

TRIBUNALE CIVILE E PENALE DI SALERNO
SEZIONE FALLIMENTARE

ASTE
GIUDIZIARIE.it

FALLIMENTO: N. 67/2014 R.F.

GIUDICE DELEGATO: DOTT. GIORGIO JACHIA

CURATORI: AVV. GIOVANNI NOSCHESI – AVV. ANDREA SCARANO

ASTE
GIUDIZIARIE.it



ASTE
GIUDIZIARIE.it

ASTE
GIUDIZIARIE.it

Sommario

DEFINIZIONI – ABBREVIAZIONI – GLOSSARIO.....	3
1. PREMESSE.....	4
1.1 CONFERIMENTO DELL'INCARICO.....	4
1.2 OBIETTIVI DELLA VALUTAZIONE ED APPLICAZIONE DEI PIV.....	4
1.3 PERIODO DI RIFERIMENTO	5
2. BREVE STORIA DELLA SOCIETÀ.....	5
2.1 INFORMAZIONI SULLA SOCIETÀ PROPRIETARIA DELL'AZIENDA.....	5
2.2 COMPAGINE SOCIETARIA.....	5
2.3 LE VICENDE SOCIETARIE RECENTI.....	6
3. DOCUMENTI ACQUISITI, DATI E FONTI UTILIZZATE	7
3.1 ATTIVITÀ PROPEDEUTICHE ALLA STIMA E LIMITAZIONI AL PRESENTE ELABORATO.....	7
3.2 I DOCUMENTI ACQUISITI ED ANALIZZATI.....	7
4. DESCRIZIONE ED IDENTIFICAZIONE DELL'AZIENDA OGGETTO DI STIMA.....	8
4.1 LOCALIZZAZIONE DELL'AZIENDA	8
4.2 DESCRIZIONE DELL'IMMOBILE NEL QUALE VIENE ESERCITATA L'AZIENDA	9
4.3 IDENTIFICAZIONE DEI BENI COMPRESI NELL'AZIENDA	11
5. I METODI DI VALUTAZIONE AZIENDALE.....	12
6. LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE	18
7. IL RICORSO AD ESPERTI INDIPENDENTI PER LA STIMA DEL VALORE DI MERCATO DEGLI IMMOBILI.....	20
8. IL VALORE DELL'AZIENDA RISULTANTE DALL'APPLICAZIONE DEL METODO MISTO PATRIMONIALE-REDDITUALE	21
8.1 PREMESSA.....	21
8.2 LA DETERMINAZIONE DEL VALORE DELL'AZIENDA.....	23
9. CONCLUSIONI.....	26

DEFINIZIONI - ABBREVIAZIONI - GLOSSARIO

Affittuaria	Si intende la società apitale sociale Euro 10.000.000,00 (diecimilioni virgola zero zero), interamente versato, codice fiscale, Partiva Iva e numero di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Potenza: 01870530761, iscritta al numero PZ-140740 del Repertorio Economico Amministrativo (R.E.A.)
Fallita o Società	significa la società “
l.f. o l.fall.	Legge Fallimentare - R.D. 16.03.1942 nr. 267
OMT	Acronimo di Organizzazione Mondiale del Turismo
PIV	Acronimo di Principi Italiani di Valutazione

1. PREMESSE

1.1 CONFERIMENTO DELL'INCARICO

Con istanza depositata in data 21 febbraio 2019, gli avv.ti Giovanni Noschese ed Andrea Scarano, curatori del Falliment(di seguito anche "Società" o "Fallita"), dichiarato con sentenza del Tribunale di Salerno n. 67/2014, depositata in data 23.07.2014, hanno chiesto ed ottenuto l'autorizzazione alla nomina del sottoscritto Dott. Giuseppe D'Angelo, iscritto all'ordine dei dottori commercialisti di Nocera Inferiore al n. 488/A ed al registro dei revisori legali con D.M. del 21 aprile 2006, pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale nr. 34 bis IV serie speciale del 5 maggio 2006, quale perito estimatore dell'azienda di proprietà della Fallita che esercita attività di *"servizio al turismo e all'accoglienza, albergo, ristorante, affittacamere"*, identificato quale "Progetto Pausania" in Forenza (PZ) alla Contrada Reddito degli Angeli.

1.2 OBIETTIVI DELLA VALUTAZIONE ED APPLICAZIONE DEI PIV

La valutazione è diretta ad accertare il valore globale dell'azienda nell'ipotesi di cessione a terzi, al fine di fornire, in qualità di esperto, un valore di riferimento per l'espletamento della procedura competitiva ai sensi dell'art. 107 l.f.

Lo scrivente intende evidenziare che la presente relazione, che costituisce a tutti gli effetti una opinione di valutazione (di seguito "*opinion*"), è redatta in conformità ai PIV. In particolare, detta *opinion* viene emessa su incarico di una curatela fallimentare, nel quadro di un processo di dismissione di una azienda che viene esercitata su uno specifico complesso immobiliare posto in essere ai sensi dell'art. 105 e seguenti l.f.

L'*opinion*, quindi, rientra nel punto v. 2 dei PIV essendo una valutazione legale in quanto richiesta dalla legge¹. Inoltre, è bene evidenziare che il sottoscritto si atterrà:

1. alla rete concettuale di base dei PIV di cui al paragrafo "I" e relativi sottopunti;
2. la propria attività di esperto sarà improntata al disciplinare di cui al paragrafo II dei PIV e relativi sottopunti;

¹ In merito è bene evidenziare che la Legge Fallimentare non richiede quale requisito ab *substantiam* che in beni posti in vendita siano oggetto di una valutazione peritale ma quando, come in questo caso, il curatore la richiede, la perizia assume carattere legale in quanto diviene il riferimento per la sollecitazione della gara a pubblica evidenza.

3. per ciò che concerne la particolarità dell'incarico, che consiste nella valutazione di un ramo d'azienda, si evidenzia che i PIV sono applicabili anche alle valutazioni di aziende e di rami d'azienda secondo il paragrafo "III.1".

1.3 PERIODO DI RIFERIMENTO

La valutazione si intende riferita al 21 febbraio 2019, data di conferimento dell'incarico.

La presente valutazione è svolta sulla base della documentazione meglio dettagliata nei successivi paragrafi 3.1 e 3.2 ai quali si rimanda per maggiore dettaglio e che contengono la descrizione delle limitazioni al presente elaborato.

2. BREVE STORIA DELLA SOCIETÀ

2.1 INFORMAZIONI SULLA SOCIETÀ PROPRIETARIA DELL'AZIENDA

Di seguito si forniscono i dati societari della Fallita come risultanti da visura effettuata presso il Registro delle Imprese.

2.2 COMPAGINE SOCIETARIA

Il capitale sociale, pari a euro 11.658.898,64 alla data di fallimento, risulta sottoscritto e interamente versato come segue:

Socio	Valore	%	Tipo diritto
COMPAGNIA FIDUCIARIA E DI TRUST SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA - IN FORMA ABBREVIATA MELIOR TRUST S.R.L. 06614101001	7.477.663,67		proprietà
OSTUNI MARIA STNMRA49L57G942V	2.243.000,00		proprietà
EPRUS FINANZA E IMPRESA SRL 04758180659	860.000,00		proprietà
"TURISMO ED AGRICOLTURA S.R.L." IN BREVE "T. & A. S.R.L." IN LIQUIDAZIONE 03362120655	855.456,24		proprietà
LAMIRANDA MARIANGELA LMRMNG86R65G942U	172.434,51		proprietà
SAVINO POMPEA SVNPMP68A64L738I	50.044,22		proprietà
LAMBO FRANCESCO LMBFNC72D19G942X	200,00		proprietà
CASTELLI MICHELE CSTMHL31R04F104M	100,00		proprietà

Successivamente alla dichiarazione di fallimento, con atto del 10.02.2016, il socio

Compagnia Fiduciaria e di Trust società a responsabilità limitata – in forma abbreviata Melior Trust Srl ha ceduto le proprie quote in favore del socio Lamiranda Mariangela.

2.3 LE VICENDE SOCIETARIE RECENTI

La Società è stata dichiarata fallita con sentenza del Tribunale di Salerno n. 67/2014, depositata in data 23.07.2014, con la quale sono stati nominati curatori gli avv.ti Giovanni Noschese ed Andrea Scarano.

Prima della suddetta sentenza dichiarativa di fallimento la Società, con atto del 30 gennaio 2014 rogato dal dr. Francesco Zotta, notaio in Rionero in Vulture, (rep. n. 20568/11882, registrato a Melfi il 07 febbraio 2014 al n. 384 1T) ha conferito la piena proprietà del ramo d'azienda corrente in Forenza (PZ) e Acerenza (PZ) in favore della società Il

Successivamente, con atto del 1° agosto 2018 rogato dal notaio Roberto Orlando di Salerno (rep. n. 26033 – racc. 12021) veniva deliberato di risolvere per mutuo consenso il già menzionato conferimento aziendale, in esecuzione degli accordi intercorsi con la curatela ed in esecuzione dei provvedimenti autorizzatori e loro allegati.

In pari data la Curatela Fallimentare stipulava con la società S.r.l.", per scrittura privata autenticata dal Notaio Roberto Orlando di Salerno (rep. 26034 – racc. 12022), un contratto di affitto d'azienda commerciale avente ad oggetto l'azienda commerciale meglio precisata nel citato contratto.

La durata del contratto è stata convenuta in nove anni a decorrere dalla sua sottoscrizione, prorogabili. Tuttavia, le parti hanno convenuto espressamente che, nel caso in cui prima della scadenza intervenga la vendita dell'azienda nel suo complesso ovvero dei singoli beni, mobili ed immobili, il contratto si risolverà automaticamente, senza obbligo di corresponsione di indennità in favore dell'affittuaria.

Tale circostanza ha consentito la continuità dell'attività dell'azienda, che ha mantenuto il portafoglio di clienti e permetterebbe alla società, che intendesse acquisire l'azienda della fallita, di tagliare i tempi ed i costi di accesso al mercato.

Il canone base di affitto è stato determinato in euro 1.500,00 mensili da corrisponderli ogni sei mesi in via posticipata. Attualmente tale canone è ridotto ad euro 500,00 mensili.

3. DOCUMENTI ACQUISITI, DATI E FONTI UTILIZZATE

3.1 ATTIVITÀ PROPEDEUTICHE ALLA STIMA E LIMITAZIONI AL PRESENTE ELABORATO

In data 05.06.2019 lo scrivente ha richiesto alla conduttrice Srl la seguente documentazione:

1. Visura Camerale;
2. Ultimi cinque bilanci (sia ufficiali che di verifica);
3. Ultime cinque dichiarazioni fiscali;
4. Bozza di bilancio esercizio in corso;
5. Registro cespiti ammortizzabili.

Tale documentazione, benché richiesta più volte, è stata consegnata solo parzialmente.

In particolare, l'ultimo bilancio d'esercizio consegnato è quello relativo all'anno 2017. Da un controllo effettuato presso il Registro delle Imprese è emerso che quello relativo all'esercizio 2018 non è stato depositato.

Il registro dei cespiti ammortizzabili è stato invece fornito dai Curatori.

La mancanza di documentazione contabile attuale costituisce una forte limitazione alla presente relazione. Pertanto, come meglio si dirà nel proseguo, **le analisi del sottoscritto sono state effettuate con riferimento ai dati storici fino all'esercizio 2017.**

3.2 I DOCUMENTI ACQUISITI ED ANALIZZATI

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

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

- perizie di stima relative ai beni mobili ed immobili effettuate dai tecnici della procedura fallimentare;
- dichiarazioni fiscali della conduttrice relativi agli esercizi 2015, 2016 e 2017

onde ricostruire la redditività dell'azienda;

- bilanci della conduttrice relativi agli esercizi 2015, 2016 e 2017 onde ricostruire la redditività dell'azienda;
- libro dei cespiti ammortizzabili;
- visura camerale della società fallita;
- visura camerale della conduttrice;
- verbale ricevuto in data 30 gennaio 2014 dal dr. Francesco Zotta, notaio in Rionero in Vulture, Rep.n.20568/11882, registrato a Melfi il 07 febbraio 2014 al n.384 1T con il quale, tra l'altro, veniva conferita la piena proprietà del ramo d'azienda corrente in Forenza (PZ) e Acerenza (PZ) in favore della società Il
- verbale di assemblea straordinaria del 1° agosto 2018 stipulato dinanzi al notaio Roberto Orlando di Salerno (rep. n. 26033 racc. n. 12021) con il quale, tra l'altro, il ramo d'azienda oggetto di cessione per atto notaio Zotta del 30 gennaio 2014 viene retrocesso in favore della Curatela Fallimentare;
- contratto di affitto di azienda commerciale stipulato con la Curatela Fallimentare per scrittura privata autenticata dal Notaio Roberto Orlando di Salerno in data 1° agosto 2018 (rep. 26034 – racc. 12022).

4. DESCRIZIONE ED IDENTIFICAZIONE DELL'AZIENDA OGGETTO DI STIMA

4.1 LOCALIZZAZIONE DELL'AZIENDA

L'azienda oggetto della presente valutazione fa parte del più ampio progetto denominato Progetto Pausania, come approvato dal CIPE (Comitato Interministeriale per la Programmazione Economica) in data 27.07.2005 con propria delibera n. 103, proposto dal Consorzio Turistico Pausania, avente ad oggetto il piano di investimenti nel settore turistico e dei servizi dei Comuni di Forenza, Acerenza, Melfi, Rionero in Vulture e Barile, tutti nella Provincia di Potenza.

L'ambizioso progetto prevedeva un investimento complessivo di € 46.139.020,00 con una ricaduta occupazionale stimata di 136 unità lavorative.

In particolare, il programma di investimenti proposto dalla società prevedeva il recupero e la riqualificazione di 15 appartamenti al fine di realizzare una struttura turistico ricettiva di ospitalità diffusa per un totale di 58 posti letto, secondo il modulo del cosiddetto "Borgo Albergo", ubicati tra i Comuni di Acerenza e Forenza.

La struttura quindi si configura come un'unica unità locale articolata su più immobili fisicamente separati, ma prossimi e comunque strettamente connessi dalla finalità turistico ricettiva².

4.2 DESCRIZIONE DELL'IMMOBILE NEL QUALE VIENE ESERCITATA L'AZIENDA

La valutazione dell'azienda non può prescindere da una breve descrizione degli immobili nei quali essa viene esercitata. A tal proposito si evidenzia che gli stessi sono oggetto di autonoma perizia redatta dagli ingegneri Pasquale Cioffi e Tommaso Contaldi.

L'azienda oggetto di stima comprende beni sia riconducibili alla società fallita che in testa ad altra ditta, quindi esclusi dalla presente perizia anche se di fatto strettamente interconnessi al compendio immobiliare oggetto di stima ed in particolare:

Comune di Acerenza (PZ)

Unità abitativa di Via Regina Elena n. 71 (ex Piazza Roma n. 61) di circa 40 mq utili e con una ospitalità prevista di n. 4 posti letto.

Comune di Forenza (PZ)

La struttura ricettiva realizzata nell'agro del Comune di Forenza si presenta così composta:

NUOVO BORGO: edificio di nuova realizzazione con tipologia di ricettività di Residenze Turistico Albergherie (RTA) con n. 8 appartamenti distribuiti su due piani, ciascuno dei quali è dotato di servizi igienici privati.

Attualmente la struttura risulta utilizzata, in ragione del contratto di fitto d'azienda, nell'ambito di ospitalità legata alle missioni dell'esercito nel territorio lucano per la gestione dei centri di accoglienza migranti.

² Per il dettaglio dei singoli immobili si fa espresso rinvio alla perizia di stima redatta dagli ing.ri Pasquale Cioffi e Tommaso Contaldi.

CORPO OTTAGONO: edificio di nuova realizzazione destinato a tipologia di ricettività alberghiera. Questo si sviluppa su n. 4 livelli, con la realizzazione di n. 16 camere suddivise su n. 2 piani (piano terra e primo piano) di cui n. 9 suite e n. 7 camere standard.

Attualmente la struttura risulta non utilizzata a causa della carenza impiantistica infatti

necessità di importanti interventi volti all'adeguamento degli impianti oltre ad importanti interventi di manutenzione del livello spa e all'esterno a causa delle infiltrazioni e danni generati dalla totale assenza di manutenzione in questi anni.

CASA SPARSA: edificio di nuova realizzazione suddiviso in n. 7 camere triple con complessivi 21 posti letto, tutte dotate di servizi igienici privati di cui uno idoneo all'accoglienza delle persone diversamente abili. L'accesso a ciascuna unità avviene per il tramite delle porte al piano terra con affaccio direttamente sull'esterno.

Attualmente la struttura risulta utilizzata, in ragione del contratto di fitto d'azienda, nell'ambito di ospitalità legata alle missioni dell'esercito nel territorio lucano per la gestione dei centri di accoglienza migranti.

CENTRO SERVIZI: edificio di nuova realizzazione. La struttura consta di due livelli fuori terra, oltre il sottotetto, ed è realizzata in cemento armato gettato in opera con solai in latero cemento, la copertura è del tipo a falde (con unica direttrice discendente verso SUD) realizzata in legno lamellare con soprastante manto di tegole ad esclusione del torrino scale che risulta sempre con una struttura in legno ma del tipo a padiglione. Attualmente la struttura risulta utilizzata in ragione del contratto di fitto d'azienda nell'ambito di ospitalità legata alle missioni dell'esercito nel territorio lucano per la gestione dei centri di accoglienza migranti e per la gestione generale dell'intero complesso.

CLUB HOUSE – PARZIALMENTE INTERESSATA DAL FALLIMENTO: la ristrutturazione ha

riguardato l'intero immobile; le spese per le quali è stato richiesto il contributo riguardano solo quelle relative ad una suite con la capacità di accogliere ospiti diversamente abili ed alla così detta "grotta dei sapori", attualmente impiegata come magazzino.

ALBERGO E RISTORANTE ESISTENTE - PARZIALMENTE INTERESSATA DAL FALLIMENTO: Trattasi di interventi di recupero di strutture o di funzionalità delle stesse e adeguamento al rispetto delle norme vigenti di sicurezza e ambientali. Tra questi rientrano l'albergo, costituito da 8 camere su un unico livello per un totale di 22 posti letto, ed il ristorante esistente per i quali sono stati realizzati lavori di isolamento termico e acustico per garantire un adeguato comfort ambientale. Tale struttura risulta esclusa dal compendio dei beni del fallimento ad eccezione della consistenza identificata alla p.lla 106 che costituisce una piccola parte di detto stabile.

AREA CAMPER: sono state realizzate n. 10 postazioni per accogliere camper per un totale di 40 posti letto (terreno da escludere dall'atto di retrocessione come indicato all'allegato A del Contratto di fitto, con un centro dei servizi logistici al verde attrezzato, con una struttura interrata e un giardino all'italiana.

SISTEMA CONNETTIVO: insieme di strutture necessarie ad assicurare la una buona fruibilità del villaggio collegando le principali unità ricettive. Il sistema di collegamento è costituito da un primo tratto di corridoio di fronte agli ingressi del NUOVO BORGO, che confluisce in un primo tratto vetrato dal quale è possibile introdursi al giardino esterno; dal piano inferiore ci si collega da un lato all'albergo e ristorante con struttura portante in legno dall'altro lato si può raggiungere l'Ottagono e il giardino pensile.

Completano il sistema connettivo i percorsi di collegamento esterni principali tra i vari corpi di fabbrica, questi sono in battuto e/o in pietra locale riquadrata delimitati da aree a verde, staccionate il legno e comunque con interventi con caratteristiche di ingegneria Naturalistica.

4.3 IDENTIFICAZIONE DEI BENI COMPRESI NELL'AZIENDA

Trattandosi di stima di un'azienda di proprietà di una società fallita, è stato necessario escludere di fatto dalla stima tutte le poste rimaste in carico al fallimento, quali crediti e debiti, accantonamenti vari.

Sostanzialmente, sono stati valutati esclusivamente gli *assets* (immobilizzazioni materiali, immobili e merci) ed i relativi impegni, che formeranno oggetto di futura vendita nonché l'avviamento, ossia la capacità di produrre redditi dell'azienda.

5. I METODI DI VALUTAZIONE AZIENDALE

Una trattazione veramente esaustiva delle metodologie di valutazione d'azienda travalica l'oggetto del presente elaborato, il cui obiettivo è invece quello di pervenire all'utilizzo della metodologia più coeva alla realtà imprenditoriale dell'azienda oggetto di valutazione.

Per la ricerca del valore di mercato di un'azienda, la dottrina e la prassi hanno elaborato criteri e metodi valutativi di generale accettazione e utilizzo (fermo restando il carattere peculiare di ogni stima).

Vengono in ogni caso di seguito sinteticamente illustrate le diverse metodologie di valutazione d'azienda.

Metodo analitico patrimoniale

Il modello di valutazione patrimoniale presuppone che il valore del capitale economico di un'azienda sia pari al Patrimonio Netto della stessa, opportunamente rettificato rispetto al valore di bilancio.

Tale ipotesi omette di considerare che il valore è di norma influenzato più dalla capacità dell'azienda di produrre redditi che dal livello del suo patrimonio, ma produce comunque informazioni di notevole rilevanza ai fini della valutazione. Il patrimonio, infatti, oltre ad avere un valore di per sé quantificabile, non è certamente slegato dalla redditività di un'impresa ma, al contrario, dovrebbe essere in grado di avere un impatto diretto sulla stessa capacità reddituale.

I valori ottenuti da tale criterio di stima hanno inoltre, almeno in linea teorica, il vantaggio della sicurezza e dell'affidabilità, in quanto non derivanti da previsioni soggettive (che in quanto tali possono non avverarsi) ma da dati certi ed oggettivi.

Si noti come alla base si presupponga che il perito abbia accesso ai dati aziendali economici, finanziari e contabili e che venga effettuata un'attenta procedura preventiva di due diligence, con conseguente rielaborazione dei dati contabili.

Il metodo patrimoniale semplice, adottato nella presente valutazione, comporta, in primis, la quantificazione del capitale netto contabile, desumibile dall'ultimo bilancio.

Successivamente si procede a:

- una scrupolosa analisi delle voci di bilancio per verificarne l'effettiva entità

(per esempio la verifica di una corretta contabilizzazione dei crediti e dei debiti, con conseguente copertura di eventuali rischi associati con validi accantonamenti ecc.);

- verificare se gli elementi attivi non monetari abbiano valori che ne esprimano la realtà (mantenimento del valore delle partecipazioni, valutazione del magazzino, ecc.).

Tutto ciò necessiterebbe di una vera e propria attività di revisione che permetta di verificare che le poste dell'Attivo e del Passivo siano contabilizzate correttamente, di valutare la reale esigibilità dei crediti, la consistenza dei debiti, ecc., al fine di procedere ad eventuali rettifiche che permettano una rappresentazione delle dinamiche aziendali più rispondente alla realtà.

Eventuali rettifiche che si rendessero necessarie, possono creare una serie di plusvalenze o minusvalenze che, dopo essere state opportunamente ridotte per tenere conto dei carichi fiscali cui sono potenzialmente soggette consentono di quantificare un valore rettificato del patrimonio netto K' che esprimerà il valore dell'azienda.

Metodi reddituali

Tali modelli di valutazione stimano il valore di un'azienda su basi puramente reddituali, ovvero presuppongono che il valore venga determinato unicamente sulla base dei redditi che la stessa è in grado di generare. In tal senso si ha:

$$W = f(R)$$

il valore W dell'azienda è funzione del reddito R , da intendersi come il reddito previsionale medio prodotto annualmente dall'impresa in un certo orizzonte temporale.

La valutazione presuppone quindi la quantificazione della capacità reddituale prospettica (espressa da R) e la definizione di un modello di calcolo che consenta di esprimere il valore dell'azienda in funzione di tale capacità attesa. Riguardo al modello di calcolo, si utilizza un comune modello di attualizzazione dei flussi di reddito previsionali, il cui parametro fondamentale è il tasso di attualizzazione al quale tali flussi vengono scontati.

La stima del reddito prospettico richiederebbe, a rigor di termini, lo sviluppo di un

opportuno piano industriale, le cui proiezioni siano, eventualmente, integrate da dati storici, prendendo quindi in considerazione anche i redditi passati, rappresentati con opportune rettifiche (si pensi, ad esempio, a quei redditi prodotti per cause eccezionali e non ripetibili). Ciò non toglie che, a seconda delle esigenze e delle specifiche caratteristiche dell'azienda esaminata, la capacità reddituale della stessa possa essere stimata a partire dai soli dati consuntivi oppure, in alternativa, su basi puramente previsionali. Per quanto concerne il margine economico che meglio esprime la capacità reddituale dell'azienda ai fini della valutazione, questo dipende dalle caratteristiche dell'azienda e può essere costituito alternativamente dall'Ebitda, dall'Ebit o dall'utile netto.

Il tasso di attualizzazione al quale i redditi vanno scontati è il costo del capitale proprio, che esprime il rendimento minimo che gli investitori si attendono come remunerazione del capitale proprio investito nell'azienda.

Per la stima del costo dell'Equity K_e si utilizza il modello del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), ovvero si ha:

$$K_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

Quantificato il reddito prospettico R e il costo del capitale proprio K_e , il valore dell'azienda può essere stimato operativamente con diverse metodologie:

- *metodo della rendita di durata definita*
- *metodo della rendita perpetua*
- *metodo reddituale complesso*

Le varie metodologie si fondano sulla comune assunzione che il valore dell'azienda sia pari al valore attuale dei redditi che questa è in grado di generare nel corso del tempo e che il valore attuale vada calcolato scontando i flussi reddituali al costo del capitale proprio K_e .

Con il **metodo della rendita a durata definita** si suppone che l'azienda sia in grado di generare un reddito annuo costante pari a R per un arco temporale limitato di n anni. Come enunciato, il valore dell'azienda sarà dato dalla somma dei redditi prodotti

nel tempo attualizzati al costo del capitale proprio K_e . In tal caso la formula di attualizzazione si semplifica come segue:

$$W = R a_{n|K_e} = R \frac{1 - (1 + K_e)^{-n}}{K_e}$$

Al variare del numero di anni in cui si ipotizza che l'azienda sia in grado di generare redditi, cambierà chiaramente la valutazione.

Il **metodo della rendita perpetua** presuppone invece che l'attività sia capace di produrre annualmente redditi pari a R e che sia in grado di mantenere tale capacità reddituale per un arco di tempo indefinito. In tal caso il valore dell'azienda sarà dato da:

$$W = \frac{R}{K_e}$$

Una terza opzione è data dal **metodo reddituale complesso**, che parte non già dalla stima di un reddito medio R ma dalla quantificazione puntuale dei flussi di reddito R_t per ciascun periodo previsionale in un arco temporale di n anni. In base a tale ipotesi, il valore dell'azienda, al solito pari al valore attuale dei redditi scontati al costo del capitale proprio K_e sarà dato dalla seguente relazione:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1 + K_e)^t}$$

La scelta tra le diverse tecniche di valutazione reddituale dipende dalle informazioni a disposizione e dalle caratteristiche specifiche dell'azienda che si sta valutando. A parità di reddito R e tasso K_e il risultato del metodo della rendita di durata definita tenderà a convergere con quello della rendita perpetua al crescere del numero di anni n . A differenza degli altri due, che richiedono la stima di una capacità reddituale media (espressa proprio da R) il metodo reddituale complesso richiede preferibilmente lo sviluppo di un piano finanziario che definisca analiticamente la proiezione anno per anno del reddito di impresa atteso. I primi due metodi, invece, per quanto sia comunque da preferirsi la definizione di un piano previsionale, possono essere applicati anche lavorando sui soli dati storici ed inferendo da questi la capacità

reddituale prospettica dell'azienda.

Metodo misto patrimoniale-reddituale

Il metodo misto patrimoniale - reddituale è molto utilizzato nella pratica aziendalistica e consente di valutare l'azienda tenendo in considerazione sia il patrimonio che la capacità reddituale.

Ai fini della nostra analisi, utilizzeremo il *Metodo della stima autonoma dell'avviamento*, secondo il quale il valore dell'azienda può essere espresso mediante la seguente formula:

$$W = K' + (R - K_e \cdot K') \cdot a_{n|K_e}$$

Dove:

K' valore del Patrimonio Netto, eventualmente rettificato rispetto al valore contabile dello stesso;

$a_{n|K_e}$ fattore di attualizzazione, dove:

n numero degli anni per i quali si procede all'attualizzazione del "sovrareddito";

K_e costo medio ponderato del capitale, che qui esprime anche il tasso di attualizzazione del sovrareddito;

R reddito netto medio (EBITDA, EBIT oppure utile netto), eventualmente corretto sulla base dell'effetto di rivalutazione monetaria.

Utilizzando tale metodo si individua il valore dell'azienda, sommando al capitale netto rettificato K' un termine che esprime il sovrareddito $(R - K_e \cdot K')$, attualizzato ad un tasso K_e , per un numero di anni determinato. Il sovrareddito esprime quella quota del reddito che eccede la remunerazione attesa del patrimonio netto (data da K' moltiplicato per K_e).

K_e è al solito calcolabile tramite il CAPM.

Metodi finanziari

La classica visione patrimoniale, che considera l'impresa essenzialmente un

portafoglio di attivi netti, l'ente depositario di una ricchezza accumulata nel passato, e la visione strettamente reddituale, che focalizza l'attenzione sugli utili, si sono spesso dimostrate inadeguate a valutare un'impresa.

I metodi finanziari si ispirano al concetto base che il valore di un'azienda è pari al valore attualizzato di tutti i flussi di cassa che essa genererà in futuro; si tratta in sostanza di considerare l'impresa oggetto di valutazione alla stregua di un particolare, complesso investimento, che rende nella misura in cui garantisce il recupero dei fondi inizialmente destinati.

Questo approccio fonda i propri principi nella regola del valore attuale, in base alla quale il valore di qualsiasi attività è rappresentato dal valore attuale dei flussi di cassa che da essa si attendono.

Dunque, la valutazione basata sui flussi di cassa attualizzati dipende da:

- la struttura temporale e la consistenza dei flussi di cassa nel tempo;
- il valore del tasso di attualizzazione.

Non meno importante sarebbe la definizione dell'orizzonte temporale di riferimento e del valore ipotizzato alla scadenza (variabili la cui definizione è peraltro assolutamente incerta), aggiungendo quindi un ulteriore elemento di prudenza in sede di analisi e di interpretazione dei risultati.

E' assolutamente certo che il metodo finanziario sintetizzi al meglio il concetto di valore, dipendente dalla possibilità di recupero delle somme investite; di contro, è parimenti indiscutibile l'elevato margine di aleatorietà, e soprattutto è indiscutibile che piccole variazioni dei parametri possono portare a consistenti oscillazioni del valore, con ciò esponendo il criterio stesso ad eccessi di "adattabilità" alle singole convenienze.

Metodi empirici

Di fronte alle difficoltà applicative evidenziate nell'utilizzo dei criteri precedenti, si utilizzano, specialmente per le valutazioni relative a specifici settori merceologici (es. farmacie, edicole, licenze commerciali, etc.) metodologie elaborate dalla pratica professionale, in cui il valore è determinato in base a percentuali, o moltiplicatori, di parametri quali il fatturato, il reddito, etc.

L'unico vantaggio di queste metodologie, prive di riscontro teorico, è rappresentato dalla facilità d'applicazione.



6. LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE

La dottrina aziendalistica³ e la prassi professionale concordano nel ritenere che la valutazione di un'azienda costituisca un problema complesso, la cui corretta risoluzione richiede la considerazione di molteplici profili, tra i quali, principalmente, i seguenti:

- i. la tipologia dell'operazione in vista della quale la valutazione è stata richiesta e le sue finalità;
- ii. l'identità, gli interessi e gli scopi delle parti interessate alla transazione, sempre che la valutazione sia effettuata a tale scopo;
- iii. la specificità e lo stato dell'azienda oggetto di stima;
- iv. le informazioni disponibili per la valutazione.

Il variare ed il combinarsi delle possibili configurazioni che i suddetti profili, di volta in volta assumono, contribuisce a mutare, necessariamente, l'approccio e le conclusioni del soggetto chiamato ad esprimere la valutazione.

Nel caso in questione, sotto il profilo sub (i) inerente alla tipologia dell'operazione, si tratta di valutare un ramo d'azienda posseduto da una società fallita per le finalità liquidatorie proprie del fallimento che verranno realizzate attivando procedure di vendita di tipo competitivo.

Il secondo profilo sub (ii) non avrà un peso eccessivo dal momento che la presente *opinion* non è rilasciata a beneficio di specifiche parti che stanno negoziando, da una parte una dismissione, e dall'altro un acquisto, ma solo a beneficio della parte cedente

³ 3 M. Massari – Il valore di mercato delle aziende, Giuffrè Editore; L. Guatri – La valutazione delle aziende, Egea 1990 – L. Guatri M. Bini – Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, Egea 2008; D. Balducci – la valutazione delle aziende, FAG 2009; C. Chiaccherini, V. Perrone, F. Perrini – I – Valuation, intangibili, competitività e valutazione d'impresa. - Egea 2008; L. Guatri – La teoria di creazione del valore, Egea 1991 – R.A. Brealey, S.C. Mayers – Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill 1995; T.E. Copeland, J.F. Weston – Financial Theory and Corporate Policy, ADDISON WESLEY; E. Solomon – The Theory of financial Management, COLUMBIA UNIVERSITY PRESS; C. Chiaccherini, V. Perrone, Francesco Perrini – i valuation, Egea 2008 – A. Damodaran – Valutazione delle aziende, Maggioli Editore 2014 – G. Liberatore, A. Amaduzzi, E. Comuzzi, O. Ferraro – La Valutazione delle aziende in crisi, Giuffrè Editore - 2014.

(la Fallita) che vuole conoscere quale sia il prezzo probabilmente esitabile dall'attivazione di procedure di vendita di tipo competitivo.

Il terzo profilo sub (iii) inerente allo stato e la specificità dell'azienda oggetto di valutazione avrà invece una sua specifica rilevanza in quanto l'azienda è stata concessa in affitto dalla Società e il suo stato attuale, concernente il modo con cui viene condotta in affitto, certamente sarà tenuto in considerazione dalla platea di possibili interessati a partecipare alla suddetta procedura competitiva.

Il quarto ed ultimo profilo sub (iv) è altrettanto importante in quanto il processo di valutazione del sottoscritto subisce la limitazione degli elementi documentali che ha potuto analizzare e che sono stati analiticamente elencati nel precedente paragrafo 3.1 e 3.2. In merito è anche il caso di evidenziare nuovamente, e ciò si connette con quanto rilevato in merito al profilo sub (iii), che l'Affittuaria non ha fornito situazioni contabili aggiornate a data successiva al 31 dicembre 2017.

Premesso quanto precede, pare anche il caso di precisare che la *opinion* che il sottoscritto emetterà consisterà in un giudizio sul valore del ramo d'azienda, ma che detto valore è nozione ben distinta dal prezzo che in concreto verrà esitato dalla vendita. Tale prezzo, come più avanti vedremo, è anche contaminato dall'essere l'azienda in questione inevitabilmente esercitata su un immobile che sarà anch'esso oggetto del processo di dismissione da parte della Società.

In merito, due dei massimi studiosi della disciplina della valutazione delle aziende⁴ offrono un contributo fondamentale in relazione a tale distinzione, precisando che:

“Non è sempre chiaramente percepita, da noi specialisti, la pur chiara distinzione tra giudizi di valore (o, brevemente, valori) e prezzi del capitale e dei suoi titoli rappresentativi. Com'è ben noto ed è stato più volte ripetuto, i prezzi sono dati espressi dai mercati; i valori sono stimati con vari criteri, cioè compiendo scelte di metodo espresse da modelli e formule che contengono una parte (più o meno rilevante) dei «fattori» determinanti del valore (con alcune inevitabili carenze), tradotti in grandezze scelte anche discrezionalmente (con ipotesi/convenzioni) sulla base delle informazioni

⁴ Vedasi L. Guatri, M. Bini – Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, EGEA, edizione 2009, pag. 32.

disponibili (che possono essere incomplete). I valori sono perciò anche opinioni (ovvero sono anche un giudizio). Questo è reso particolarmente evidente dalla rappresentazione dei prezzi quali grandezze determinate, oltre che dai valori intrinseci che essi comprendono e sottintendono:

- *da fenomeni concernenti i mercati dei capitali, fenomeni esterni all'impresa e per quest'ultima incontrollabili (fluidità, rigidità dei capitali, efficienza dei mercati, ciclo della domanda/offerta dei capitali di rischio, presenza o meno di processi di concentrazione in corso nel settore di appartenenza ecc.);*
- *delle cosiddette leve del prezzo (efficacia della comunicazione delle società interessate, loro credibilità, «cura» del mercato ecc.).*

Tale fondamentale distinzione è anche rinvenibile nei PIV, entrati in vigore il 1° gennaio 2016.

In particolare, il principio I.6.1 dispone che: *“L'esperto deve precisare la configurazione di valore prescelta, avendo presente da un lato le differenze fra prezzo, costo e valore; dall'altro le finalità della stima”,* precisando nel relativo commento al suddetto principio che: *“Il prezzo è il corrispettivo richiesto, offerto o pagato per l'acquisizione dell'attività reale o finanziaria da valutare. Si tratta di una grandezza empirica, influenzata da tutte le variabili che incidono sulla domanda e sull'offerta e che, pertanto, può discostarsi dal valore dell'attività”.*

7. IL RICORSO AD ESPERTI INDIPENDENTI PER LA STIMA DEL VALORE DI MERCATO DEGLI IMMOBILI

Nel caso in questione, poiché lo scrivente è un esperto di valutazione d'azienda (*business valuer*) e non dispone delle competenze necessarie per la valutazione degli immobili (*hard asset*) deve essere opportunamente evidenziato che la *opinion* che lo scrivente si appresta a rilasciare dipende in maniera considerevole dal lavoro di valutazione effettuato da altri periti (*Ing. Pasquale Cioffi e Ing. Tommaso Contaldi*).

È evidente, infatti, che è possibile reperire sul mercato investitori interessati alla sola gestione alberghiera rispetto ad investitori interessati ad un investimento di mera detenzione immobiliare ma, la separabilità dei lotti, almeno secondo la convinzione

dello scrivente, è possibile solo se entrambi gli investitori possano trarre dal loro investimento la redditività di mercato per la specifica tipologia di investimento.

Ciò equivale ad affermare che, vista l'inscindibilità fra azienda alberghiera ed immobile alberghiero, vi sarà la possibilità di realizzare la vendita in lotto separati se l'azienda alberghiera sarà in grado di remunerare adeguatamente la componente immobiliare.

A parere dello scrivente, per quanto concerne l'azienda oggetto di stima, non si ritiene realizzabile tale ipotesi. Pertanto è stata stimata soltanto la vendita congiunta.

Tale determinazione non dipende esclusivamente dalle analisi condotte dal sottoscritto ma dipende fortemente dalla valutazione immobiliare che è stata resa dai tecnici incaricati dalla Curatela.

A tal proposito, quando un parere valutativo dipende da altro parere valutativo, il principio I.4.7 del PIV richiede che l'esperto che deve rendere il parere, debba necessariamente sottoporre a revisione critica il parere reso dall'altro esperto.

In questo senso lo scrivente concorda con la valutazione degli ing. Pasquale Cioffi e ing. Tommaso Contaldi rispetto alla metodologia di valutazione adottata.

Il sottoscritto ritiene infatti che sia stata utilizzata dai periti quella che meglio si adatta alla tipologia di immobile in questione, dal momento che si tratta di un immobile a destinazione speciale (albergo).

8. IL VALORE DELL'AZIENDA RISULTANTE DALL'APPLICAZIONE DEL METODO MISTO PATRIMONIALE-REDDITUALE

8.1 PREMESSA

I PIV, molto opportunamente nel principio III.1.16 stabiliscono che: *"Nella selezione del metodo di valutazione, l'esperto deve essere consapevole dell'esigenza di formulare scelte motivate, coerenti con le caratteristiche dell'azienda, o del ramo aziendale considerato, la configurazione di valore ricercata; le finalità della stima; e la base informativa disponibile. Sono da evitare aggregazione di metodi che non esprimono un razionale percorso valutativo."*

Nel rispetto di questo principio cardine, deve essere nuovamente messo in evidenza che il sottoscritto non dispone di elementi prospettici da valutare, inerenti alle previsioni di andamento economico del ramo d'azienda nei prossimi anni ma solo di una serie di dati storici che riguardano la società "la quale ha esercitato l'attività alberghiera in virtù degli atti menzionati al paragrafo 3.2 ed non ha fornito dati contabili successivi al 31.12.2017.

Conseguentemente, la scelta motivata che deve essere presa dal sottoscritto sul metodo prescelto, consiste nel considerare innanzi tutto i conti economici storici registrati dal ramo d'azienda in questione, come una buona approssimazione di quelli che potranno essere registrati in futuro, senza investimenti che attengano alla modifica sostanziale della combinazione produttiva aziendale (PIV III.1.27).

Detto assetto pare del tutto coerente con la finalità della presente *opinion* che è quella di orientare gli organi della procedura fallimentare nelle operazioni di vendita con procedure di evidenza pubblica. La Società quindi deve realizzare la vendita del ramo d'azienda nello stato in cui si trova, in mancanza della possibilità di intervenire sulla redditività dell'azienda, che tra l'altro, in questo caso trova anche il limite "fisico" della struttura attuale dell'immobile a destinazione alberghiera ove l'attività viene esercitata, e di effettuare ulteriori investimenti volti ad aumentare le potenzialità dell'azienda stessa che per tale motivo può essere valutata solo sulla base dei risultati economici storici che ha realizzato.

Quello che precede rappresenta l'assunto concettuale di base inerente alla possibilità di dare un valore ad una azienda in crisi peraltro, come in questo caso, assoggettata ad una procedura di liquidazione fallimentare. Infatti, come osservato da autorevole dottrina che ha trattato la specificità delle valutazioni delle aziende in crisi⁵: *"In buona sostanza, la determinazione del valore economico del capitale di una azienda in crisi presuppone che essa sia in grado di operare come sistema "duraturo" ed "autonomo", ovvero sia come istituto atto a perdurare nel tempo in un ambiente che cambia e che sia capace di operare, facendo affidamento sulle proprie risorse e capacità, senza ricorrere*

⁵ G. Liberatore, A. Amaduzzi, E. Comuzzi, O. Ferraro – La Valutazione delle aziende in crisi, Giuffrè Editore - 2014

in modo sistematico, a sostegni esogeni”.

Il ramo d'azienda in questione pare quindi essere dotato di questa capacità che lo rende uno *steady case*, ovvero una situazione aziendale sufficientemente stabilizzata. I cui flussi reddituali – sia pure nella loro versione storica – paiono essere, come infra illustrato, sufficientemente *armonici, stabili* e quindi *normalizzati*.

Quanto sopra induce la scelta del metodo misto patrimoniale reddituale quale metodo che meglio approssima la stima del valore di questo ramo d'azienda determinato sia sulla base della proiezione futura del reddito medio normalizzato osservato storicamente che sulla base del valore di stima dei beni mobili ed immobili.

Il Metodo misto tiene infatti conto sia del patrimonio sia della capacità reddituale attesa dell'azienda. La tecnica adoperata è detta Stima Autonoma dell'Avviamento e prevede che il valore dell'azienda sia ottenuto sommando il valore del Patrimonio Netto (in questo caso, per le ragioni precedentemente esposte, fatto coincidere con il valore di stima delle attività che saranno cedute) con il valore attuale dei flussi di sovrareddito.

Il sovrareddito esprime quella componente del reddito che eccede il rendimento atteso del Patrimonio Netto ($Ke \cdot K'$).

La componente patrimoniale della valutazione si basa sul valore di stima delle attività.

8.2 LA DETERMINAZIONE DEL VALORE DELL'AZIENDA

Dalla lettura della perizia redatta dagli Ing. Pasquale Cioffi e Ing. Tommaso Contaldi emerge che il valore attribuito agli immobili è pari ad euro 1.493.000 mentre quello attribuito ai vari beni mobili è pari ad euro 25.000,00.

Complessivamente quindi i beni hanno un valore pari ad **euro 1.518.000**.

Come in precedenza evidenziato, al fine di valutare la redditività storica dell'azienda, lo scrivente si è necessariamente dovuto basare sui dati economici e reddituali della società registrati nel periodo tra il 2015 ed il 2017. Tali dati sono stati desunti dai bilanci depositati presso il Registro delle Imprese di Potenza.

Dalla riclassificazione del conto economico a valore aggiunto, per gli ultimi tre esercizi disponibili (2015, 2016 e 2017), si evince che per tutti e tre gli anni il *MOL (Margine Operativo Lordo)* è positivo, con un valore medio pari ad **euro 534.338,67**.

Il risultato operativo (EBIT) così come il risultato d'esercizio è invece sempre negativo. A parere dello scrivente tale elemento trae origine principale dai rilevanti ammortamenti d'esercizio (valore medio pari ad euro 1.413.966,00).

Ritenendo che tali ammortamenti traggano origine dal rilevante valore delle immobilizzazioni risultanti dal bilancio dell'Affittuaria (valore medio nel triennio di osservazione pari ad euro 20.192.109,00), il sottoscritto ha ritenuto corretto scegliere, quale margine economico da assumere come reddito di impresa ai fini della valutazione, il **MOL (Margine Operativo Lordo)**.

Si riporta di seguito la riclassificazione del conto economico a valore aggiunto e la conseguente determinazione del reddito atteso:

Conto Economico a valore aggiunto

Anni	2015		2016		2017	
	€'	% ricavi	€'	% ricavi	€'	% ricavi
(+) Ricavi dalle vendite e prestazioni	265.104	100,0%	170.258	100,0%	184.412	100,0%
(+/-) Variazione delle rimanenze prodotti finiti	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(+) Altri ricavi	569.013	214,6%	578.056	339,5%	567.892	307,9%
(+) Costi capitalizzati	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Valore della produzione operativa	834.117	314,6%	748.314	439,5%	752.304	407,9%
(-) Acquisti di merci	(81.395)	-30,7%	(43.895)	-25,8%	(59.982)	-32,5%
(-) Acquisti di servizi	(69.416)	-26,2%	(73.967)	-43,4%	(65.682)	-35,6%
(-) Godimento beni di terzi	(11.162)	-4,2%	(5.000)	-2,9%	(19.215)	-10,4%
(-) Oneri diversi di gestione	(2.582)	-1,0%	(47.247)	-27,8%	(6.983)	-3,8%
(+/-) Variazione rimanenze materie prime	(829)	-0,3%	0	0,0%	0	0,0%
Costi della produzione	(165.384)	-62,4%	(170.109)	-99,9%	(151.862)	-82,3%
VALORE AGGIUNTO	668.733	252,3%	578.205	339,6%	600.442	325,6%
(-) Costi del personale	(146.704)	-55,3%	(59.635)	-35,0%	(38.025)	-20,6%
MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)	522.029	196,9%	518.570	304,6%	562.417	305,0%
(-) Ammortamenti	(1.784.999)	-673,3%	(1.752.971)	-1029,6%	(703.928)	-381,7%
(-) Accanton. e sval. attivo corrente	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
RISULTATO OPERATIVO (EBIT)	(1.262.970)	476,4%	(1.234.401)	-725,0%	(141.511)	-76,7%
(-) Oneri finanziari	(5.487)	-2,1%	(6.661)	-3,9%	(5.872)	-3,2%
(+) Proventi finanziari	0	0,0%	0	0,0%	1	0,0%
Saldo gestione finanziaria	(5.487)	-2,1%	(6.661)	-3,9%	(5.871)	-3,2%
(-) Altri costi non operativi	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(+) Altri ricavi e proventi non operativi	8.119	3,1%	4.096	2,4%	3.854	2,1%
Saldo altri ricavi e costi non operativi	8.119	3,1%	4.096	2,4%	3.854	2,1%

RISULTATO PRIMA IMPOSTE	(1.260.338)	475,4%	(1.236.966)	-726,5%	(143.528)	-77,8%
(-) Imposte sul reddito	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
RISULTATO NETTO	(1.260.338)	475,4%	(1.236.966)	-726,5%	(143.528)	-77,8%

Si è proceduto quindi a determinare il reddito atteso è pari alla media del Mol ottenuto dall'azienda nei 3 anni consuntivi esaminati (2015-2017).

	2015	2016	2017
Mol	522.029	518.570	562.417
Coefficienti di ponderazione	1,00	1,00	1,00
Mol ponderato	522.029	518.570	562.417

Reddito medio atteso

**€
534.339**

Reddito (Mol)	534.339	Reddito medio atteso nel periodo
K'	1.518.000	Valore di stima dei beni
Costo del Capitale Proprio (Ke)	6,87%	Tasso di attualizzazione del sovrareddito
n	3	Numero di anni nel periodo di valutazione preso in considerazione

Da un punto di vista reddituale la valutazione si basa sull'ipotesi che l'azienda sia in grado di produrre un reddito annuo costante e pari ad € 534.339 per 3 anni successivi alla vendita competitiva.

$$W = K' + (R - Ke \cdot K') \cdot a^{-n} (n, Ke) =$$

€ 2.649.561

$$W = K' + (R - Ke \cdot K') \cdot a^{-n} (n, Ke) = K' + (R - Ke \cdot K') \cdot [1 - 1/(1 + Ke)^n]/Ke = 1.518.000 + (534.339 - 6,87\% \cdot 1.518.000) \cdot [1 - 1/(1 + 6,87\%)^3]/6,87\% = 2.649.561$$

9. CONCLUSIONI

Per quanto esposto nei precedenti paragrafi lo scrivente ritiene che il valore di stima dell'azienda comprensivo dei beni immobili e mobili sia pari ad euro 2.649.561,00 arrotondato per eccesso ad **euro 2.650.000,00** **(duemilioneicentocinquantamila/00)**.

Lo scrivente, ritenendo di aver adempiuto a quanto richiesto dai Curatori, resta a disposizione degli Organi Fallimentari per eventuali chiarimenti e ringrazia per la fiducia accordatagli.

Con osservanza

Angri addì, 14 luglio 2020

Dott. Giuseppe D'Angelo

ASTE
GIUDIZIARIE.it



ASTE
GIUDIZIARIE.it

ASTE
GIUDIZIARIE.it