



DOTT MARCO GULOTTA  
Corso Vittorio Emanuele 670 – 80122 Napoli  
MAIL: marco.gulotta@studiogulotta.it  
PEC marco.gulotta@odcecnapoli.it



LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE [REDACTED] N. 24/2024

*Con sede in Napoli alla Traversa Rondinella 16*

*codice fiscale, partita iva e numero di iscrizione al registro delle imprese n. [REDACTED]*



RELAZIONE DI STIMA DEL VALORE DELL'AZIENDA LOCATA ALLA SOCIETÀ  
[REDACTED] E PARERE SULLA CONGRUITÀ DEL CANONE



Stimatore - Dott. Marco Gulotta





**1. PREMESSE ED INCARICO.** 1.1. DOCUMENTAZIONE ACQUISITA. 1.2. RICOSTRUZIONE FATTUALE. 1.2.1. ULTERIORI IPOTESI RICOSTRUTTIVE EVINCIBILI DALLA LETTURA DELLA DOCUMENTAZIONE (I CORRETTIVI FATTUALI). **2. PREMESSE METODOLOGICHE: LA RICERCA DI UN APPROCCIO NUMERICO.** 2.1. I LIMITI E GLI OBIETTIVI DEL PRESENTE LAVORO. 2.2. L'AFFITTO DI AZIENDA NEL CODICE DELLA CRISI. 2.3. I PRESUPPOSTI DEL LAVORO ESTIMATORIO (LE ASSUMPTION). 2.4. I PERCORSI ASTRATTI DI INDAGINE E LA SCELTA DI QUELLO "PERCORRIBILE" PER LA VALUTAZIONE DEL RAMO DI AZIENDA. 2.4.1. I PERCORSI ASTRATTI DI INDAGINE E LA SCELTA DI QUELLO "PERCORRIBILE" PER LA VALUTAZIONE DEL RAMO DI AZIENDA. **3. LA VALUTAZIONE DEL RAMO DI AZIENDA.** 3.1. METODI DI VALUTAZIONE (CENNI). 3.2. STIMA DEL VALORE DEL RAMO AZIENDALE SECONDO IL METODO REDDITUALE. 3.3. CONCLUSIONI INTERMEDIE IN MERITO ALLA VALUTAZIONE DEL RAMO DI AZIENDA. **4. LA VALUTAZIONE IN MERITO ALLA CONGRUITÀ DEL CANONE DI CUI AL CONTRATTO DI AFFITTO DI RAMO DI AZIENDA – L'APPROCCIO PRAGMATICO DELLE ALTERNATIVE CONCRETAMENTE PRATICABILI.** 4.1. CONCLUSIONI INTERMEDIE SULLA STIMA DELLA CONGRUITÀ DEL CANONE. **5. CONCLUSIONI.**

\*\*\*



**1. PREMESSE ED INCARICO.**

Lo scrivente dott. Marco Gulotta, dottore commercialista in Napoli con studio al Corso Vittorio Emanuele n. 670, iscritto all'Albo dei Consulenti Tecnici d'Ufficio del Tribunale di Napoli al n. 3188, è stato officiato dalla curatela della [REDACTED] n. 24/2024 in Liquidazione Giudiziale, giusta autorizzazione dell'Ill.mo G.D. dott. Eduardo Savarese del 15.03.2024 (**doc. 1**):

- 1) per la stima del valore del ramo di azienda di titolarità della [REDACTED] corrente in San Salvatore Telesino (BN) alla località Marandoli;
- 2) per la stima della congruità del canone, di cui al contratto di affitto di ramo di azienda del 6.11.2023 per scrittura privata autenticata nelle sottoscrizioni del notaio Angela Ianniello (rep. n. 6567), iscritto nel R.I. il 20.11.2023 (n. prot. NA – 2023 – 337285)."





Lo scrivente ha immediatamente acquisito ed analizzato la documentazione in possesso della curatela, che è apparsa sin da subito, e come avremmo meglio modo di vedere *infra*, parzialmente inattendibile.

In virtù di quanto anticipato, da successivi colloqui con la curatela – tenuto conto della immediata percezione di un rilevante deficit informativo – si è poi immaginato di ampliare l'ambito del lavoro, introducendo talune valutazioni di tipo tecnico sugli “eventi” desumibili dalle scritture contabili acquisite, in guisa che tali considerazioni possano coadiuvare il presente elaborato.

Tanto, con la precisazione che, per quel che si vedrà di qui a poco, il deficit informativo e la ritenuta (parziale) inattendibilità delle determinazioni quantitative storiche, precludono una analisi quantitativa che possa ritenersi dotata dei più elementari requisiti di attendibilità tecnica.

In definitiva, per la determinazione del valore dell'azienda, come si vedrà, si è dovuto procedere individuando, ed assumendo come reale, una determinata realtà fattuale, procedendo ad applicare modelli matematici semplici, in guisa da individuare un valore “di massima” del bene oggetto di stima.

Tale valore, pertanto, deve essere considerato quale mero parametro di riferimento, non potendo assumere, data la carenza dei requisiti di attendibilità, valore di stima in senso stretto.

Per quanto attiene invece alla congruità del canone, l'approccio (di indagine) che si è inteso perseguire, viene a configurarsi quale “unica via percorribile” per permettere che sia offerto alla procedura un giudizio complessivo sulla “profitabilità” della continuazione del contratto di affitto, insieme ad un numero sufficiente di informazioni da porre a fondamento di ogni eventuale scelta della procedura.

\*\*\*

Tanto ciò premesso, e attesa la complessità del presente lavoro, pare opportuno rappresentare sin da subito la sua struttura e articolazione.

La presente stima sarà suddivisa in tre parti.

**La prima parte** ha ad oggetto una breve ricostruzione delle vicende societarie che hanno interessato la ██████████ utili ad evidenziare le finalità dell'incarico conferito, la documentazione acquisita e le attività valutative prodromiche all'esecuzione dell'incarico.



Nella **seconda parte** si è proceduto ad avviare un percorso determinativo volto a soddisfare il “tentativo” di valutazione del ramo aziendale concesso in locazione (il “valore di massima” quale parametro di riferimento), esponendo allo stesso tempo i criteri di valutazione utilizzati e utilizzabili agli scopi, nonché il percorso metodologico prescelto, sulla base di determinate *assumption*.

Nella **terza parte** del presente lavoro, si è proceduto a tracciare il solco dell’approccio (di indagine) in relazione alla valutazione sulla congruità del canone, argomentando sulla eventuale profittabilità o meno anche nell’ottica del bilanciamento con le alternative concretamente praticabili.



\*\*\*

### 1.1. DOCUMENTAZIONE ACQUISITA

La base informativa consegnata dal curatore, e quella in parte reperita dall’accesso alle informazioni desumibili dal Registro delle Imprese, è rappresentata dai seguenti documenti:

- 1) provvedimento di nomina;
- 2) visura storica [REDACTED];
- 3) affitto di ramo di azienda del 06.11.2023;
- 4) verbale di accesso del 07.03.2024;
- 5) verbale di accesso dell’11.03.2024;
- 6) contratto di locazione immobile sito in San Salvatore Telesino;
- 7) contratto cessione unità locale 2018 tra [REDACTED];
- 8) risoluzione contratto di cessione 2020 tra [REDACTED];
- 9) contratto di affitto di ramo di azienda tra [REDACTED];
- 10) visura storica Napoli;
- 11) visura storica Benevento;
- 12) visura trasferimenti di azienda;
- 13) visura storica [REDACTED];
- 14) verbale di audizione del 19.03.2024 al legale rappresentante della [REDACTED];
- 15) documentazione inviata dal sig. [REDACTED] alla curatela afferente all’immobile occupato dalla [REDACTED] presso la sede di Napoli sita alla Traversa Rondinella;
- 16) fatture consegnate dall’amministratore e asseritamente riferite ai rapporti intercorsi tra [REDACTED].



- 17) Documentazione relativa ai dipendenti assunti dalla [REDACTED] e operanti presso la sede di Napoli sita alla Traversa Rondinella: buste paga per gli anni dal 2020 al 2024, UNILAV, dettaglio e saldi dipendenti;
- 18) Bilancio, verbale, libro giornale, libro inventari, registri Iva, partitari clienti e fornitori della [REDACTED] per gli anni 2020, 2021, 2022 e 2023. Relativamente al 2024 non si è ovviamente in possesso del bilancio depositato ma solo di una situazione economico patrimoniale alla data in cui è intervenuta la liquidazione giudiziale;
- 19) fatture consegnate dall'amministratore e asseritamente riferite ai rapporti intercorsi tra [REDACTED]
- 20) libro inventari, dichiarazioni Iva, Ires e Irap, Registro Cespiti, libro giornale, Registro Iva e libro inventari, della [REDACTED] per gli anni 2020, 2021 e 2022;
- 21) elenco creditori società [REDACTED]
- 22) bilanci relativi agli esercizi chiusi al 31.12.2018, 31.12.2019, 31.12.2020 e 31.12.2021 della società [REDACTED]
- 23) relazione ex art. 130 comma 1 CCII in uno agli allegati inviata dal curatore.
- 24) Verbale di accesso del 10.04.2024;
- 25) Atto costitutivo [REDACTED]
- 26) Verbale di rilascio dell'immobile in Napoli alla traversa Rondinella.

### 1.2 RICOSTRUZIONE FATTUALE

La società [REDACTED] è stata costituita in data 31.01.2013, amministrata dal sig. [REDACTED] ha iniziato l'attività di fonderia presso l'unità locale sita in Napoli (NA) alla Via Rondinella. (doc.2)

La predetta unità locale, a partire dall'anno 2015, risulterà essere anche la sede legale della società.

La [REDACTED] ha altresì operato presso le seguenti unità locali:

- 1) dal 14.05.2019 al 31.08.2020 presso l'unità locale sita in Cassano Brianza (LC) al Vicolo Capagiolo n. 7;
- 2) dal 03.03.2017 al 07.08.2018 presso l'unità locale sita in San Salvatore Telesino (BN) alla Via Marandole SNC, presso la quale ha svolto l'attività di "recupero di rifiuti ferrosi e non ferrosi non pericolosi."

Al fine di poter rispondere alle istanze della curatela, pare necessario (o quantomeno opportuno) analizzare, seppur rapidamente e senza alcuna pretesa di esaustività, gli eventi che hanno interessato la società in liquidazione giudiziale;



(i)

Con atto del 25.02.2013 la ██████████ è stata cessionaria del contratto di locazione sottoscritto con la società ██████████ del ramo di azienda – da quest'ultima detenuto – sito in Napoli (NA) alla Via Rondinella n. 16, presso la quale ha esercitato l'attività di fonderia. **(doc.3)**

Il contratto di fitto di ramo di azienda ha avuto ad oggetto i beni e le attrezzature di proprietà della concedente.

Dalle dichiarazioni rese in sede di audizione l'amministratore, acquisite dalla curatela, l'amministratore della società in liquidazione giudiziale ha dichiarato che: *“L'attività di fonderia alla traversa Rondinella è stata esercitata dalla ██████████ fino al mese di ottobre 2023. All'incirca due anni fa, su ricorso del locatore dell'immobile venne emesso nei confronti della ██████████ un'ordinanza di sfratto per morosità (preciso che la ██████████ a seguito dell'affitto di ramo di azienda concluso con la ██████████ era subentrata nel contratto di locazione dell'immobile). A seguito del provvedimento di sfratto si raggiunse tra la ██████████ ed i locatori ██████████ una transazione che prevedeva il pagamento di una indennità mensile di occupazione e una quota mensile relativa alla morosità. La ██████████ non è, tuttavia, riuscita ad onerare la transazione, per cui nel mese di febbraio 2024 è stato eseguito lo sfratto per morosità dall'Ufficiale Giudiziario. Nelle more, nei confronti della ██████████ è stata aperta procedura di liquidazione giudiziale... .. Contestualmente alla esecuzione dello sfratto per morosità relativo all'immobile di traversa Rondinella, nel febbraio 2024, la ██████████ ha riconsegnato il ramo di azienda al curatore della liquidazione giudiziale della ██████████”* **(doc.4)**

(ii)

Con atto del 07.08.2018 a rogito del notaio dott. Vincenzo Pappa Monteforte, la ██████████ ha ceduto alla società ██████████ il ramo di azienda esercitata nell'unità locale sita in San Salvatore Telesino (BN) alla Via Marandoli *“comprensiva dell'attrezzatura e di quant'altro necessario per l'esercizio dell'attività [...] consistente sostanzialmente nel recupero di rifiuti ferrosi e non ferrosi, non pericolosi”* **(doc.5)**

Più in particolare, il patrimonio aziendale oggetto di trasferimento è risultato riferibile, con espressa esclusione delle merci e del personale dipendente, dei crediti e dei debiti esistenti, ai seguenti asset:

ASTE  
GIUDIZIARIE

1. Autorizzazione Unica Ambientale, rilasciata dal Comune di san Salvatore Telesino in data 03 marzo 2017, protocollo numero 1717, sulla base della determinazione n. 392 del 24 febbraio 2017;
2. una cesoia per taglio metalli e plastica, modello EC500 Bergamini completa di due cassoni – matricola n. 000101G;
3. un contatore Geiger per radioattività gamma scout matricola 68447;
4. una pressa EUROMECC macchinario in comodato d'uso gratuito.

L'immobile presso il quale veniva svolta l'attività, risultando di proprietà di terzi ed occupato dalla società ██████ in forza di un contratto di locazione, ha comportato l'implicito trasferimento della relativa posizione contrattuale.

Il prezzo concordato tra le parti per la cessione è stato stimato in complessivi euro 40.000,00 di cui euro 35.000,00 per avviamento commerciale.

\*\*\*

Con atto del 22.12.2020 è intervenuta la risoluzione del contratto di cessione del ramo di azienda, in virtù del mancato versamento del corrispettivo pattuito da parte della cessionaria, con effetti decorrenti a far data dal 15.01.2021 (**doc.6**).

(iii)

Con atto del 06.11.2023 la ██████ ha concesso in affitto alla società ██████ un ramo di azienda (si ipotizza il medesimo trasferito nell'anno 2018 ed il cui contratto risulta poi risolto nel 2021) avente ad oggetto l'attività di recupero di rifiuti non pericolosi, corrente in San Salvatore Telesino (BN) alla Via Marandoli Snc (**doc.7**).

Il ramo di azienda oggetto del contratto di affitto è risultato composto da:

- autorizzazione Unica ambientale rilasciata dal responsabile SUAP del Comune di San Salvatore Telesino (BN) con provvedimento n. 686 del 29 gennaio 2019, avente ad oggetto Autorizzazione per l'attività di recupero di rifiuti non pericolosi in procedura semplificata art. 214 – 216 del d.lgs. 152/2006 e ss. m. e i. – Autorizzazione alle emissioni in atmosfera ex art 269 d.lgs. 152/06 e autorizzazione all'impatto acustico L. 447/95;
- autorizzazione alla voltura rilasciata dal Responsabile dell'area tecnica n. 1 del Comune di San salvatore Telesino (BN), giusta Determinazione n. 1879 del 27 settembre 2022;
- gli arredi, gli impianti e le attrezzature come da inventario;

ASTE  
GIUDIZIARIE

ASTE  
GIUDIZIARIE

7

ASTE  
GIUDIZIARIE

gli eventuali contratti di fornitura dei prodotti sia in entrata che in uscita, ottenuti e stipulati dalla concedente;

- il contratto di locazione.

La durata del contratto è stata stabilita in anni tre – dal 06.11.2023 al 05.11.2026

– al canone annuo di euro 60.000,00 oltre IVA.

### 1.2.1 ULTERIORI IPOTESI RICOSTRUTTIVE EVINCIBILI DALLA LETTURA DELLA DOCUMENTAZIONE (I CORRETTIVI FATTUALI)

Dalla lettura della documentazione acquisita dal curatore e consegnata allo scrivente, è possibile rappresentare taluni ulteriori eventi fattuali, a volte tra loro contrastanti, che sono d'ausilio alle successive valutazioni.

E tanto, sia per palesare una rilevante carenza della base informativa fondamentale, sia per evidenziare fatti e circostanze che assurgono a “correttivi” della realtà fattuale.

Tanto come di seguito schematizzato:

1. Nel verbale di audizione del legale rappresentante della società sottoposta a liquidazione giudiziale, emergono le seguenti dichiarazioni:

a) “Presso la sede di traversa Rondinella non vi è alcun bene della [REDACTED] in quanto tutti i macchinari ed i beni mobili erano di proprietà della [REDACTED] attualmente in liquidazione giudiziale”.

b) “La [REDACTED] nel 2017, ha aperto una unità locale in San Salvatore telesino (BN) alla località Marandoli, dove ha esercitato l'attività di raccolta, selezione e commercializzazione di rottami e rifiuti ferrosi e non ferrosi non pericolosi; e ciò sino al 2018, epoca in cui il ramo di azienda di San Salvatore Telesino (BN) veniva ceduto alla [REDACTED] al prezzo di euro 40.000,00 che la cessionaria avrebbe dovuto pagare entro l'anno successivo. Nel 2021 il contratto di cessione è stato risolto ed il ramo di azienda riconsegnato alla [REDACTED] dalla cessionaria, in quanto quest'ultima non era stata in grado di pagare il prezzo della cessione. Dalla risoluzione della cessione al novembre 2023 nel ramo di azienda di San Salvatore Telesino non è stata esercitata alcuna attività, in quanto erano necessari lavori di adeguamento nel piazzale dell'immobile che sono stati eseguiti dalla [REDACTED]. Terminati lavori, dopo qualche mese, nel novembre 2023 la [REDACTED] ha concesso in affitto il ramo di azienda di San Salvatore Telesino (BN) alla medesima [REDACTED].”

c) "Gli unici beni della società sono quelli elencati nel contratto di affitto di ramo di azienda del 6 novembre 2023, stipulato con la [REDACTED]. Preciso che a novembre 2023, poco dopo la stipula del contratto di affitto di azienda, l'autocarro CW50 [REDACTED] è stato venduto dalla [REDACTED] alla [REDACTED] al prezzo di euro 7.000,00 oltre iva, pagabili in 14 rate mensili, delle quali nulla è stato versato in attesa della trascrizione al P.R.A., non avvenuta alla data dell'apertura della liquidazione giudiziale."

d) "la [REDACTED] inoltre proprietaria di due rivettatrici, un computer portatile ed un televisore che sono presso l'immobile di San Salvatore telesino e non sono stati ricompresi nell'affitto di ramo di azienda. (cfr doc.4)

2. Dall'analisi delle fatture prodotte dal legale rappresentante della società in liquidazione giudiziale, e relative ai rapporti intercorsi con la [REDACTED] nel periodo 2019-2022, emerge l'evidenza che la maggior parte del fatturato della [REDACTED] sia formato proprio verso la [REDACTED] (doc.8).

Tanto risulta evidente dal seguente prospetto riconciliativo:

ANNO 2019					
Data	Numero Fattura	Fornitore	Cliente	Oggetto	Importo
17/01/2019	1	[REDACTED]	[REDACTED]	Account su prossima fornitura di ramami di alluminio	5.000,00 €
12/02/2019	2	[REDACTED]	[REDACTED]	Account su prossima fornitura di ramami di alluminio	4.000,00 €
14/03/2019	3	[REDACTED]	[REDACTED]	Account su prossima fornitura di ramami di alluminio	4.000,00 €
30/04/2019	74	[REDACTED]	[REDACTED]	Ramami di Manti misli Codice CER 17.007	14.735,00 €
09/05/2019	5	[REDACTED]	[REDACTED]	Ramami di Allum inio UNI EN 13920-7-2005 di Alluminio.	5.414,50 €
				Dedona Fattura n. 1 del 17.01.2019e dedon parzialmente Inura n. 2 del 11.02.2019	5.400,00 €
21/05/2019	6	[REDACTED]	[REDACTED]	Alluminio inio	23.899,70 €
				Fattura Account	12.100,00 €
27/05/2019	7	[REDACTED]	[REDACTED]	Account su prossime forniture	15.000,00 €
06/05/2019	8	[REDACTED]	[REDACTED]	Account su prossime forniture	9.500,00 €
11/06/2019	9	[REDACTED]	[REDACTED]	Account su prossime forniture	7.000,00 €
24/06/2019	10	[REDACTED]	[REDACTED]	Account su prossime forniture	17.000,00 €
28/06/2019	114	[REDACTED]	[REDACTED]	Ramami di rame	121,50 €
07/07/2019	12	[REDACTED]	[REDACTED]	Account su prossime forniture	14.500,00 €
05/08/2019	13	[REDACTED]	[REDACTED]	Account su prossime forniture	7.000,00 €
12/08/2019	14	[REDACTED]	[REDACTED]	Account su prossime forniture	10.000,00 €
16/09/2019	16	[REDACTED]	[REDACTED]	Account su prossime forniture	25.000,00 €
09/10/2019	18	[REDACTED]	[REDACTED]	Account su prossime forniture	8.500,00 €
17/10/2019	20	[REDACTED]	[REDACTED]	Account su prossime forniture	30.000,00 €
17/10/2019	22	[REDACTED]	[REDACTED]	Alluminio	20.079,00 €
				Dedona Account Fattura n. 7 e n. 8	20.000,00 €
24/10/2019	23	[REDACTED]	[REDACTED]	Fattura Account	7.000,00 €
31/10/2019	24	[REDACTED]	[REDACTED]	Account su prossime forniture	6.000,00 €
07/11/2019	25	[REDACTED]	[REDACTED]	Account su prossime forniture	25.000,00 €
15/11/2019	26	[REDACTED]	[REDACTED]	Ramami di alluminio UNI EN 13920-7-2005 di Alluminio.	80.504,00 €
				Fattura Account residuo n. 8 - Fattura account n. 9, n. 10, n. 12, n. 13, n. 14 e parzale n. 16	80.000,00 €
19/11/2019	27	[REDACTED]	[REDACTED]	Account su prossime forniture	15.000,00 €
26/11/2019	29	[REDACTED]	[REDACTED]	Account su prossime forniture	6.000,00 €
27/11/2019	30	[REDACTED]	[REDACTED]	Account su prossime forniture	20.000,00 €
30/11/2019	31	[REDACTED]	[REDACTED]	Alluminio	24.857,80 €
				Fattura Account residuo n. 16 - Fattura Account n. 18 - Fattura Account Parzale n. 30	24.500,00 €
04/12/2019	33	[REDACTED]	[REDACTED]	Account su prossime forniture	10.000,00 €
13/12/2019	210	[REDACTED]	[REDACTED]	Rimborso spese Energia Elettrica	1.401,00 €
		<b>Ricavi delle vendite</b>	<b>Percentuale incassata</b>		
		2019	fatturato verso		
		331.234,00	62%	<b>Totale anno 2019</b>	241.757,00 €

ANNO 2020					
Data	Numero Fattura	Fornitore	Cliente	Oggetto	Importo
04/02/2020	2			Emissione Fattura erroneamente Emessa con data errata. Accanto su prossime fatture Rami di Alluminio	15.000,00 €
04/02/2020	4			Rami di alluminio UNI EN 13920-7:2005 di Alluminio.	77.076,40 €
				Dedona acciaio lamiera n. 20 del 2019. Dedona acciaio lamiera n. 20 del 2019. Dedona acciaio lamiera n. 20 del 2019. Dedona acciaio lamiera n. 25 del 2019.	- 54.270,00 €
05/02/2020	6			Rami di alluminio UNI EN 13920-7:2005 di Alluminio.	24.039,40 €
				Dedona acciaio lamiera n. 26. Dedona acciaio lamiera n. 27	- 21.000,00 €
03/03/2020	7			Accanto su prossime fatture	5.000,00 €
10/03/2020	8			Accanto su prossime fatture	5.000,00 €
12/03/2020	9			Accanto su prossime fatture	1.500,00 €
19/03/2020	10			Accanto su prossime fatture	1.500,00 €
28/05/2020	12			Alluminio	31.840,00 €
				Dedona lamiera n. 29 del 28.11.2019	- 6.000,00 €
18/06/2020	14			Accanto su prossime fatture	9.000,00 €
22/06/2020	15			Accanto su prossime fatture	20.000,00 €
24/06/2020	16			Accanto su prossime fatture	10.000,00 €
01/07/2020	64			Rimborso spese Energia Elettrica	- 1.290,76 €
14/07/2020	19			Accanto su prossime fatture	5.000,00 €
30/07/2020	20			Accanto su prossime fatture	14.000,00 €
31/07/2020	21			Rami di alluminio UNI EN 13920-7:2005 di Alluminio.	45.257,10 €
				Dedona lamiera n. 30 del 27.11.2019. Dedona lamiera n. 30 del 04.12.2019. Dedona lamiera n. 2 del 04.02.2020.	- 45.000,00 €
08/09/2020	95			Rami di alluminio UNI EN 13920-7:2005 di Alluminio.	- 4.899,50 €
08/10/2020	24			Accanto su prossime fatture	15.000,00 €
09/10/2020	25			Accanto su prossime fatture	20.000,00 €
14/10/2020	27			Accanto su prossime fatture	25.000,00 €
24/10/2020	31			Rami di alluminio UNI EN 13920-7:2005 di Alluminio.	12.299,20 €
				Dedoni accantonati di cui alle fatture n. 7,8,9 del 03.10.12 marzo 2020	- 11.500,00 €
30/10/2020	32			Rami di alluminio UNI EN 13920-7:2005 di Alluminio.	26.180,80 €
				Dedona acciaio lamiera n. 14 del 18.06.2020. Dedona acciaio lamiera n. 15 del 22.06.2020.	- 26.000,00 €
30/11/2020	34			Rami di alluminio UNI EN 13920-7:2005	11.205,00 €
				Dedona acciaio lamiera n. 17. Dedona acciaio lamiera n. 18	- 11.000,00 €
		<u>Ricavi delle vendite</u>	<u>Percentuale indigenza</u>		
		332.822,00 €	0,57%	Totale anno 2020	292.040,00 €

ANNO 2021					
Data	Numero Fattura	Fornitore	Cliente	Oggetto	Importo
15/12/2021	5			Accanto su prossime fatture	15.000,00 €
		<u>Ricavi delle vendite</u>	<u>Percentuale indigenza</u>		
		47.314,00	32%	Totale anno 2021	15.000,00 €

ANNO 2022					
Data	Numero fattura	Fornitore	Cliente	Oggetto	Importo
11/01/2022	1			Account su prossime forniture	10.000,00 €
22/02/2022	2			Account su prossime forniture	10.000,00 €
29/03/2022	3			Account su prossime forniture	5.000,00 €
05/04/2022	4			Account su prossime forniture	15.000,00 €
11/05/2022	5			Account su prossime forniture	5.000,00 €
19/05/2022	6			Account su prossime forniture	15.000,00 €
30/08/2022	7			Fattura per vendita "visse e piacere" delle seguenti attrezzature: Impianto di aspirazione marca Fum i Marcata 009-18. Forno per refusione alluminio da 7 tonnellate marca B&B forni industriali marcata FF/S3/BA04 anno costruzione 2027. Lingheria da 100 moduli marca ATM Engineering marcata ATM410 anno	45.050,00 €
30/08/2022	8			Fattura per vendita della seguente attrezzatura: Pesa a Pannello laurica con piano 840 meria 8 celle di carico portata 60 tonnellate con pila di terminale elettronica e stampante a rotolo. Vendita l'oca perfezionata presso il vs stabilimento di San salvatore Telesino alla Via Marandoli SNC	7.500,00 €
		<b>Ricavi delle vendite</b>	<b>Percentuale incidenza</b>		
		2021	fatturato perso		
		75.000,00	80%	<b>Totale anno 2022</b>	<b>80.000,00 €</b>

3) La [redacted] risulta costituita in data 11.07.2018 ed iscritta in data 30.07.2018 ovvero pochi giorni prima della sottoscrizione del contratto di cessione di ramo di azienda intervenuta in data 07.08.2018. Tale circostanza può agevolare la presunzione che la Cessionaria sia nata, ed abbia successivamente operato, solo nell'esercizio dell'unico ramo di azienda acquistato dalla [redacted] (doc.9).

4) L'andamento dei ricavi della [redacted] - come evincibile dalla lettura dei bilanci depositati - mostra una astratta compatibilità con la risoluzione del contratto di cessione intervenuta con effetto da inizio 2021, allorché gli stessi si sono attestati in euro 47.314,00 mostrando una riduzione pari a circa l'85% dei ricavi del periodo precedente (euro 336.822 al 31.12.2020) (doc.10).

	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
CDTTO ECONOMICI					
Valore della produzione					
ricavi delle vendite e delle prestazioni	-	391.234,00	336.822,00	47.314,00	75.000,00
variazioni delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti		115.230,00	10.090,00		
variazioni dei lavori in corso su ordinazione					
incrementi di immobilizzazioni per lavori interni					
altri ricavi e proventi	-		2.028,00	15.943,00	25.354,00
<b>Totale valore della produzione</b>	<b>-</b>	<b>506.464,00</b>	<b>348.940,00</b>	<b>63.257,00</b>	<b>100.354,00</b>

4) La circostanza che, nel momento in cui l'azienda è tornata nella disponibilità della [redacted] abbia continuato a operare e fatturare (anche alla [redacted]), si palesa come evento incompatibile con la presunta gestione dell'unico ramo di azienda riferibile a quello oggetto di cessione. Tanto, anche comparando tale



ricostruzione con le dichiarazioni rese dall'amministratore della [REDACTED] (cfr lett. b del punto 1 sopra evidenziato) a mente delle quali, nel periodo 2021 -2023 non sarebbe stata esercitata alcuna attività nel sito di Benevento.

5) La [REDACTED] è stata costituita dai sig.ri [REDACTED] e da [REDACTED] (ultimo amministratore della [REDACTED]), il quale ha ricoperto anche la carica di amministratore della [REDACTED] dal 08.10.2018 e sino al 17.04.2019 (doc.11).

6) Il tentativo di riconciliazione tra i beni (materiali) oggetto del contratto di affitto di ramo di azienda (cfr. doc. 7) e i beni annotati nel registro beni ammortizzabili della [REDACTED] (doc.12), come operato dallo scrivente, si è manifestato fallace (ndr invero impossibile). In ragione di ciò si è accertato come impossibile l'attribuzione di alcun effettivo (affidabile) valore alla componente patrimoniale del ramo di azienda oggetto di affitto. Già solo per questo motivo, lo si anticipa, la valutazione quantitativa non potrà fondarsi sull'applicazione di metodi patrimoniali.

E ciò, nonostante, con le operazioni di inventario occorse in data 10.04.2024, si sia potuto appurare la inesistenza di alcuni tra i beni riportati nel libro cespiti ammortizzabili (doc.13).

Le incongruenze riscontrate sono facilmente evincibili dalla analisi del seguente prospetto riconciliativo:





Beni oggetto del contratto di affitto di rata di azienda	co-rispondenza verosimilmente certa	Registri beni ammortizzabili		Valori		Valori ipotesi		note	
		Beni da Registro Beni Ammortizzabili	Ipotesi 2	Costo	residuo	costo	residuo		
1. Gialla Marca Comari Modello 401 Matricola	NO	Bene n. 21: Carriero COLMAR costo 20491,80 residuo 18.696,75			20.491,80	18.696,75		la conciliazione è ancora legata all'affitto di una ditta e il registro beni ammortizzabili è possibile solo con riferimento alla marca	
2. Pesa a Pome Betonista Box H1 18x3. Pondera Kg. 80000 a 8 Ceneri di carico Finmec RC 3 301 contenitore di pesatura, L. 1000 Modello W1 ESE. CD Software e Stampante con tutto Matricola 11.703/23	NO	Bene n. 16: Pesa a Pome' costo 7.500,00 valore residuo 5.812,00	Bene n. 15: Pesa a Pome' costo 25.500,00 valore residuo 21.293,85		7.500,00	5.812,00	25.500,00	21.293,85	stipulata di un bene (bene 15) acquistato dalla società [redacted] in data 30/09/2022. Da la descrizione del bene presente in fattura sale con evidenza il bene indicato al n. 2 dell'elenco è legato al contratto di affitto di una ditta. Non è possibile in ogni caso la detta conciliazione, non si ha in sede di inventario, la ditta ha dichiarato una pesa a stampa restituita all'ormai ex affittuario della ditta. La nota pesa a Pome, la conciliazione è solo ipotetica essendoci l'iva ma incertezza sull'individuazione di quale dei due carichi (di marca UNDE) presenti nel registro Beni ammortizzabili sia il vero oggetto del contratto di affitto di azienda. Non è possibile in ogni caso la detta conciliazione, non si ha in sede di inventario, la ditta ha dichiarato che il carriero UNDE anno 2007 non ha una sede funzionale.
3. Carriero Elevatore Linde H80D 383. Matr.: H2X38301355. Pondera nominale Kg. 3000. Motori Simplex 4250 2514 150. Matr.: H2X38301352. Ha il motore in grado 4 via idraulica con pompa motora basta faro al motore. Avvisatore acustico di telefonata. Capina completa N.2. Forcine L1200. Cinescopio di sicurezza	SI	Bene n. 20: Carriero Elevatore Linde' costo 5.400,00 valore residuo 4.385,00			5.400,00	4.385,00	15.000,00	11.625,00	
4. Carriero Elevatore usato H80D 383. Matr.: H2X38301356. Pondera nominale Kg. 3000. Cominatura "nuova" a motore 27x10 12. Cominatura pedonale 239-10. Motori Simplex 4250 2514 150. Matr.: H2X38305227. Forcine L1200 120040. Servici di via: da la ditta a un posto. Cinescopio. Sedile in PVC. Cinescopio idraulico semplice del Simplex. Distributore a tre vie. Faro al motore. Avvisatore acustico di telefonata. N.2. Forcine per il N. 1. postore Cinescopio di sicurezza.	NO	Bene n. 38: Carriero Elevatore usato' costo 8.500,00 valore residuo 5.312,00	Bene n. 22: Carriero Elevatore usato' costo 12.000,00 valore residuo 4.890,00		8.500,00	5.312,00	12.000,00	4.890,00	la conciliazione è solo ipotetica essendoci l'iva ma incertezza sull'individuazione di quale dei due carichi (Elevatore usato) presenti nel registro Beni ammortizzabili sia il vero oggetto del contratto di affitto di azienda. Non è possibile in ogni caso la detta conciliazione, non si ha in sede di inventario, la ditta ha dichiarato che il carriero Daewoo il carriero Val e risare e sono ceduti nel 2021.
5. Autocarro Scania R500 rigano	SI	La ditta lo è stato venduto alla società [redacted] in data 28.11.2023 al prezzo di euro 7.000,00. Il bene è iscritto nel registro dei beni ammortizzabili per un valore pari a euro 11.677,75.							
6. Fiat Scudo rigano	SI	Bene n. 28: Autocarro Fiat Scudo' costo 2.731,95 valore residuo 1.385,75				2.731,95		1.385,75	
7. Cestini del taglio metalli di marca modello EC500 Bega minicompleto di due cassoni Matricola N.0001005	NO	I beni non sono mai in un modulo installati nel Registro Beni ammortizzabili.							
8. Compattatore Geiger per la ditta di marca Carima Scudi Matricola 68447	NO	I beni non sono mai in un modulo installati nel Registro Beni ammortizzabili.							
9. N. 18 Cassoni in metallo per la ditta di marca	NO	I beni non sono mai in un modulo installati nel Registro Beni ammortizzabili.							
10. Autorizzazione ANA n. 695 del 28-01-19		I beni non sono mai in un modulo installati nel Registro Beni ammortizzabili.							
11. Carriero Elevatore modello Carri Linde Modello 63H 20 Matricola EH 265-0884-GEF 5285	NO	Bene n. 11: Carriero Elevatore 1' costo 404,00 valore residuo 262,40	Bene n. 12: Carriero Elevatore' costo 13.240,00 valore residuo 8.337,60		404,00	262,40	13.240,00	8.337,60	la conciliazione è solo ipotetica essendoci l'iva ma incertezza sull'individuazione di quale dei due carichi (Carriero Elevatore) presenti nel registro Beni ammortizzabili sia il vero oggetto del contratto di affitto di azienda.
12. Carriero Elevatore Modello Linde Modello 63D-01. Matricola 336 0603730	SI	Bene n. 18: Carriero Linde' costo 15.000,00 valore residuo 11.625,00			15.000,00	11.625,00			la conciliazione è solo ipotetica essendoci l'iva ma incertezza sull'individuazione di quale dei due carichi (di marca UNDE) presenti nel registro Beni ammortizzabili sia il vero oggetto del contratto di affitto di azienda. Non è possibile in ogni caso la detta conciliazione, non si ha in sede di inventario, la ditta ha dichiarato che il carriero UNDE anno 2007 non ha una sede funzionale.
13. Bascia Betonista Matricola 11439 22, a vite da nodi di carico con 150x150, pondera Kg. 2000, a 4 ceneri di carico Modello Shear beam, contenitore elettronico di pesatura modello LAURA 12	SI	Bene n. 10: Bascia' costo 1.200,00 valore residuo 930,00			1.200,00	930,00			
14. Spionometro S1 Minia 150 Numero di serie 21275 H418 30 completo di stampante e cuneo	NO	Bene n. 13: Spionometro S1 Minia 150' costo 3.000,00 valore residuo 1.875,00	Bene n. 17: Spionometro S1 Minia 150 H418' costo 1.000,00 valore residuo 625,00		3.000,00	1.875,00	1.000,00	625,00	la conciliazione è solo ipotetica essendoci l'iva ma incertezza sull'individuazione di quale dei due Spionometri presenti nel registro Beni ammortizzabili sia il vero oggetto del contratto di affitto di azienda.
					64.227,35	60.096,96	98.240,00	46.631,36	





7) il successivo confronto operato tra il libro beni ammortizzabili ed i dati esposti nei bilanci della ██████████ ha consegnato l'evidenza di ulteriori incongruenze. Ed invero, dalla lettura della situazione economico – patrimoniale della società al 31.12.2023 (doc.14) (tenuto conto che il bilancio relativo a tale esercizio non risulta approvato e/o depositato) le immobilizzazioni hanno avuto un incremento significativo. Se tale incremento pare *prima facie* riferibile – nominalmente - ad oneri pluriennali (immobilizzazioni immateriali o immobilizzazioni in corso e acconti) in relazione ai lavori su beni di terzi operati dalla società prima dell'apertura della liquidazione giudiziale, una più approfondita analisi delle scritture contabili fa emergere una dubbia genesi in merito alla composizione di tale voce (sovente tali immobilizzazioni sono generate da giroconti di valori presenti in diverse voci dello stato patrimoniale quali Clienti, cassa o altre voci indefinite). Si tratta di una anomalia che, pur non rilevando agli scopi, enfatizza la carenza di intelleggibilità dei dati contabili della ██████████

In ogni caso, pure ove si trattasse di immobilizzazioni generate da migliorie su beni di terzi, gli stessi non pare possano assumere alcun concreto valore di scambio, e devono necessariamente esulare dalla presente valutazione.

\* \* \*

Gli elementi correttivi della edificazione fattuale sì proposta consentono di ricostruire una realtà (invero solo ipotetica) che deve rappresentare l'antecedente logico da assumere come reale per poter operare un tentativo di valutazione razionale, anche tralasciando volontariamente le segnalate incongruenze. Questo tentativo rappresenta l'unica via percorribile per affrontare la risposta ai quesiti posti e si manifesta utile agli scopi se (e solo se) tale ricostruzione dovesse considerarsi quantomeno vicina alla realtà concreta.

Siffatta realtà (ipotetica) presupposta, può essere così meglio sintetizzata:

a) la ██████████ ha ceduto nell'anno 2018 il ramo di azienda detenuto presso San Salvatore Telesino (BN) alla ██████████. Oggetto di cessione sono stati taluni beni, le autorizzazioni e il contratto di locazione dell'unità immobiliare di proprietà di terzi;

b) il contratto di cessione è stato risolto nell'anno 2020 con effetti a decorrere dal gennaio 2021;

c) la ██████████ ha svolto la propria attività sin dalla sua costituzione attraverso l'esclusivo utilizzo del ramo di azienda ceduto dalla ██████████ sicché



i risultati ottenuti (ricavi e redditi) si assumono come riferibili al solo ramo di azienda in oggetto e possono essere qualificati come “dati storici” dei risultati economici del ramo di azienda oggetto di osservazione;

d) la ██████████ nel novembre del 2023 ha concesso in affitto alla ██████████ ██████████ il medesimo ramo di azienda oggetto di cessione nell’anno 2018 (seppur quantitativamente composto da un numero superiore di beni materiali).

## 2. PREMESSE METODOLOGICHE: LA RICERCA DI UN APPROCCIO NUMERICO

Quanto sinora rappresentato, consegna un quadro poco confortante rispetto alla completezza delle informazioni ed alla certezza degli eventi.

In questo senso appare utile, preliminarmente, dare conto di talune premesse metodologiche, al fine di poter comprendere i limiti di un lavoro estimatorio del valore economico di una azienda esercitata da una società “non quotata”, acuiti nel caso di specie dall’accesso ad una base informativa – come già sottolineato – carente e parzialmente inattendibile.

Individuando preliminarmente i limiti e gli obiettivi del presente lavoro lo scrivente si preoccuperà di evidenziare (i) i presupposti (le assumption) e (ii) i percorsi astratti di indagine che porrà alla base del lavoro estimatorio.

Una volta poi completato il lavoro di indagine, sarà necessario tener conto dei necessari “correttivi” attraverso la astratta individuazione (anche solo sotto un profilo qualitativo) dei fattori decrementativi di valore, ai fini della valutazione richiesta. Si tratta di quegli elementi che, in sintesi, possono individuarsi, ovvero, (i) i valori concretamente recuperabili in relazione al ramo aziendale, (ii) l’immaterialità (in uno alla intrinseca componente soggettiva nel caso de quo) dei beni in osservazione (iii) la probabile perdita di valore in ipotesi di risoluzione contrattuale e collocamento degli asset sul mercato.

### 2.1. I LIMITI E GLI OBIETTIVI DEL PRESENTE LAVORO

È bene ricordare che qualsiasi valutazione è pur sempre un lavoro di stima e la stima del valore presentata è valida solo per le finalità stabilite e per la data a cui la valutazione si riferisce, e tanto non deve mai essere trascurato da chi la utilizza. Per la medesima ragione, la valutazione si posa inevitabilmente su una serie di ipotesi e di assunzioni di base che ne definiscono la portata e ne individuano le variabili che,





sfuggendo alla prevedibilità del valutatore, sono definite dall'inizio ed assunte come condizioni date.

La valutazione non è un processo che conduce ad un risultato univoco, in quanto essa è condizionata da elementi di carattere tecnico, temporale ed informativo. In sostanza il valore dell'azienda è un dato relativo: non unico, non univoco, non definitivo, ma valido alla data in cui viene espresso, per le finalità per le quali è elaborato e in presenza di precise condizioni. Elemento fondamentale per una stima aziendale è quello della razionalità. Il processo di valutazione deve seguire uno schema logico, ricostruibile, ed adottare dei metodi che abbiano un solido fondamento logico e teorico. Altro elemento, relativo al contenuto del metodo da utilizzare, è la obiettività, che deve riferirsi a dati certi ed affidabili. Tutti i parametri fondamentali devono essere motivati e fondati su criteri logici perché un metodo teoricamente corretto ma che trovi applicazione su una base di dati inattendibili inficia la qualità dell'intero processo.

Nel caso di specie l'incarico non prevede attività di revisione sulla affidabilità e/o completezza dei documenti forniti. Pertanto, le conclusioni cui si perviene sono condizionate dalla correttezza dei bilanci e degli altri documenti forniti allo scrivente, nonché dalla inesistenza di informazioni e documenti diversi da quelli messi a disposizione del sottoscritto che, se messi a conoscenza dello stimatore, avrebbero potuto portare a differenti conclusioni.

Sulla scorta di ciò si può in sintesi evidenziarsi che:  
- Il lavoro non potrà (in ogni caso) avere la presunzione di determinare un valore definito e certo, ma delinea gli elementi che possano concorrere alla determinazione del più probabile valore del ramo di azienda.

- La valorizzazione di alcuni elementi sarà riferita a canoni di presumibilità, non potendo, sulla base delle informazioni acquisite e astrattamente acquisibili, assumere valore certo.

- Ogni stima di valore presentata è valida solo per le finalità stabilite e per la data a cui la valutazione si riferisce.

- I bilanci e le altre informazioni ad esso relative fornite dalle resistenti sono state accettate senza una specifica verifica (trattandosi per lo più di bilanci depositati al registro delle imprese e di documentazione amministrativa la cui attendibilità non è verificabile).



Giova rilevare infatti, che la base informativa costituisce (con l'analisi fondamentale) la condizione necessaria per tradurre i modelli ed i multipli in valutazioni efficaci, cioè affidabili e dimostrabili. In tal senso, essa appresta tutte le informazioni necessarie o utili allo scopo. Tra queste, sono considerate essenziali le c.d. leve chiave (Key drives), che costituiscono il vero fondamento di qualsiasi previsione efficiente per le quali si impone una ricerca approfondita e la proiezione su basi quantitative dei possibili comportamenti nel futuro.

Nel caso di specie, come si è visto, la base informativa risulta oltremodo carente, sicché il presente lavoro – non potendosi ritenere attendibile in termini di valutazione d'azienda potrà configurarsi quale analisi sommaria delle determinazioni quantitative – onde poter porre le basi per ipotizzare un intervallo di valore da attribuire al ramo di azienda da comparare con il relativo canone, in termini di congruità.

Inoltre, il pochissimo tempo a disposizione dello scrivente (in ragione delle esigenze di celerità che caratterizzano la procedura fallimentare per le determinazioni che vorrà assumere la curatela ex art 184 CCII) non ha reso possibile ulteriori indagini.

In definitiva, il presente lavoro, purtroppo, sconta una rilevante e consistente incertezza determinativa (ancor maggiore rispetto alla incertezza generale che connota qualsivoglia processo di stima), di cui si dovrà tenere conto nelle conclusioni.

In ragione di ciò, l'obiettivo che in questa sede vuole raggiungersi è di individuare:

1. Una astratta e solo potenziale individuazione del valore di massima del ramo di azienda in osservazione da assumere quale punto di riferimento per le determinazioni della curatela.

2. Un percorso argomentativo afferente alla valutazione della congruità del canone che sia di ausilio alle scelte che la curatela vorrà assumere ai sensi dell'art 184 CCII).

Pur ponendosi nella prospettiva della curatela, il presente lavoro avrà lo scopo di stimolare una decisione orientata al parametro della “convenienza” e della “profitabilità” (compatibilmente con l'individuazione di un valore accettabile per la curatela perché posta al riparo dai rischi connessi alla apprensione dell'azienda in esercizio) tenendo ben in conto che una eventuale vendita coattiva possa far considerare possibile (ma non necessariamente probabile) l'ipotesi che la liquidazione giudiziale riesca ad ottenere un vantaggio superiore rispetto alla continuazione del contratto di



affitto, ma al tempo stesso rende pressoché certa la dispersione di parte del valore del ramo di azienda in osservazione (di gran lunga superiore all'ammontare ricavabile dalla procedura) a causa della disgregazione dei valori aziendali o della perdita di quelle componenti immateriali avente natura soggettiva.

## 2.2 L'AFFITTO DI AZIENDA NEL CODICE DELLA CRISI

L'articolo 184 CCII dispone che l'apertura della liquidazione giudiziale del concedente non scioglie il contratto di affitto di azienda. La regola generale applicabile quando la vicenda contrattuale riguardi la parte concedente è, quindi, quella della prosecuzione del rapporto contrattuale. La scelta della naturale prosecuzione del rapporto di affitto si può collegare, in prima istanza, ad una peculiare attenzione per la possibile rapida valorizzazione e liquidazione dell'azienda in esercizio, in un'ottica di difesa del *going concern* e di valori (si pensi all'avviamento) che l'interruzione dell'attività o lo scioglimento di molteplici rapporti contrattuali comprometterebbero irrimediabilmente.

Si consideri, da questo punto di vista, anche alla previsione più ampia del ricorso alla continuazione dell'impresa (art. 211 CCII) come pure a quanto previsto dall'art. 212 CCII, in tema di affitto di azienda c. d. endoconcorsuale (e quindi concluso direttamente dal curatore).

Sotto altro aspetto, la naturale prosecuzione del rapporto nel caso in cui la liquidazione giudiziale concerna la posizione del concedente, si lega altresì alla circostanza che il curatore in questo modo subentra, solitamente, in una posizione che gli consente intanto di continuare a incamerare i canoni di affitto senza dover porre in essere operazioni economiche organizzative di particolare complessità.<sup>1</sup>

In tale ottica pare intravedersi un *favor* che il nuovo codice della crisi (in continuità con le riforme che dal 2016 avevano interessato la previgente legge fallimentare) attribuisce alla continuazione del contratto di affitto di azienda. In questo senso depongono, ad esempio, già le previsioni del cosiddetto affitto endoconcorsuale di cui all'art. 212 CCII, nonché la deroga alle norme codicistiche in tema di retrocessione d'azienda, le quali pongono al riparo la curatela dall'assunzione delle obbligazioni sorte in un momento antecedente alla detta retrocessione. A ciò si aggiunga che nel caso in cui il concedente volesse recedere dal contratto ex articolo 184 CCII, questi dovrà sì

<sup>1</sup> A. FAROLFI, *sub art. 184*, in F. DIMARZIO (diretto da), *Codice della Crisi d'impresa e dell'insolvenza*, Milano, 2022, 870.



riconoscere un indennizzo all'affittuario (così come in vigore della legge fallimentare) che assume tuttavia natura concorsuale, avendo perso la previgente preferenza quale credito prededucibile.

Tali considerazioni accompagneranno le successive valutazioni, anche in relazione alla stima della congruità del canone che, come già sottolineato, non potrà essere fondata su elementi quantitativi (numerici e valoriali) ma su argomentazioni di carattere generale che traggono origine dalla lettura dell'impianto documentale offerto allo stimatore.

### **2.3 I PRESUPPOSTI DEL LAVORO ESTIMATORIO (LE ASSUMPTION)**

Quanto ai presupposti del lavoro, deve da subito chiarirsi che esso si muoverà sul solco della astratta ricostruzione operata sub par. 1.

Lo scrivente deve porsi, in via convenzionale, nell'ottica di presumere come sussistenti taluni elementi fattuali, pur laddove, come visto, esiste una rilevante incertezza sulla effettività degli stessi.

D'altronde, porsi nell'ottica dell'incertezza (circostanza più che attuale nel caso di specie), comporterebbe una genetica impossibilità di procedere alle astratte valutazioni.

Ulteriore presupposto è l'abbandono di un percorso volto all'individuazione della congruità (in senso stretto) del canone pattuito. D'altro canto, un canone incongruo potrà ritenersi conveniente (e quindi profittevole) per la curatela, quando l'incameramento dello stesso permetta il conseguimento di un risultato che viceversa non sia raggiungibile se quell'astratto valore ritenuto "congruo" risulti difficilmente recuperabile.

\*\*\*

### **2.4. I PERCORSI ASTRATTI DI INDAGINE E LA SCELTA DI QUELLO "PERCORRIBILE" PER LA VALUTAZIONE DEL RAMO DI AZIENDA**

Sul solco di tali presupposti, e tenuto conto della rapidità delle valutazioni causata dal fattore tempo a disposizione, lo scrivente ha individuato taluni percorsi di indagine – seguendo un approccio analitico quantitativo - astrattamente percorribili:

1. Individuazione del valore (pur di massima) del ramo di azienda della ██████████ (in liquidazione giudiziale), all'epoca della sottoscrizione del contratto di fitto di ramo di azienda (anno 2023), sulla scorta dell'analisi delle scritture contabili della ██████████ attraverso le valutazioni di tipo reddituale, patrimoniale e/o misto)



ASTE GIUDIZIARIE

2. Individuazione del valore (pur di massima) che potrebbe assumere il complesso aziendale analizzando gli elementi reddituali della società cessionaria/affittuaria [REDACTED], assumendo come il ramo ceduto e poi affittato rappresenti l'unico complesso aziendale della stessa (in applicazione del solo metodo reddituale).

ASTE GIUDIZIARIE

\*\*\*

ASTE GIUDIZIARIE

#### 2.4.1. LA SCELTA DEL PERCORSO DI INDAGINE PERCORRIBILE PER LA VALUTAZIONE DEL RAMO DI AZIENDA

Nel presente paragrafo si analizzeranno gli elementi che hanno indotto lo scrivente stimatore ad assumere come percorribile esclusivamente il percorso di indagine evidenziato sub 2 del par. 2.4.

Ed invero, (i) l'impossibilità di identificare e quantificare il dato patrimoniale oggetto di circolazione (in seno all'azienda) sulla sorta del confronto tra l'elenco allegato al contratto di affitto ed il registro beni ammortizzabili; (ii) l'impossibilità di individuare, nelle scritture contabili della [REDACTED] i dati patrimoniali e reddituali riferibili al dato aziendale oggetto di osservazione; (iii) le plurime anomalie che attengono alla componente immateriale evincibile dalla lettura dei bilanci della [REDACTED] sono tutti elementi che minano alle fondamenta l'attendibilità di una determinazione quantitativa.

Orbene, come si avrà modo di approfondire *infra*, i metodi patrimoniali (puri), presuppongono che il valore di un'azienda sia commisurato dai valori patrimoniali opportunamente rettificati rispetto ai dati contabili. Tali metodi hanno, almeno in linea teorica, il vantaggio della sicurezza e affidabilità, in quanto non derivanti da previsioni soggettive, ma piuttosto da dati certi e oggettivi. Sicurezza e affidabilità che nel caso di specie non potranno essere garantite, attesa la mancanza di informazioni utili già solo nell'individuare i valori contabili dei beni, con la conseguente impossibilità di porre in essere le eventuali e necessarie rettifiche.

Si dovrebbe pertanto disporre di una base informativa ampia che consenta, laddove necessario, di procedere ad eventuali rettifiche che permettano una rappresentazione delle dinamiche aziendali più rispondenti alla realtà.

Corollario a quanto innanzi descritto, è la necessità di dover operare una diversa impostazione metodologica, che individui, nel metodo reddituale, l'unico strumento di determinazione quantitativa che – ove fossero confermate le *assumption* - potrebbe

ASTE GIUDIZIARIE

ASTE GIUDIZIARIE

ASTE GIUDIZIARIE

essere dotato di un sufficiente grado di razionalità, sebbene non raggiunga un livello di affidabilità rilevante.

Ecco che dunque la scelta pare necessariamente dirigersi nell'applicazione della metodologia individuata sub ipotesi 2 del par. 2.4., sì da orientarsi nella determinazione del valore del capitale economico dell'azienda oggetto di circolazione, fondando la stima sui dati (assunti come storici) che consegnano i bilanci della società [REDACTED] [REDACTED] relativamente al periodo in cui è intervenuta la cessione del ramo di azienda, ovvero agli anni 2018, 2019, 2020, che di seguito vengono riprodotti:

CONTO ECONOMICO	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Valore della produzione			
ricavi delle vendite e delle prestazioni	-	391.234,00	336.822,00
variazioni delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti		115.230,00	10.090,00
variazioni dei lavori in corso su ordinazione			
incrementi di immobilizzazioni per lavori interni			
altri ricavi e proventi	-		2.028,00
<b>Totale valore della produzione</b>	-	<b>506.464,00</b>	<b>348.940,00</b>
Costi della produzione	5.606,00	488.068,00	338.459,00
Proventi e oneri finanziari	-	499,00	642,00
Rettifiche di valore di attività finanziarie			
Proventi e oneri straordinari			
Risultato prima delle imposte	- 5.606,00	18.402,00	10.421,00
Imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate	-	4.416,00	2.440,00
<b>Utile (perdita) dell'esercizio</b>	<b>- 5.606,00</b>	<b>13.986,00</b>	<b>7.981,00</b>

Per poter procedere in tal senso, ovvero "tentare" di determinare – senza nessun grado di esaustività e attendibilità – il ramo di azienda che si assume abbia detenuto la [REDACTED] è parso opportuno applicare uno dei modelli matematici che la dottrina aziendalistica ritiene utile agli scopi, sulla base dei dati e delle informazioni della società cessionaria.

### 3. LA VALUTAZIONE DEL RAMO DI AZIENDA

Fermo restando i limiti oggettivi che vive la fattispecie (quanto all'applicazione dei modelli matematici sulla base di una analisi fondamentale qui carente), si rende necessario almeno cennare ai principali metodi di valutazione di azienda, riconosciuti dalla prassi aziendalistica.

In ragione del suindicato "tentativo" di individuare un approccio numerico (*rectius* individuare un astratto e solo potenziale valore del ramo di azienda in osservazione da

assumere quale punto di riferimento per le determinazioni che la curatela vorrà assumere) è possibile delineare il percorso metodologico seguito dallo scrivente, al fine di evidenziare le motivazioni che attengono a tale anticipata conclusione.

### 3.1. METODI DI VALUTAZIONE (CENNI)

La dottrina propone diversi criteri di valutazione del “capitale economico” di un’azienda.

In particolare, tali criteri determinano il valore economico dell’azienda o attraverso la valorizzazione delle sue capacità di generare nuova ricchezza, ovvero in ragione del valore attuale delle entità materiali ed immateriali che - unitariamente considerate - compongono qualitativamente il patrimonio aziendale.

È possibile, così, distinguere tra due metodi:

a) quello che consegue alla stima del valore economico del capitale aziendale mediante l’attualizzazione dei potenziali flussi reddituali o finanziari che la gestione futura sarà in grado di generare;

b) quello che, invece, si fonda unicamente sulla traduzione in termini di valori correnti e/o aggiornati degli asset che compongono il patrimonio aziendale e che conferiscono all’azienda l’attitudine a divenire un’organizzazione coordinata ed inscindibile di beni e/o servizi capace di generare redditi prospettici.

I metodi che fondano la stima del valore economico del capitale aziendale sulla considerazione – in termini di valori attuali – dei flussi prospettici di reddito prendono il nome di “metodi reddituali”.

In termini generali, occorre rappresentare un limite che condiziona la stima basata sui risultati attesi ed in particolare nell’applicazione della metodologia finanziaria: il grado di prevedibilità dei flussi.

L’esperienza insegna che i flussi economici di una impresa *in bonis*, che opera in settori tradizionali, presentano un trend meglio identificabile rispetto a quelli finanziari.

Ragionando su base storica, infatti, è più agevole identificare, per i valori economici, un percorso di crescita che abbia nel trascorrere del tempo tratti di omogeneità.

I flussi finanziari, invece, si sviluppano lungo percorsi meno marcati e risentono in misura maggiore di condizioni di carattere contingente. Ad esempio, è sufficiente fornire maggiori giorni di dilazione alla clientela o abbreviare i tempi di pagamento ai fornitori per avere un’influenza sui flussi di cassa. In altri termini, poiché i flussi di cassa



sono maggiormente sensibili alle variazioni, il riferimento ad un trend storico per la loro stima ha sicuramente una valenza più debole.

Ne viene che, nel caso di specie e per ovvie ragioni empiricamente assumibili come verosimilmente certe, la stima dei flussi di cassa viene esdusa dalle metodologie applicabili.

Ad ogni modo, tanto la stima dei flussi di cassa quanto quella dei redditi futuri viene chiaramente influenzata dalle ipotesi (c.d. *assumptions*), assunte a riferimento ai fini della formulazione delle previsioni riguardanti i futuri scenari ambientali, strategici e operativi in cui l'azienda si troverà ad operare.

In ogni caso, come insegna illustre dottrina<sup>2</sup> sul tema, la previsione dei flussi attesi può essere ancorata, alternativamente, alle capacità in atto ovvero alle capacità solo potenziali dell'azienda.

Nel primo caso, la stima del valore economico dell'azienda assume a riferimento una capacità di reddito dimostrata per il passato o raggiungibile con ragionevole probabilità sulla base di premesse economiche già esistenti ed individuate, tenuto conto della dimensione attuale degli affari e del capitale proprio, nonché di sviluppi certi nel breve termine.

Giova rilevare come nel caso di specie, ancor di più, le *assumptions* si sono rese necessarie anche al fine di rendere "stabili" i dati storici, la cui affidabilità è invero stata evidenziata come carente: le *assumptions*, quindi, condizionano anche i risultati storici.

Nel secondo caso, invece, le previsioni vengono formulate facendo riferimento a capacità non ancora raggiunte – seppur possibili – che debbono essere costruite sulla base di accettabili *assumptions*.

Tuttavia, mentre nel primo caso si ottiene il valore economico ( $We$ ) del capitale, nel secondo, invece, il metodo fornisce la stima del valore potenziale del capitale.

Sotto altro aspetto, si definiscono metodi patrimoniali i criteri che forniscono la stima del capitale economico dell'azienda esclusivamente attraverso la considerazione dei valori correnti degli elementi patrimoniali attivi e passivi dell'azienda.

Rilevanti, quindi, si presentano – almeno sotto il profilo degli elementi posti a base della stima del valore economico del capitale aziendale – le diversità tra ciascuno dei metodi di valutazione conosciuti dalla dottrina.

<sup>2</sup> Per una più compiuta disamina del tema cfr. L. GUATRI, M. BINI, *La valutazione delle aziende*, Milano, 2007, 247 e ss.



Ora, la scelta – nel caso concreto – tra l'uno o l'altro metodo valutativo dovrebbe privilegiare quello che tra di essi sia in grado di fornire una stima del capitale economico che presenti le caratteristiche della razionalità, dimostrabilità, neutralità.

In particolare, volendo passare in rassegna le varie metodologie può osservarsi quanto segue.

**Il metodo reddituale<sup>3</sup>** stima il capitale economico in funzione dei flussi reddituali prospettici che l'azienda sarà in grado di produrre in futuro.

<sup>3</sup> Il primo metodo dal quale occorre prendere le mosse è, almeno nella fattispecie in esame, quello reddituale. Pare opportuno però, evidenziare le caratteristiche generali di tale metodo. I metodi reddituali identificano il valore di un'azienda con il valore attuale dei redditi normali attesi ipotizzando, di fatto, un'identità tra tali redditi ed i flussi monetari futuri. La validità del metodo reddituale può essere principalmente ricondotta alle seguenti considerazioni:

- nel lungo periodo i flussi monetari ed il reddito tendono ad equivalersi;
- il reddito che normalmente l'azienda è in grado di generare costituisce un dato di più agevole previsione rispetto alla stima dei futuri flussi monetari.

Nell'applicazione del metodo reddituale si possono considerare i redditi futuri di durata illimitata o limitata nel tempo. Nel primo caso la formula da adottare per l'attualizzazione dei redditi è quella della rendita perpetua che può essere esposta come segue:

$$W = R/i$$

dove:

- W è il valore dell'azienda;
- R è il reddito normale atteso;
- i è il tasso di remunerazione;

Nell'ipotesi di rendita di durata limitata nel tempo dei redditi la formula è la seguente:

$$W = R \cdot a^{-n} / i$$

dove:

- W è il valore dell'azienda;
- R è il reddito normale atteso;

$a^{-n}$  è il valore attuale di una rendita immediata posticipata di durata pari ad "n" anni ove "i" rappresenta il tasso di remunerazione.

Il reddito che compare nella formula è definito come "normale atteso", si fa cioè riferimento ad una configurazione di reddito depurato dai seguenti fattori:

- significative plusvalenze e/o minusvalenze su cessioni di cespiti e/o partecipazioni;
- rilevanti componenti reddituali positive o negative generate da attività estranee alla gestione tipica;
- effetti di fluttuazioni anomale di mercato.

Devono pertanto essere escluse quelle componenti di reddito straordinarie, derivanti da eventi eccezionali o non rientranti nella gestione caratteristica, che di conseguenza non possono essere compresi nella determinazione del reddito medio normale.

Un fattore di normalizzazione che spesso viene sottovalutato riguarda l'eliminazione degli effetti dell'inflazione dai dati di reddito.

Gli aggiustamenti necessari sono di due tipi:

- allineamento dei redditi per renderli omogenei nel tempo;
- eliminazione di utili e perdite illusori.

La prima correzione si realizza riesprimendo in moneta corrente al momento della stima i redditi futuri o storici utilizzati nel calcolo.

L'aggiustamento del secondo tipo prevede l'eliminazione di quei risultati determinati dalla non omogeneità delle componenti di reddito. Il problema si dovrebbe risolvere con l'applicazione della cosiddetta "contabilità dell'inflazione"; tuttavia, nella maggior parte dei casi, l'esperto non potrà ricorrere a tale metodologia e dovrà limitarsi ad applicare le rettifiche più significative come l'adeguamento delle quote di ammortamento o del valore del magazzino.

Nell'ipotesi in cui si abbiano a disposizione i redditi attesi anno per anno, la formula potrà essere riscritta come:

In questi termini, la valutazione dell'azienda viene assimilata a quella di un qualsiasi altro investimento il cui valore è tanto maggiore quanto più alto è il rendimento che essa sarà in grado di assicurare – in termini di remunerazione – ai soci che hanno deciso di impiegare la propria disponibilità finanziaria nell'attività aziendale, ovvero è tanto minore quanto maggiore è l'apporto richiesto.<sup>4</sup>

Quanto al **metodo patrimoniale**, pur considerando i diversi approcci applicativi utilizzati dalla dottrina per determinare il valore patrimoniale dell'azienda – metodo patrimoniale semplice o complesso – ognuno di essi si caratterizza per il fatto di dare risalto, mediante la loro rivalutazione in termini di valori correnti e aggiornati, agli elementi materiali e/o immateriali che caratterizzano il patrimonio aziendale. In tal modo, si riesce, in ultima analisi, a mettere in evidenza il valore di ogni qualità e/o caratteristica (capacità del management, politica di marketing, quota di mercato, relazioni con gli stakeholders) che rende l'azienda non un semplice coacervo di beni, ma una coordinazione economica destinata a produrre maggiore ricchezza rispetto a quella ricavabile dallo sfruttamento disgiunto dei singoli beni che ne compongono il patrimonio.

Ricorrendo a tale metodo, il valore dell'azienda viene determinato attraverso la somma algebrica dei valori distintamente attribuibili alle attività e passività patrimoniali.

$$W = \frac{R_1}{(1+i)} + \frac{R_2}{(1+i)^2} + \frac{R_3}{(1+i)^3} + \dots + \frac{R_n}{(1+i)^n}$$

con il vantaggio di tenere in considerazione l'evoluzione temporale dei redditi. (per maggiori precisazioni v. L. POTTRO, *Economia delle operazioni straordinarie d'impresa*, Padova, 2000)

<sup>4</sup> L. POTTRO, *Economia delle operazioni straordinarie d'impresa*, Padova, 2000, 15. Attraverso tale metodo concorrono a determinare il valore economico dell'azienda, non soltanto gli elementi materiali che caratterizzano la struttura produttiva aziendale, ma qualsiasi altro fattore intangibile che permette all'azienda di generare nuova ricchezza o disperderne nel caso di perdite. In altri termini, con tale metodo, l'azienda viene valutata nella sua entità di "complesso economico" unitario che si differenzia da un semplice aggregato di beni e che riesce, in definitiva, ad attribuirle un valore che tenga conto non solo degli elementi costituenti il capitale contabile, ma anche di altri (spesso numerosi) fattori immateriali, di condizioni particolari, di capacità organizzative e imprenditoriali, nonché dell'esistenza di eventuali altre qualità o prerogative di natura diversa: insomma di tutti gli elementi complementari e interdipendenti, materiali e non, rappresentati in bilancio e non, che insieme danno vita a un sistema in funzionamento, qual è l'azienda. Il modello reddituale viene usualmente utilizzato per effettuare una valutazione equity side. Ciò posto, per applicare il metodo reddituale occorrerebbe stimare, sia i flussi di reddito prospettici che l'azienda in futuro sarà in grado di mettere a disposizione dei propri azionisti, sia il tasso di attualizzazione da utilizzare per trasformare la redditività futura nel valore economico attuale del capitale aziendale.





Ciò posto, non va sottaciuto il limite di tale metodo costituito dal fatto che, con la sua applicazione, il valore dell'azienda viene appuntato su ciò di cui essa dispone ad un certo tempo piuttosto che sulla sua capacità di generare risorse.

Tuttavia – al fine di evitare rischi di sopravvalutazione del patrimonio netto rivalutato – la dottrina propone comunque di stimare i flussi reddituali e/o finanziari futuri dell'azienda onde verificare la sua capacità di remunerare il patrimonio rivalutato.

L'utilizzo di tale metodo risulta indefettibile o comunque consigliabile laddove l'azienda presenti una forte componente patrimoniale ovvero si limiti soltanto a detenere degli asset dei quali tuttavia non è in grado di condizionare né la loro capacità di generare ricchezza né tantomeno il livello di rischio in essi incorporato.

Tuttavia, laddove l'azienda da valutare presenti non solo una forte componente patrimoniale ma nello stesso tempo svolga un'attività economica produttiva di nuovi beni e/o servizi destinati al mercato del consumo, la stima del valore economico del suo capitale non può prescindere dall'apprezzamento delle capacità dell'azienda di produrre in futuro una certa redditività quale ulteriore forma di remunerazione assicurata ai soggetti che hanno investito il proprio capitale nel core business aziendale.

Ciò posto, l'applicazione dei metodi patrimoniali richiede una ricognizione di tutti gli elementi patrimoniali attivi e passivi che compongono il patrimonio aziendale, controllando le valutazioni alle quali tali elementi sono esposti nella situazione patrimoniale, al fine di giungere alla stima del valore aggiornato o corrente degli stessi mediante – se necessario – una rettifica in ragione della natura dell'asset da valutare. In tal senso, i crediti vanno valutati in ragione del loro grado di esigibilità; dei debiti occorre appurare la loro entità reale ed integrale, prendendo in considerazione anche quelli potenziali; delle rimanenze di magazzino è necessario verificare la loro composizione, onde accertare l'esistenza di materiali obsoleti e quindi di valori irrecuperabili; le immobilizzazioni tecniche vanno valutate al costo di riproduzione o di sostituzione diminuito per tener conto dell'obsolescenza e del deperimento fisico del bene; le immobilizzazioni tecniche destinate, invece, alla vendita vanno espresse secondo i loro valori correnti di mercato.

Il valore del patrimonio aziendale così ottenuto prende il nome di capitale netto rettificato (K).<sup>5</sup>

<sup>5</sup> Vi sono anche metodi che la dottrina qualifica come metodi misti.



### 3.2. STIMA DEL VALORE DEL RAMO AZIENDALE SECONDO IL METODO REDDITUALE

Fatta questa doverosa premessa di ordine generale, volta a rappresentare – seppur rapidamente – i principali metodi di valutazione del capitale economico di una azienda, occorre definire quale metodologia sarà applicata alle valutazioni in esame.

I metodi finanziari e i metodi complessi restano inapplicabili per assenza della base informativa fondamentale.

Con riferimento ai metodi patrimoniali, si è già detto che non risultano applicabili al caso di specie.

Non resta quindi che ancorarsi al metodo reddituale, assumendo la ricostruzione fattuale evidenziata sub § 1.2.1 e § 2.3 come dato certo.

Il metodo reddituale invece identifica il valore di un'azienda con il valore attuale dei redditi normali attesi. Per far ciò deve farsi riferimento ad una configurazione di reddito depurato di una serie di fattori: devono essere escluse quelle componenti di reddito straordinarie, derivanti da eventi eccezionali o non rientranti nella gestione caratteristica, che di conseguenza non possono essere compresi nella determinazione del reddito medio normale.

Qui si accenneranno, con l'anticipazione che anche tali metodi non potranno essere utilizzati nello specifico, date le caratteristiche peculiari che ne giustificano l'utilizzo. Ed infatti, tali metodi si caratterizzano per il fatto che tendono a coniugare l'approccio patrimoniale con quello basato sui flussi attesi, in genere quelli reddituali.

La dottrina colloca tali metodi all'interno del c.d. approccio basato sul concetto di "economic profit" ovvero sulla differenza tra il reddito conseguito dall'azienda e il reddito normale prevalente nel settore di attività in cui la stessa opera (M. DALLOCCIO - A. SALVI, *Finanza d'azienda*, Milano, 2004)

Due sono i metodi che utilizzano il detto approccio: il primo è quello che si fonda sulla stima autonoma dell'avviamento, inteso come valore attuale del sovrareddito futuro che l'azienda è in grado di generare rispetto al rendimento normale atteso da coloro che hanno investito nel business in cui opera l'azienda; il secondo metodo è invece noto come *Economic Value Added* (EVA) e misura la capacità dell'azienda di creare valore - che va ad aggiungersi al capitale effettivamente messo a disposizione dai finanziatori aziendali (C) - come spread tra il rendimento monetario effettivamente ottenuto dalle attività aziendali (NOPAT) e il costo ponderato del capitale totale (WACC) fornito sia dai terzi finanziatori che dagli azionisti. Uno spread positivo esprime non solo la capacità del management dell'azienda di generare nuova ricchezza - sì da metterlo a disposizione dei propri azionisti - ma costituisce anche la condizione necessaria per rendere concretamente perseguibili progetti di crescita dimensionale. (A. MARRONE, *Modelli analitici di valutazione aziendale*, Milano, 2004, 93). L'applicazione di tale criterio va attentamente ponderata in quanto assume a riferimento un'ipotesi forte ovvero quella secondo la quale "[...] l'andamento dei sovrarredditi è regolare e definito nel tempo e non è soggetto a ciclicità determinata da fattori di varia natura... quando la capacità di produrre reddito si caratterizza per forti irregolarità l'EVA risulta fortemente indebolito a causa della configurazione normalizzata di reddito cui si fa ricorso [...]". (Le affermazioni sono di M. DALLOCCIO - A. SALVI, *Finanza d'azienda*, Milano, 2004, 746)

Ebbene, il caso concreto esclude quindi che anche tali metodi valutativi possano essere utili agli scopi. Più in particolare, nella specie, tale metodo non è stato utilizzato mancando il presupposto della sua applicazione costituito dalla regolarità dei sovra redditi, e dalla breve storia della società, che ne fa diminuire sensibilmente la base informativa.

Siiché il primo passo da compiere per l'applicazione del metodo reddituale consiste nella determinazione del reddito medio prospettico, che non necessariamente coincide con l'utile di bilancio, dovendo questo valore essere dapprima "normalizzato" e successivamente integrato con i valori contabili non espressi.

Ai fini della normalizzazione del reddito si dovrebbe tenere conto di diversi elementi, quali i componenti straordinari di reddito e quelli estranei alla gestione caratteristica, i costi latenti e ogni altro elemento che possa inficiare la significatività del REI (prima fra tutti la presenza di contratti di leasing in essere). Infine, sarebbe necessario rideterminare il carico fiscale sul reddito normalizzato così determinato.

Tuttavia, in ragione della più volte richiamata insufficienza di informazioni, al fine di addivenire ad un risultato quanto più omogeneo possibile in relazione ai dati disponibili, si assumeranno, nella consapevolezza della parzialità del dato, quali redditi medi prospettici le medie degli utili netti di bilancio conseguiti dalla ██████████ negli anni 2019 e 2020 (escludendo l'anno 2018 relativo ad una sola frazione di anno e nel quale non si sono manifestati ricavi) relativi al periodo in cui la società ha operato nell'esercizio del ramo di azienda acquistato dalla ██████████ come di seguito indicati:

	Anno 2019	Anno 2020	MEDIA
<b>UTILE ANTE IMPOSTE</b>	18.402	10.421	14.412
+ IMPOSTE DELL'ESERCIZIO	4.416	2.440	3.428
- PROVENTI STRAORDINARI			0
+ ONERI STRAORDINARI			0
- PLUSVALENZE			0
+ MINUSVALENZE			0
+ AMMORTAMENTI ANTICIPATI			0
+/- ELIMINAZIONE DI ALTRE RETTIFICHE OPERATE ESCLUSIVAMENTE IN APPLICAZIONE DI NORME TRIBUTARIE			0
+/- RETTIFICHE E RICLASSIFICAZIONI			0
= <b>TOTALE A</b>	13.986	7.981	10.984
<b>0,00%</b>	0	0	0
= <b>REDDITO NORMALIZZATO</b>	13.986	7.981	10.984

Il reddito medio normalizzato assume, così determinato, un valore pari ad euro 10.984.

Passando ora all'applicazione della formula per la determinazione del valore del ramo aziendale, dato un risk free rate di 1,71%<sup>6</sup>, un equity risk premium medio di mercato pari al 4,36% (tenendo conto di un beta pari a 0,93% per il settore di riferimento)<sup>7</sup>, si è potuto stimare un costo opportunità del settore pari al 6,07%.

L'applicazione della formula e dei suindicati dati determina i seguenti risultati:

<b>RENDITA PERPETUA</b>		
	<b>REDDITO NORMALIZZATO</b>	10.984
	RENDIMENTO INVESTIMENTI PRIVI DI RISCHIO	1,71%
+	APPREZZAMENTO DEL RISCHIO D'IMPRESA	4,36%
=	<b>TASSO DI REMUNERAZIONE</b>	6,07%
	<b>VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO</b>	180.956

Tale valutazione, di per sé, non può acquisire autonomo valore, atteso che dovrà essere confrontata con altri modelli matematici i quali, ad esempio, prevedono la durata limitata nel tempo della previsione.

Ed invero, la formula matematica adottata attiene alla cosiddetta "rendita perpetua", che viene espressa al solo scopo di rappresentarne la quantificazione.

Si è già accennato alla circostanza che, il metodo reddituale con modello a rendita perpetua non è idoneo a caratterizzare una valida ipotesi valutativa, la cui estensione illimitata dell'arco temporale di riferimento, si accompagnerebbe agli elementi di incertezza chiaramente desumibili dal fattore temporale.

Il modello reddituale presenta nella pratica vari possibili orizzonti temporali, il cui limite minimo è di pochi anni (anche se praticamente mai inferiore a 3-5 anni) e il cui limite massimo è l'infinito.

<sup>6</sup> Fonte: [https://www.dt.mef.gov.it/it/debito\\_pubblico/dati\\_statistici/principali\\_tassi\\_di\\_interesse/](https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/dati_statistici/principali_tassi_di_interesse/).

<sup>7</sup> Si è assunto a riferimento il "Total Unlevered Beta" per il settore di "Metals & Mining" in ambito Europeo; fonte: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html)



Per tali motivi, è sembrato opportuno operare una ulteriore determinazione valorizzando il modello reddituale a rendita limitata con limitazione dell'orizzonte temporale ad un numero di anni pari a 10, come di seguito schematizzato:

<b>RENDITA LIMITATA</b>			
	<b>REDDITO NORMALIZZATO</b>		10.984
	RENDIMENTO INVESTIMENTI PRIMI DI RISCHIO	1,71%	
+	APPREZZAMENTO DEL RISCHIO D'IMPRESA	4,36%	
=	<b>TASSO DI REMUNERAZIONE</b>	6,07%	
	ARCO TEMPORALE DI RIFERIMENTO (N. ANNI)		10
	COEFFICIENTE DI ATTUALIZZAZIONE DELLA RENDITA		7,3357
	<b>VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO</b>		80.575

Nell'ottica e con le finalità sopra individuate, si è inteso procedere all'individuazione di un valore medio, tanto, nella consapevolezza che tale approccio è finalizzato alla individuazione di un punto di equilibrio tra gli intervalli di valori eventualmente determinati dall'applicazione del modello, il quale a sua volta risente dei limiti dovuti alla difficile interpretazione delle singole fattispecie.

D'altronde il valore medio rappresenta il compromesso tra la "verità" e "l'intervallo di verità" che caratterizza i risultati di processi valutativi di tal fatta.

A	<b>VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO rendita perpetua</b>	180.956
B	<b>VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO rendita limitata 10 anni</b>	80.575
C	sommatoria valutazioni metodi reddituali (A+B)	261.531
D	<b>MEDIA VALUTAZIONE CON METODI REDDITUALI (C:2)</b>	<b>130.766</b>

### **3.3. CONCLUSIONI INTERMEDIE IN MERITO ALLA VALUTAZIONE DEL RAMO DI AZIENDA**

A valle di tale ricostruzione, e richiamando opportunamente le considerazioni espresse sub § 1.2.1, § 2.1 e sub § 2.3, relativamente al (i) deficit informativo, alla (ii) carenza di idonea base documentale e fattuale per l'analisi documentale, al conseguente (iii) tentativo di individuazione di un risultato quantitativo di massima che assurga a parametro di riferimento, tenuto conto degli (iv) obiettivi che si prefigge il presente lavoro, può concludersi che il più probabile valore che può assumere il ramo di azienda in osservazione, in costanza delle assunzioni operate, risulta individuabile nell'intervallo compreso tra euro 80.575,00 ed euro 180.956,00, attestandosi in un valor medio pari ad **euro 130.766,00**.

#### 4. LA VALUTAZIONE IN MERITO ALLA CONGRUITÀ DEL CANONE DI CUI AL CONTRATTO DI AFFITTO DI RAMO DI AZIENDA – L'APPROCCIO PRAGMATICO DELLE ALTERNATIVE CONCRETAMENTE PRATICABILI

Con un secondo quesito è stato chiesto allo scrivente di procedere alla: *“stima della congruità del canone, di cui al contratto di affitto di ramo di azienda del 6.11.2023 per scrittura privata autenticata nelle sottoscrizioni del notaio Angela Iannielo (rep. n. 6567), iscritto nel R.I. il 20.11.2023 (n. prot. NA – 2023 – 337285)”*.

La valutazione richiesta non può prescindere dalle determinazioni assunte per la stima del valore del ramo aziendale.

Rispetto a ciò, è di palmare evidenza che, stando alla quantificazione operata nei paragrafi precedenti, il canone pattuito (pari a 60.000 euro annui) si mostra sproporzionato (e quindi eccessivamente alto) rispetto al valore astrattamente attribuibile al complesso aziendale (sempre stando alle assunzioni operate).

Allo stesso modo, i redditi conseguiti dalla ██████████ nel periodo 2018-2020, in costanza di possesso dell'azienda in osservazione, restituiscono un dato reddituale poco confortante rispetto alla sostenibilità del canone da parte dell'affittuaria.

Quanto sopra offre lo spunto per operare due diverse e alternative soluzioni interpretative:

1. La valutazione d'azienda operata è fallace, e quindi restituisce un valore troppo basso rispetto alla realtà concreta, in ragione del rilevante deficit informativo;
2. Il canone è effettivamente sproporzionato e la sua recuperabilità è pregiudicata dalla aspettativa (in questo senso negativa) generata dalla evidenza dei redditi conseguibili dalla affittuaria.

Si tratta, a parere di chi scrive, di un “dilemma” irrisolvibile, stando alla documentazione ed alle informazioni in possesso del valutatore, sicché, come anticipato nelle premesse, sovviene d'ausilio un percorso di indagine che poggia le fondamenta su un approccio pragmatico. Si tratta di porsi in uno scenario di *worst case*, individuando l'alternativa concretamente praticabile in caso di recesso ex art. 184 CII dal contratto e di successivo collocamento degli asset aziendali sul mercato.

Giova agli scopi, pertanto, operare una serie di considerazioni che possano coadiuvare la curatela nelle scelte che le competono, ponendosi nell'ottica delle alternative praticabili e della minimizzazione del rischio:

- A nessun acquirente potrebbe essere neppure proposto un valore superiore a quello determinabile dall'analisi dei dati storici della azienda che ne ha goduto;
- Gli stessi potenziali acquirenti, nel valutare un eventuale prezzo da offrire, potrebbero fondare le proprie aspettative sui medesimi dati in possesso della curatela, sì da ritenere inimmaginabile ricevere offerte più alte di quelle sopra ricostruite (ed anzi, le stesse offerte sconterebbero, presumibilmente, un effetto al ribasso generato dalle caratteristiche tipiche di una vendita concorsuale).<sup>8</sup>

La collocazione sul mercato di una piccola azienda come quella in osservazione, è una alternativa difficilmente percorribile in concreto, stando ad elementi empiricamente osservati nella pratica concorsuale;

- Il bacino di potenziali acquirenti astrattamente interessati al bene in oggetto risulta limitato, con le ovvie conseguenze in tema di ribasso del prezzo, stimolando, al più, speculatori e affaristi;

- Nel caso di vendite coattive occorre al tempo stesso tenere conto che esiste anche un "costo di realizzo" o "perdita da trasferimento". Si tratta di correttivi che non possono essere agevolmente quantificabili, e possono quindi più semplicemente essere rappresentati da componenti probabilistiche del rischio di perdita e/o di costo. Più nel dettaglio, il valore dell'azienda dovrà essere "corretto" al ribasso, tenendo conto di: (i) la probabilità che in esito alla retrocessione l'azienda decrementi il suo valore, in vista del probabile cambio di gestione, perdendo coloro che sono i principali motori

<sup>8</sup> Infatti, qualunque acquirente razionale stabilisce il prezzo massimo di acquisto di un bene strumentale o di un'azienda sulla base dei benefici che può attendersi dall'uso di quella attività.

Tali principi inducono a prendere in considerazione non solo elementi di tipo contabile, ma altresì parametri diversi, proprio in virtù della patologia che caratterizza l'impresa.

Nelle imprese, infatti, è noto che il valore del capitale può assumere diverse configurazioni, che spaziano tra il valore di continuità (going-concern value) e il valore di liquidazione (liquidation value).

A queste considerazioni, si aggiunga che le imprese in difficoltà hanno una scarsa probabilità di rigenerare la capacità di reddito precedente, nonché trovano molti ostacoli all'individuazione di nuove opportunità di sviluppo sia per la ristrettezza delle risorse finanziarie, sia per le difficoltà di attrarre o mantenere talenti e/o risorse e/o relazioni chiave.

In caso di perduranti risultati reddituali in diminuzione o addirittura negativi, la convenienza alla continuità potrebbe essere messa in discussione.

Pertanto, la dottrina aziendalistica è concorde nel ritenere che il valore minimo dell'impresa in declino tendenzialmente è rappresentato dal valore di liquidazione delle attività della stessa sul mercato secondario, il quale è indipendente dalla strategia dell'impresa in declino, ma che è funzione del grado di diffusione dello stato di crisi all'interno del settore in cui l'impresa opera.

dell'attività; (ii) la probabilità che, una volta che tale azienda venga messa sul mercato, una parte del valore (ed in particolare quella fortemente condizionata dalla componente soggettiva) si disperda; (iii) la probabilità che l'azienda possa essere collocata sul mercato solo disgregando i suoi elementi, con una vendita atomistica dei beni che la compongono, sì da mortificare totalmente la componente immateriale.

- L'apprensione "volontaria" del ramo di azienda (come quella generata dal recesso dal contratto di affitto), comporterebbe l'immediata maturazione di oneri prevedibili derivanti dal canone di locazione dell'immobile (circa euro 3.600,00 mensili), nonché la necessità di affrontare il tema, non di poco conto, della gestione dei rapporti di lavoro ora in capo alla affittuaria (benché astrattamente non ricompresi nell'affitto di azienda e fermo restando il tema delle deroghe civilistiche previsto in caso di retrocessione ex art. 212 CCII);

- La paventata insostenibilità del canone di affitto da parte dell'affittuaria, avrebbe quale immediata conseguenza quella di legittimare la procedura concorsuale, una volta manifestatosi il primo inadempimento (dopo aver riscosso in ogni caso taluni canoni), di agire per la risoluzione contrattuale rientrando in possesso dell'azienda, senza in tal caso dover riconoscere neppure l'indennizzo ex art. 184 CCII;

- Ove si volesse percorrere la strada della vendita atomistica dei beni costituenti il ramo di azienda, in mancanza di acquirenti del dato aziendale nel suo complesso, la procedura dovrebbe sostenere i costi di custodia (e deposito) dei beni, ovvero i costi relativi alla collocazione degli stessi in altro luogo diverso da quello ove sono ora collocati;

- Deve tenersi conto, infatti, della elevata probabilità che la procedura di liquidazione giudiziale, nell'ipotesi di apprensione dell'azienda, si vedrebbe verosimilmente costretta a procedere alla vendita dei soli beni materiali, con la conseguente disgregazione del dato aziendale e la perdita dell'avviamento, senza contare, in ogni caso, la perdita di valore ed il conseguente deprezzamento dei singoli beni posti in vendita tramite procedure liquidatorie, e la maturazione di oneri derivanti dalla custodia, dalla eventuale diversa collocazione dei beni in altro luogo e quando da ciò ne deriva;

Il valore consegnato dalla sommatoria dei beni materiali, con l'utilizzo del parametro contabile e senza contare (i) il probabile deprezzamento ancora maggiore rispetto al costo di acquisto e (ii) che non si ha contezza dello stato di conservazione,



della funzionalità, ovvero della conformità degli stessi agli standard regolamentari europei, potrebbe al più attestarsi (tenuto conto della possibile combinazione delle ipotesi riportate nella tabella riconciliativa riportata a pag.13) in un intorno di euro 65.000 circa (valore medio). In ogni caso, il relativo valore di mercato dovrà essere rivisto al ribasso se si tiene conto del maggior deprezzamento degli stessi rispetto alle aliquote di ammortamento contabile, nonché rispetto alla già segnalata riduzione di valore generato dalle vendite concorsuali: si tratta di un valore, comunque, di gran lunga inferiore a quanto ricaverebbe la procedura dalla corretta esecuzione del contratto di affitto di azienda che vede la naturale scadenza nel 2026.



#### **4.1 CONCLUSIONI INTERMEDIE SULLA STIMA DELLA CONGRUITÀ DEL CANONE**

Nel mettere a sistema l'insieme delle considerazioni e delle argomentazioni esposte sub § 4, lo scrivente non può che concludere evidenziando la evidente profittabilità della continuazione del contratto di affitto di azienda, non già in relazione ad una accertata congruità del canone derivante dalla sua analisi quantitativa comparativa, quanto piuttosto in relazione alla intuibile convenienza rispetto alle alternative concretamente praticabili.



#### **5. CONCLUSIONI**

Volendo tirare le somme, nell'ottica di ottemperare alle istanze della curatela, lo scrivente si permette di riepilogare le conclusioni rassegnate nell'ambito della presente relazione.

(I)

Quanto alla richiesta di valutazione quantitativa del ramo di azienda oggetto del contratto di affitto tra la ██████████ e la ██████████ richiamando opportunamente le considerazioni espresse sub § 1.2.1, § 2.1 e sub § 2.3, relativamente al (i) deficit informativo, alla (ii) carenza di idonea base documentale e fattuale per l'analisi documentale, al conseguente (iii) tentativo di individuazione di un risultato quantitativo di massima che assurga a parametro di riferimento, tenuto conto degli (iv) obiettivi che si prefigge il presente lavoro, può concludersi che il più probabile valore che può assumere il ramo di azienda in osservazione, in costanza delle assunzioni





operate, risulta individuabile nell'intervallo compreso tra euro 80.575,00 ed euro 180.956,00, attestandosi in un valor medio pari ad **euro 130.766.00.**

L'analisi (pur di massima) quantitativa, secondo l'approccio analitico, con tutti i limiti evidenziati sub § 2.1, spinge chi scrive a poter sostenere – pur nella consapevolezza della non approfondita analisi della fattispecie a causa del poco tempo a disposizione e del rilevante deficit informativo che la caratterizza – **che, ove fosse confermata la ricostruzione fattuale operata sub §§ 1.2.1 e 2.3, tale valore possa essere ritenuto un valido supporto per le determinazioni che la curatela vorrà assumere.**

(II)

In relazione al canone di locazione convenuto nel contratto di affitto di ramo di azienda sottoscritto tra [REDACTED] (*in bonis*) e la [REDACTED] a prescindere dalla citata impossibilità di stabilirne e attestarne la congruità (in senso stretto), è parso a chi scrive evidente la profittabilità del suo incameramento (e quindi della continuazione del richiamato contratto di affitto), dipendente non già dalla relativa analisi quantitativa – comparativa del corrispettivo pattuito, quanto piuttosto dalla intuibile convenienza rispetto alle alternative concretamente praticabili.

\*\*\*

Lo scrivente, auspicando di avere offerto un valido supporto al percorso decisionale che la curatela è chiamata ad attivare, ringraziando per la fiducia accordata, resta a disposizione per ogni eventuale richiesta di chiarimenti e/o integrazione.

Napoli, 14.04.2024

Dott Marco Gulotta

 35