. Tale caratteristica, in fisica viene definita come "proprietà olistica dei sistemi" con cui si spiegano le ragioni per cui un sistema esprime più forza rispetto ai singoli componenti.

In definitiva non esiste un metodo matematico univoco per definire il valore economico di un'azienda, che dipende sia dagli elementi che la compongono sia dal loro amalgama, dalla congiuntura economica, dall'evolversi della domanda, dalle scelte di politica economica e fiscale, dalla concorrenza, etc..

Altresì, oltre alle variabili sopra citate, che influiscono sulla capacità reddituale, è importante l'arco temporale durante il quale *si stima* che l'azienda avrà capacità di produrre redditi.

Pur osservando che la scelta del metodo di valutazione è *sempre* una scelta *soggettiva* che porta ad una *stima del valore e potenzialità* dell'azienda in considerazione del tipo di attività svolta, della localizzazione ed organizzazione aziendale e della consistenza patrimoniale della decotta azienda della , nel caso specifico

deve considerarsi che la dottrina normalmente sconsiglia, per evidenti ragioni, l'utilizzo dei metodi finanziari nel caso di aziende con flussi di cassa negativi o in stato di decozione ed ancora di più, come nel caso di specie, fallite.

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Occorre quindi, ricorrere ad un metodo di valutazione che permetta di individuare il valore del capitale economico di cessione dell'azienda, tenendo conto soltanto delle condizioni oggettive dell'azienda e non anche di quelle soggettive, che hanno senz'altro contribuito al fallimento e pertanto lo scrivente stimatore giudica opportuna la valutazione attraverso il metodo indicato nel paragrafo seguente.

4.7 Metodologia applicata: misto patrimoniale con stima autonoma dell'avviamento.

Per la stima del capitale economico dell'azienda appartenente alla
si ritiene opportuno applicare il "Metodo misto patrimoniale e reddituale con stima autonoma del *goodwill*" esaminato nel Paragrafo 4.4 che precede, il quale ha il pregio di accogliere in se i principi ed i criteri di valutazione propri del metodo patrimoniale e perviene alla determinazione del valore dell'azienda, aggiungendo o sottraendo al valore del patrimonio netto "*rettificato*", il valore di tutti gli altri elementi immateriali, d'ora in avanti *"avviamento"* presenti nell'impresa.

II principale elemento di valutazione di questo metodo risiede nell'attribuire un valore economico a *"quei beni che vi sono, ma non si vedono"* (avviamento) quali, a titolo esemplificativo, autorizzazioni amministrative, insegna, localizzazione e clientela.

4.7.1 La determinazione del patrimonio netto rettificato.

Il patrimonio netto rettificato (K), alla data del 07/06/2019, è determinato mediante:

- la verifica della consistenza delle poste attive;
- la verifica delle poste passive;
- la riespressione a valori correnti delle poste attive o passive, ove il valore contabile non sia giudicato congruo.

Si procede pertanto alla stima del Patrimonio Netto Rettificato, precisando che sarà calcolato anche tenendo presente la perizia di stima già agli atti della Procedura, redatta dall'Arch. Cristina Pitton, che ha consentito l'analitica individuazione delle poste attive (mentre quelle passive, come anticipato nel Paragrafo 3.1, trattando la valutazione di un azienda in fallimento, i rapporti di debito e credito non formeranno oggetto di cessione e quindi di valutazione della medesima).

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Di seguito si procede alla esposizione e valutazione delle poste, acquisite all'attivo della procedura ed indicate nella richiamata perizia di stima:

4.7.1.1 ATTIVITA'

Le poste attive presenti nel patrimonio della Ditta Fallita, individuate sulla scorta della perizia di stima agli atti della Procedura, sono riassunte nel seguente quadro sinottico di riferimento e, per opportuna sintesi, raggruppate per categorie omogenee di beni materiali :

BENI	Valori di Stima in euro
Merci e mat. prime destinate alla vendita	31.895,50
Mobili esposizione e magazzino	32.728,00
Mobili ufficio	2.108,00
Attrezz. Elettroniche ed elettriche	2.433.60
Attrezz. Commerciali	12.929.60
Totale	**82.094,70**

Beni materiali

I beni mobili rinvenuti, appartenenti all'azienda, risultano inventariati e stimati, nella richiamata perizia redatta dall'Architetto Pitton il quale opera una valutazione analitica dei singoli beni rinvenuti, siano essi le merci destinate alla rivendita, oppure le attrezzature funzionali all'azienda.

La stima dei beni è effettuata applicando il criterio di sostituzione *"che consiste nella sostituzione di tale bene con un altro che ne dispieghi la stessa funzione ed utilità economica"* cfr: pag. 2, all. b).

In particolare in relazione alle Attrezzature funzionali, la perizia giunge alla determinazione di due valori; il primo stimato nell'ipotesi di cessione unitaria degli stessi inglobati nella cessione dell'azienda, mentre il secondo valore è attribuito ai singoli cespiti valutati autonomamente prescindendo dalla valutazione del loro apporto al funzionamento dell'azienda.

Per la stima dei beni in esame acquisiti all'attivo fallimentare, tuttora presenti in Azienda come da documentazione in atti della Curatela, in relazione alle finalità tipiche del presente lavoro così come espressamente enunciate nel Paragrafo 4.7 che precede, si accolgono le

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

valutazioni che discendono dal metodo adottato dall'Arch. Pitton, considerando più adeguata e coerente la valutazione attribuita nell'ipotesi di valutazione funzionale delle attrezzature cedute unitariamente all'azienda.

Stante la recentissima data in cui è avvenuta la stima, non si valuta alcuna necessita di apportare riduzioni ai valori determinati, che per il ridotto periodo intercorso non possono aver subito ulteriori naturali deperimenti e deterioramenti.

Quindi ai fini del presente lavoro, per i beni mobili, si accoglie il valore rettificato di **€ 82.094,70**.

4.7.1.2 PASSIVITA'

Stante la l'intervenuta dichiarazione di fallimento della ,
l'Azienda oggetto della presente valutazione risulta priva di debiti pregressi essendo gli stessi assunti, per previsioni di legge, a carico della Procedura concorsuale.

4.7.1.3 Conclusioni. Il Valore del patrimonio netto rettificato.

Passando dunque a riepilogare l'analisi finora esposta, in relazione agli elementi patrimoniali, si ottiene :

POSTE ATTIVE	VALORI IN €
Merci e mat. prime destinate alla vendita	31.895,50
Attrezzature funzionali all'azienda	50.199,20
Patrimonio Netto Rettificato K)	**82.094,70**

Il Patrimonio Netto Rettificato, così come sopra individuato, ammonta a complessivi **€ 82.094,70**.

4.7.2 La determinazione dell'avviamento.

L'avviamento dell'Azienda, ossia la capacità che essa possa conseguire redditi negli esercizi futuri, a parere dello scrivente, deve essere individuato facendo riferimento alla situazione specifica in cui essa si trova, già ampiamente descritta nelle pagine che precedono.

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Al riguardo, preme qui evidenziare che la formulazione di ipotesi di valutazioni di avviamento aziendale e del valore economico dell'azienda, con alcuni dei metodi esaminati in precedenza, stante la loro attitudine a poter essere applicati alla generalità dei casi, non si rappresentano come i più adeguati a descrivere quella che risulta essere la situazione alla data odierna in cui si trova l'Azienda, come precedentemente individuata, e sempre per la peculiare finalità del presente lavoro conseguente le previsioni di cui agli artt. 105 e 107 L.F..

Nel caso in esame, quindi, ricorrendo al metodo di determinazione autonoma dell'avviamento (*cfr.* Par. 4.7) e nella considerazione che l'attività aziendale, a seguito di contratto di affitto, è proseguita anche successivamente alla dichiarazione di fallimento, mantenendo così l'utilizzo unitario e congiunto del complesso dei beni organizzati dall'imprenditore, si ritiene che per maggiore aderenza alla specificità aziendale, la concreta valorizzazione del richiamato valore di avviamento possa essere individuata utilizzando la formula della Capitalizzazione limitata del sovrareddito, già descritta al **Par. 4.4**, avendo quale riferimento temporale il quinquennio 2012-2016 che, oltre ad essere anteriore alla dichiarazione di fallimento (marzo 2019) comprende un arco temporale non influenzato (tranne che per parte dell'esercizio 2016) dall'affitto d'azienda, già richiamato al **Par. 1.2**, intervenuto con atto del 04/04/2016 ed effettivamente in corso dal 03/05/2016, tra la che ha
comportato una drastica riduzione del fatturato, confluito nel conto economico della *"Affittuaria"*.

Inoltre, quale *reddito di riferimento*, si farà ricorso al Risultato operativo (EBIT), dato dal risultato della gestione caratteristica di un'impresa in un determinato periodo di tempo e pari alla differenza tra il Valore della produzione ottenuta (ricavi netti di vendita più ricavi delle prestazioni accessorie) e il Costo della produzione stessa (acquisti di merci e di materie di consumo, più o meno variazione delle rimanenze, più costi per servizi, costi per godimento di beni di terzi, ammortamenti ed accantonamenti). Il risultato operativo lordo, pertanto, prescinde dalle modalità di finanziamento o dagli eventi economici straordinari intervenuti nel periodo esaminato nonché dall'incidenza delle imposte, derivando solo direttamente dai ricavi e costi di produzione.

Il risultato operativo mostra il reddito dell'impresa prima della gestione finanziaria, di quella straordinaria e tributaria, più propriamente coincide con l'EBIT (Earnings Before Interests and Taxes). Questo valore è normalmente considerato anche per il calcolo di

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

numerosi indici per l'analisi della redditività dell'impresa, potendo contare su un valore non influenzato, sia dal risultato della gestione finanziaria, sia da eventi straordinari o dalle imposte.

Tale *"Reddito"* è stato preferito, rispetto al Reddito ante imposte in quanto, per la particolare condizione in cui versa l'azienda oggetto di esame, sottoposta a procedura concorsuale, come già precisato la cessione riguarderà solo gli *assets* materiali ed immateriali, con esclusione dei rapporti di debito e credito che non formeranno oggetto di cessione (e quindi di valutazione) rimanendo assunti alla procedura medesima e, conseguentemente, la redditività dell'azienda oggetto di trasferimento rimane indenne dai negativi riflessi che la gestione finanziaria ha sul risultato ante imposte.

Pertanto i valori di riferimento, agli atti della Procedura concorsuale, risultano essere i seguenti:

(Valori espressi in unità di Euro)

	2012	2013	2014	2015	2016
Valore della Produzione	4.222.745	2.996.913	2.784.991	2.383.696	1.308.688
Costi della Produzione	4.151.711	2.825.933	2.590.394	2.789.615	1.307.552
Reddito operativo (EBIT)	71.034	170.980	194.597	- 405.919	1.136

Sulla scorta dei dati che precedono, può procedersi a stimare il reddito medio prospettico atteso dall'attività che, stante la elevata variabilità manifestatasi nell'azienda, a titolo prudenziale, sarà determinato nella media aritmetica dei redditi, come precedentemente determinati, applicando la seguente formula:

$$\frac{\text{sommatoria redditi anni 2012-2016}}{5} = \text{reddito medio normalizzato prospettico (atteso)}$$

Ne consegue che il reddito medio atteso è il seguente:

$$\frac{71.034 + 170.980 + 194.597 + (-405.919) + 1.136}{5} = \mathbf{6.365,60}$$

Alla luce di quanto precede, come sopra illustrato al **Par. 4.4**, si procederà alla valutazione dell'avviamento della utilizzando il metodo della Capitalizzazione Limitata del Sovrareddito Medio che, in formula, è espresso come segue:

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Avviamento = a $\overline{n \mid i'}$ * (R – i ' K)

Sostituendo i valori ai simboli utilizzati in formula si otterrà:

K = Patrimonio Netto rettificato = 82.094,70;

R = reddito medio normalizzato prospettico (atteso) = 6.365,60;

i = tasso *"normale"* di rendimento per tipo di investimento effettuato nel settore determinato nell'entità del 6,25%:

(Per il tasso *"normale"* viene considerata come attendibile la sommatoria dei seguenti due componenti:

1) rendimento medio degli investimenti senza rischio, individuati nel rendimento lordo dei Buoni del Tesoro Poliennali a 5 anni, pari al 0,80% (fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze – **all. 3**);

2) il premio per il rischio, inteso sia come rischio specifico d'impresa sia come rischio legato al settore di appartenenza dell'impresa, stimato al 5,45%.)

Il primo fattore del richiamato prodotto :

a $\overline{n \mid i'}$ = fattore di attualizzazione di R per *n* anni (*n*=5) al tasso *i* (6,25%)

assumerà il valore di 4,18386922 e, quindi, la posta dello

Avviamento = a $\overline{n \mid i'}$ * (R – i ' K)

assumerà il seguente valore:

Avviamento = 4,18386922 * 6.365,60 - (6,25% * 82.094,70) = **5.165,74**

L'avviamento aziendale, secondo la metodologia sopra illustrata, può individuarsi in € 5.165,74.

Il valore economico della , alla data del 29/03/2019, determinato con il metodo surriferito secondo la formula

W = K + a $\overline{n \mid i'}$ (R - i K)

viene complessivamente riassunto nel seguente prospetto:

VOCI	SEGNO	VALORI IN €
Patrimonio Netto Rettificato (K)	+	82.094,70
Avviamento	+	5.165,74
Valore economico azienda (W)		**87.260,44**

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Che si arrotonda ad **€ 87.260,00 (euro ottantasettemiladuecentosessanta virgola zero zero)**.

Il suddetto valore, individuato con l'applicazione della metodologia prescelta, si rappresenta prudenziale, e può essere considerato comprensivo del cosiddetto "sconto di illiquidità" dovuto al fatto che l'azienda, oggetto di valutazione, non è quotata in mercati regolamentati.

La redditività attribuita, non si discosta in maniera sostanziale dalla redditività media effettiva, calcolata per gli ultimi anni di regolare svolgimento dell'attività (2012-2014), che è stata pari al 4,79%, come si evince dal seguente prospetto:

(Valori espressi in unità di Euro)

	2012	2013	2014	2015	2016
Valore della Produzione	4.222.745	2.996.913	2.784.991	2.383.696	1.308.688
Costi della Produzione	4.151.711	2.825.933	2.590.394	2.789.615	1.307.552
Reddito operativo (EBIT)	71.034	170.980	194.597	- 405.919	1.136
Percentuale di redditività	1,68	5,71	6,99	- 17,03	0,09

(Media aritmetica semplice = $\frac{1,68 + 5,71 + 6,99}{3}$ = **4,79**%)

Ciò contribuisce a fornire una certa stabilità al valore stimato del capitale economico del soggetto osservato.

5. Conclusioni.

Sulla base di quanto innanzi riferito, dei metodi di valutazione che hanno ispirato lo svolgimento del presente incarico sulla base della documentazione indicata ed in considerazione delle osservazioni evidenziate, il sottoscritto ritiene che il valore del complesso aziendale della in Fallimento (n. 25/2019 –

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Tribunale di Latina), come sopra individuato, è di **€ 87.260,00 (euro ottantasettemiladuecentosessanta virgola zero zero)**.

Ritenuto assolto l'incarico ricevuto, lo scrivente ringrazia per la fiducia accordata e rimane a disposizione per quanto occorrer possa .

Latina, 07/09/2019.

dott. Gianpiero Macale

ALLEGATI :

1)lettera di nomina del 07/06/2019;

2)consulenza tecnica di ufficio relativa alla valutazione dei beni mobili del fallimento n. 25/2019, redatta dall'Architetto Cristina Pitton, del 18/07/2019;

3)prospetto "Risultati asta" BTP 5 anni, rilasciato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009