

TRIBUNALE DI SPOLETO

FALLIMENTO N. 16/2022

GIUDICE DELEGATO DOTT.SA SARA TRABALZA

CURATORE DOTT. MARCO SILVESTRINI

CONSULENTE DOTT.SA PAOLA NANNUCCI

PERIZIA DI STIMA DEL VALORE AZIENDALE E DEL CONGRUO CANONE DELLA SOCIETÀ RAGIONE E DENOMINAZIONE SOCIALE
--

Sommario

Premessa	3
Finalità e oggetto dell'incarico	3
Documentazione esaminata	3
Metodologia di valutazione aziendale	4
Metodo Patrimoniale	5
Metodi Redditali	6
Metodo Misto Patrimoniale – Reddituale	8
Procedure operative di valutazione	9
Valutazione con il metodo patrimoniale (A)	12
Valutazione con i metodi redditali (A)	15
<i>Determinazione del costo del capitale (K_e)</i>	15
<i>Metodo della rendita a durata definita</i>	16
<i>Metodo della rendita perpetua</i>	16
Valutazione con il metodo misto patrimoniale-reddituale (A)	17
Esito quantitativo delle metodologie (1' opzione analitica)	17
Valutazione con il metodo patrimoniale (B)	19
Valutazione con i metodi redditali (B)	19
Valutazione con il metodo misto patrimoniale-reddituale (B)	19
Esito quantitativo delle metodologie (2' opzione analitica)	20
Valutazione con il metodo patrimoniale (C)	21
Stima del canone di locazione da ritenersi congruo	22
Conclusioni	25

Premessa

La sottoscritta Dott.sa Paola Nannucci, Dottore Commercialista con studio in Spoleto, alla Via S. Carlo n. 3, indirizzo pec valido ai fini delle comunicazioni di rito al seguente recapito: paola_nannucci@odcecperugia.legalmail.it, a seguito di espresso conferimento di incarico, presenta la propria valutazione in ordine alla stima del capitale economico della società _____ .l. in fallimento (procedura n. 16/2022 presso il Tribunale di Spoleto), nonché una indicazione di stima di un canone congruo in caso di affitto d'azienda.

La presente relazione rappresenta pertanto l'esito dell'assolvimento di detto incarico da parte della sottoscritta, in piena e assoluta indipendenza rispetto a qualsivoglia soggetto direttamente o indirettamente interessato alla (o coinvolto nella) valutazione della suddetta Società.

La sottoscritta, inoltre, dichiara di non avere alcun interesse nella stima che è stata chiamata ad eseguire, né di occupare posizioni di conflitto che possano mettere in dubbio il proprio grado di indipendenza e di obiettività in relazione alla stima stessa.

Finalità e oggetto dell'incarico

Come esposto, è stato chiesto alla sottoscritta di esprimersi in ordine ad una duplice valutazione in ordine:

- a) al valore economico del complesso aziendale;
- b) alla stima di un canone giudicato, secondo parametri econometrici, congruo ed adeguato

al fine di consentire al Curatore Dott. Silvestrini di poter effettuare le proprie determinazioni, funzionali alla massimizzazione dell'interesse per il ceto creditorio.

Documentazione esaminata

Quale doverosa premessa, si specifica che la società _____ ha avuto accesso alla misura concordataria ex art. 186-bis L.F., avente numero ruolo 4/2020 presso il Tribunale di Spoleto; ciò ha comportato un primo screening dei valori contabili da parte di organi esterni alla società, pertanto con un grado di oggettività e funzionalità di analisi rilevanti.

Per tale ragione, è stata acquisita la relazione ex art. 172 L.F. del Commissario Giudiziale, al fine di avere un ulteriore elemento di analisi in ordine ad eventuali rettifiche di poste di bilancio.

Oltre a ciò, sono stati acquisiti i bilanci predisposti e depositati dalla società nell'ultimo triennio.

Infatti, per meglio articolare la presente analisi e dando un contenuto economico prospettico a quelle che sono state individuate come cause della crisi, aventi natura esogena (contrazione del mercato, maggiori competitors) ma altresì endogena (eccessiva rigidità nella struttura patrimoniale, incidenza degli oneri finanziari e perdite su crediti), la presente valutazione è stata condotta sia sul triennio 2018-2019-2020 in ragione della necessità di effettuare una analisi il più possibile aggiornata e "depurata" da fattori storici, soprattutto nell'applicazione del metodo reddituale, in accordo con la dottrina aziendalistica, tenendo altresì conto del quinquennio 2015-2020 proprio per valutare l'impatto della storicità degli accadimenti e delle scelte societarie, come evidenziato nella Relazione del Commissario Giudiziale.

Pertanto, la documentazione utilizzata a supporto della propria valutazione è la seguente:

Visura camerale aggiornata

Individuazione della società oggetto di valutazione con gli elementi essenziali riguardanti la compagine sociale, l'attività svolta, ecc., nonché cenni storici della stessa

Descrizione della situazione produttiva e organizzativa della società

Fascicoli di bilancio, regolarmente approvati, degli esercizi 2018, 2019, 2020

Relazione ex art. 172 L.F.

Metodologia di valutazione aziendale

La determinazione del valore del capitale economico dell'azienda è stata condotta impiegando diverse metodologie, rappresentative delle più avanzate tecniche di analisi patrimoniale ed economica. Nello specifico, sono stati adottati i seguenti modelli di stima: Metodo Patrimoniale Semplice, Metodi Redditali (Metodo della Rendita a Durata Definita, Metodo della Rendita Perpetua), Metodo Misto Patrimoniale-Reddituale.

Come atteso, i risultati delle varie metodologie saranno tra loro diversi perché, pur basandosi sulle stesse assunzioni e dati economico-finanziari, differiscono, spesso radicalmente, nella sussunzione di talune ipotesi e nella modalità di calcolo e di interpretazione delle principali grandezze quali reddito generato e capitale investito.

La peculiarità per cui la società ' è in fallimento è già di per sé indicativa di uno stato di decozione non sanabile; la contestuale applicazione di metodi patrimoniali e reddituali consente, a giudizio della sottoscritta, peraltro di mettere in luce aspetti diversi del potenziale dell'azienda e di offrire diverse prospettive di analisi in merito alla quantificazione del valore della stessa, utili per valutare, allo stato dell'arte attuale, le possibilità potenziali della società in caso di affitto d'azienda, considerando che anche la stima di un congruo canone è oggetto della presente perizia.

Metodo 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 legato 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. In questo caso, la sottoscritta, come già esposto, si è avvalsa delle informazioni acquisite dal Dott. Silvestrini e della relazione ex art. 172 L.F.

Il metodo patrimoniale semplice, adottato nella presente valutazione, comporta la quantificazione del capitale netto contabile, desumibile dall'ultimo bilancio, eventualmente rettificato per effetto delle variazioni effettuate su talune voci di bilancio per verificarne l'effettiva entità e la veridicità degli elementi attivi non monetari.

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 Redditali

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:

$$W = f(R)$$

ove 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, eventualmente depurati dall'incidenza economica di fattori straordinari od occasionali. 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 consente di valutare l'azienda tenendo in considerazione sia il patrimonio che la capacità reddituale.

Ai fini della presente analisi, la sottoscritta ha ritenuto che il *Metodo della stima autonoma dell'avviamento*, in considerazione degli elementi presi a base di calcolo, fosse in grado di dare un contributo informativo funzionale sia alla valutazione aziendale sia alla stima del congruo canone d'affitto.

In ossequio a tale metodo 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.

Esposte in linea teorica le metodologie di valutazione che si andranno ad applicare operativamente, è opportuno ribadire che la circostanza per cui la società oggetto di valutazione sia stata dapprima ammessa ad un concordato in continuità e successivamente fallita contestualizza e circostanza necessariamente l'analisi.

Procedure operative di valutazione

Si riportano, *in primis*, i prospetti di Conto Economico e Stato Patrimoniale per il triennio 2018-2020 già rettificati e rielaborati. In particolare, in mancanza di una funzionalità corrente e nella circostanza dell'accorso fallimento societario, la sottoscritta ha ritenuto condivisibile metodologicamente e coerente con la propria analisi avvalersi del Conto Economico già riclassificato a valore aggiunto:

CONTO ECONOMICO

	2018	2019	2020
A) VALORE DELLA PRODUZIONE			
Ricavi vendite e prestazioni	4.185.970,00 €	4.160.010,00 €	1.992.392,00 €
Variazioni Rimanenze	116.120,00 €	- 47.153,00 €	- 72.270,00 €
Altri ricavi	512.256,00 €	276.751,00 €	334.043,00 €
TOTALE A)	4.814.346,00 €	4.389.608,00 €	2.254.165,00 €
B) COSTI DELLA PRODUZIONE			
Mp, sussidiarie, consumo	2.110.258,00 €	2.264.336,00 €	1.771.359,00 €
CF	1.292.043,00 €	845.758,00 €	20.157,00 €
Var. Rimanenze	25.848,00 €	- 50.362,00 €	89.421,00 €
TOTALE B)	3.428.149,00 €	3.059.732,00 €	1.880.937,00 €
VALORE AGGIUNTO	1.386.197,00 €	1.329.876,00 €	373.228,00 €
Personale	1.261.695,00 €	1.033.136,00 €	853.917,00 €
MOL	124.502,00 €	296.740,00 €	480.689,00 €
Ammort. E Svalut.	249.340,00 €	248.691,00 €	233.733,00 €
REDDITO OPERATIVO	- 124.838,00 €	48.049,00 €	- 714.422,00 €
RIS. GESTIONE FINANZ.	- 51.951,00 €	- 30.028,00 €	- 22.527,00 €
RIS. GESTIONE STRAORD.	- 108.702,00 €	- 86.071,00 €	- 60.954,00 €
RISULTATO ANTE IMPOSTE	- 285.491,00 €	- 68.050,00 €	- 797.903,00 €
IMPOSTE DI ESERCIZIO	- €	4.224,00 €	- €
UTILE/PERDITE ESERCIZIO	- 285.491,00 €	- 72.274,00 €	- 797.903,00 €

STATO PATRIMONIALE			
ATTIVITÀ	2018	2019	2020
A) CREDITI VS SOCI	- €	- €	- €
B) IMMOBILIZZAZIONI			
I. IMMATERIALI	227.814,00 €	143.786,00 €	70.533,00 €
II. MATERIALI	4.596.670,00 €	4.444.630,00 €	4.294.977,00 €
III. FINANZIARIE	396.552,00 €	396.552,00 €	396.552,00 €
TOTALE B)	5.221.036,00 €	4.984.968,00 €	4.762.062,00 €
C) ATTIVO CIRCOLANTE			
RIMANENZE	494.687,00 €	497.896,00 €	336.205,00 €
CREDITI	2.345.095,00 €	2.675.885,00 €	2.336.294,00 €
ATTIVITÀ FINANZIARIE	3.538,00 €	3.538,00 €	3.538,00 €
DISPONIBILITÀ	84.471,00 €	10.248,00 €	37.357,00 €
TOTALE C)	2.927.791,00 €	3.187.567,00 €	2.713.394,00 €
D) RATEI E RISCONTI ATT.	14.918,00 €	15.664,00 €	9.839,00 €
TOTALE ATTIVITÀ	8.163.745,00 €	8.188.199,00 €	7.485.295,00 €
PASSIVITÀ	2018	2019	2020
A) PATRIMONIO NETTO			
I. CAPITALE	88.400,00 €	88.400,00 €	88.400,00 €
III. RISERVA RIV.	2.552.606,00 €	2.552.606,00 €	2.552.606,00 €
IV. RISERVA LEGALE	56.145,00 €	56.145,00 €	56.145,00 €
VII. ALTRE RISERVE	716.880,00 €	716.877,00 €	716.881,00 €
VIII. UTILE/PERDITE NUOVO	-5.313.379,00 €	-5.598.870,00 €	-5.671.144,00 €
IX. UTILE/PERDITA ES.	-285.491,00 €	-72.274,00 €	-797.903,00 €
TOTALE A)	-2.184.839,00 €	-2.257.116,00 €	-3.055.015,00 €
B) FONDI RISCHI E ONERI	615.608,00 €	565.631,00 €	66.358,00 €
C) TFR	489.719,00 €	427.285,00 €	470.637,00 €
D) DEBITI			
entro 12 mesi	5.718.010,00 €	8.576.543,00 €	9.476.020,00 €
oltre 12 mesi	3.408.595,00 €	784.517,00 €	675.130,00 €
TOTALE D)	9.126.605,00 €	9.361.060,00 €	10.150.150,00 €
E) RATEI E RISCONTI PASS.	116.652,00 €	91.339,00 €	53.159,00 €
TOTALE PASSIVITÀ	8.163.745,00 €	8.188.199,00 €	7.485.295,00 €

Dai prospetti illustrati, nonché dalle informazioni acquisite, si evince un risultato negativo per tutti e tre gli esercizi considerati, con un netto peggioramento nel 2020, soprattutto per quanto riguarda il core business aziendale, con un MOL e Reddito Operativo entrambe negativi.

Dal punto di vista patrimoniale, il patrimonio netto è negativo per tutti gli anni, soprattutto per la notevole incidenza delle perdite portate a nuovo. È altresì evidente la situazione di squilibrio finanziario, soprattutto nel breve periodo, per effetto dell'elevata esposizione debitoria entro i 12 mesi.

Valutazione con il metodo patrimoniale (A)

Intendendosi quantificare il valore della società I. con una metodologia puramente patrimoniale, occorre addivenire, come discusso in precedenza, alla stima del patrimonio netto eventualmente rettificato, qui indicato con K' , a partire dall'ultima annualità disponibile (2020).

Come già espresso, considerata la peculiarità della società oggetto di valutazione, è stato ritenuto fondamentale implementare le valutazioni analitiche già condotte in sede concordataria in ordine ai valori espressi in bilancio.

Dal punto di vista della rappresentazione, si specifica quanto segue.

Avendo utilizzato i valori di bilancio già oggetto di stima e revisione con riferimento alla Relazione ex art. 172 L.F., che riportava i dati per macroaggregati, analogamente è stato riportato il valore sintetico, ove non direttamente attribuibile, riportato per il totale nella voce residuale "altro": è di tutta evidenza che, ai fini della presente analisi, tale allocazione non impatti sul risultato finale, essendo stata mantenuto l'appostamento nella medesima macroclasse di stato patrimoniale e conto economico.

STATO PATRIMONIALE

	Ultimo bilancio	Rettifiche	Valore finale
	2020		2020
	(+/ -)		

A) CRED. VERSO SOCI PER VERS. ANCORA DOVUTI

0		0
---	--	---

B) IMMOBILIZZAZIONI

I) Immobilizzazioni immateriali:

- 1) Costi d'impianto e di ampliamento
- 2) Costi di ricerca, sviluppo e pubblicità
- 3) Diritti di brevetto e di uso di opere d'ingegno
- 4) Concessioni, licenze, marchi e diritti
- 5) Avviamento
- 6) Immobilizzazioni in corso e acconti
- 7) Altre
- TOTALE**

0		0
0		0
0		0
0		0
0		0
0		0
70.533		70.533
70.533	0	70.533

II) Immobilizzazioni materiali:

- 1) Terreni e fabbricati
- 2) Impianti e macchinario
- 3) Attrezzature industriali e commerciali
- 4) Altri beni
- 5) Immobilizzazioni in corso e acconti
- TOTALE**

0		0
0		0
0		0
4.294.977		4.294.977
0		0
4.294.977	0	4.294.977

III) Immobilizzazioni finanziarie:

- 1) Partecipazioni
- 2) Crediti:
- 3) Altri titoli
- 4) Azioni proprie
- TOTALE**

396.552		396.552
0		0
0		0
0		0
396.552	0	396.552
4.762.062	0	4.762.062

TOTALE B) IMMOBILIZZAZIONI

C) ATTIVO CIRCOLANTE

I) Rimanenze:

- 1) Materie prime, sussidiarie, di consumo
- 2) Prodotti in corso di lavorazione e semilavorati
- 3) Lavori in corso su ordinazione
- 4) Prodotti finiti e merci
- 5) Acconti
- TOTALE**

336.205		336.205
0		0
0		0
0		0
0		0
336.205	0	336.205

II) Crediti:

- 1) verso clienti
- 2) verso imprese controllate
- 3) verso imprese collegate
- 4) verso controllanti
- 4-bis) crediti tributari
- 4-ter) imposte anticipate
- 5) verso altri
- TOTALE**

0		0
0		0
0		0
0		0
0		0
0		0
2.336.294		2.336.294
2.336.294	0	2.336.294

III) Attività finanziarie non immobilizzate:

IV) Disponibilità liquide:

TOTALE

3.538		3.538
37.357		37.357
40.895	0	40.895

TOTALE C) ATTIVO CIRCOLANTE

2.713.394	0	2.713.394
-----------	---	-----------

D) RATEI E RISCONTI

9.839		9.839
-------	--	-------

TOTALE ATTIVO

7.485.295

0

7.485.295

PASSIVO

2020

Rettifiche

2020

(+/-)

B) FONDI PER RISCHI E ONERI

66.358

66.358

C) TRATT. DI FINE RAPP. DI LAV. SUBORDIN.

470.637

470.637

D) DEBITI

1) Obbligazioni

0

0

2) Obbligazioni convertibili

0

0

3) Debiti vs soci per finanziamenti

0

0

4) Debiti verso banche

0

0

5) Debiti verso altri finanziatori

0

0

6) Acconti

0

0

7) Debiti verso fornitori

0

0

8) Debiti rappresentati da titoli di credito

0

0

9) Debiti verso imprese controllate

0

0

10) Debiti verso imprese collegate

0

0

11) Debiti verso controllanti

0

0

12) Debiti tributari

0

0

13) Debiti verso istituti di previdenza

0

0

14) Altri debiti

10.151.150

10.151.150

TOTALE

10.151.150

0

10.151.150

E) RATEI E RISCONTI

53.159

53.159

TOTALE PASSIVITA'

10.741.304

0

10.741.304

rettifica

intangibles

K' RETTIFICATO**ATTIVITA' RETTIFICATE**

€ 7.485.295

PASSIVITA' RETTIFICATE

€ 10.741.304

K' rettificato senza effetto fiscale	-€ 3.256.009
---	---------------------

effetto fiscale (+/-)

K' rettificato al netto dell'effetto fiscale	-€ 3.256.009
---	---------------------

A seguito della procedura di verifica delle poste patrimoniali, il valore totale dell'Attivo non risulta discostarsi dal dato contabile ed è pertanto quantificabile in un valore di € 7.485.295.

Anche il valore totale del Passivo rettificato risulta conforme al valore di bilancio ed è quindi pari a € 10.741.304.

Sulla base dei valori dell'Attivo e del Passivo così determinati, è possibile calcolare per differenza il valore rettificato del Patrimonio Netto. Non essendosi tuttavia registrata alcuna rettifica ai valori patrimoniali di Attivo e Passivo, tale valore coincide con quello iscritto a bilancio ed è pertanto quantificabile in € -3.256.009

Nell'ottica di una valutazione puramente patrimoniale, il valore dell'azienda coincide con il valore del Patrimonio Netto Rettificato e si ha pertanto $W = -€ 3.256.009$

Valutazione con i metodi reddituali (A)

Il reddito atteso è pari alla media dell'utile ottenuto dall'azienda nei 3 anni consuntivi esaminati (2018-2020).

Nel presente caso, considerate le reiterate perdite, il valore è negativo e pari a - € 385.223.

Operativamente, si procede come segue:

• *Determinazione del costo del capitale (K_e)*

Tasso Free risk (R_f)	1,80%
Equity Risk Premium (ERP)	6,42%
Debito (D)	
Beta Unlevered (B_u)	1,20

Scelta del Beta	Beta unlevered
Beta Levered (Bl)	
Ke scelto per scontare redditi	Anno 2020
Costo del Capitale Proprio (Ke)	9,50% $Ke = R_f + B_u * ERP = 1,80\% + 1,20 * 6,42\% = 9,50\%$

• **Metodo della rendita a durata definita**

Reddito medio periodo (R)	-385.223
Costo del Capitale Proprio (Ke)	9,50%
Numero anni stimati (n)	5

Il numero di anni è stato posto come ipotesi, considerando una durata media di procedure fallimentari mediamente complesse e tenuto conto che, comunque, scopo della procedura è la liquidazione dei beni (sia in senso sistemico nell'eventualità di vendita del complesso aziendale, sia in senso atomistico nell'eventualità dell'alienazione dei singoli beni).

$$W = R * a_{\overline{n}|Ke} = R * [1 - 1/(1 + Ke)^n]/Ke = -385.223 * [1 - 1/(1 + 9,50\%)^5]/9,50\% = -1.478.991$$

• **Metodo della rendita perpetua**

Reddito medio periodo (R)	-385.223
Costo del Capitale Proprio (Ke)	9,50%

Ipotizzando che il reddito si mantenga costante all'infinito, il valore attuale dei redditi attesi è dato semplicemente dal rapporto tra il reddito annuo ed il tasso di attualizzazione (Ke).

$$W = R/Ke = -385.223/9,50\% = -4.053.269$$

Valutazione con il metodo misto patrimoniale-reddituale (A)

Il Metodo misto tiene 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 con il valore attuale dei flussi di sovrareddito. Il sovrareddito esprime quella componente del reddito che eccede il rendimento atteso del Patrimonio Netto ($K_e * K'$).

La componente patrimoniale della valutazione si basa sul valore rettificato del Patrimonio Netto, come emerso dal Metodo Patrimoniale.

Reddito (Utile netto)	-385.223	Reddito medio atteso nel periodo
K'	-3.256.009	Valore del Patrimonio Netto rettificato
Costo del Capitale Proprio (K_e)	9,50%	Tasso di attualizzazione del sovrareddito
n	5	Numero di anni nel periodo di valutazione preso in considerazione

Da cui deriva:

$$W = K' + (R - K_e * K') * a_{\rightarrow}(n, K_e) = K' + (R - K_e * K') * [1 - 1/(1 + K_e)^n]/K_e = -3.154.856 + (-385.223 - 9,50\% * -3.154.856) * [1 - 1/(1 + 9,50\%)^5]/9,50\% = -3.482.676$$

Esito quantitativo delle metodologie (1° opzione analitica)

Nel presente lavoro si è provveduto a quantificare il valore del capitale economico dell'azienda Ragione e denominazione sociale attraverso l'impiego di diverse tecniche analitiche, ciascuna differente in quanto a metodologie adottate e risultati, seppur basate su un medesimo scenario di cui si è data illustrazione in precedenza.

A questo punto si perviene allo step successivo, ovvero la rettifica delle determinazioni quantitative a cui si è pervenuti per rendere ragione della specificità dell'azienda.

Infatti, trattandosi di una società prima in concordato e poi in fallimento, era prevedibile avere come risultato valori negativi, sia dal punto di vista reddituale sia presumibilmente dal punto di vista patrimoniale.

È altresì vero, però, che la modifica degli elementi sostanziali di analisi, funzionale ad eventuali situazioni quali la cessione o l'affitto d'azienda (o di rami di essa), generino dal punto di vista patrimoniale, economico e soprattutto finanziario una discontinuità tra l'analisi attuale e gli eventuali scenari futuri.

Come già detto e come noto nella dottrina aziendalistica, la scelta delle metodologie è funzionale all'obiettivo: in questo caso, il fatto che la società analizzata sia in fallimento definisce sia il perimetro d'azione, sia lo scopo finale.

Di seguito si riporta il prospetto riepilogativo dei risultati ottenuti con i diversi metodi.

VALUTAZIONE DELL'AZIENDA Eurolegno S.r.l. (A)

METODO	VALORE [€]
Patrimoniale	-€ 3.256.009
Metodo della rendita di durata definita	-€ 1.478.991
Metodo della rendita perpetua	-€ 4.053.269
Metodo Misto Patrimoniale-Reddittuale	-€ 3.546.920

Per tale ragione, in ossequio alle indicazioni contenute nell'art. 105 L.F., considerando la valutazione economica della società come funzionale alla vendita in toto o a parte di essa (giacché la vendita atomistica è ipotesi residuale) e tenuto altresì presente delle necessarie rettifiche da fare, soprattutto per quanto riguarda crediti e debiti – che, dal punto di vista aziendalistico, non sono elementi costitutivi dell'azienda – si è proceduto al ricalcolo apportando le rettifiche necessarie a tale voci, in particolare ai crediti e debiti di funzionamento, esulando da tale analisi (per mancanza di elementi predittivi reali e circostanziati) i debiti (e relativi costi) per i dipendenti.

In via prudenziale, non sono state in questa fase apportate rettifiche ai costi e ricavi inerenti l'attività caratteristica.

Una ulteriore possibilità di ipotesi nell'analisi è rettificare le perdite portate nuovo, che economicamente incidono notevolmente soprattutto nel 2020; rimettendo alle esigenze informative del Curatore per una eventuale integrazione, nella presente analisi non sono state rettificate, sposando la tesi giurisprudenziale che considera le perdite pregresse come indicative comunque della capacità reddituale d'impresa e, dunque, assimilabili concettualmente al badwill.

Pertanto, applicando le metodologie indicate nella parte descrittiva della presente perizia ed adottando i nuovi valori rettificati si ha:

Valutazione con il metodo patrimoniale (B)

A seguito della procedura di verifica, il valore dell'Attivo rettificato si attesta su € 5.149.180, a fronte di un valore contabile di € 7.586.448. Si è ritenuto di rettificare anche il valore contabile del Passivo. Il totale delle passività, rettificate come indicato in precedenza, risulta pertanto pari a € 1.741.304, a fronte di un valore da bilancio di € 10.741.304.

Sulla base dei valori dell'Attivo e del Passivo così determinati, è possibile calcolare per differenza il valore rettificato del Patrimonio Netto. Tale valore ricalcolato si attesta su € 3.407.876. Non si è ritenuto di considerare ai fini della valutazione del patrimonio netto l'effetto fiscale derivante dalla rettifica delle poste.

Nell'ottica di una valutazione puramente patrimoniale, il valore dell'azienda coincide con il valore del Patrimonio Netto Rettificato e si ha pertanto $W = € 3.407.87$.

Valutazione con i metodi reddituali (B)

Per quanto riguarda le tre declinazioni del metodo reddituale, non avendo apportato rettifiche ai valori di costi e ricavi, l'esito dell'analisi è il medesimo dell'opzione (A), come riportato nel prospetto conclusivo di sintesi.

Valutazione con il metodo misto patrimoniale-reddituale (B)

Il Metodo misto tiene 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 con il valore attuale dei flussi di sovrareddito. Il sovrareddito esprime quella componente del reddito che eccede il rendimento atteso del Patrimonio Netto ($K_e \cdot K'$).

La componente patrimoniale della valutazione si basa sul valore rettificato del Patrimonio Netto, come emerso dal Metodo Patrimoniale.

Reddito (Utile netto)	-385.223	Reddito medio atteso nel periodo
K'	3.407.876	Valore del Patrimonio Netto rettificato

Costo del Capitale Proprio (Ke)	9,50%	Tasso di attualizzazione del sovrareddito
n	5	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 € -385.223 per 5 anni a partire dal 2021 e fino al 2025.

Il calcolo pertanto è il seguente:

$$W = K' + (R - Ke \cdot K') \cdot a_{\overline{n}|Ke} = K' + (R - Ke \cdot K') \cdot [1 - 1/(1 + Ke)^n]/Ke = 3.407.876 + (-385.223 - 9,50\% \cdot 3.407.876) \cdot [1 - 1/(1 + 9,50\%)^5]/9,50\% = 685.391$$

Esito quantitativo delle metodologie (2° opzione analitica)

Nell'ipotesi (A) sono stati utilizzati i valori contabili desunti dai bilanci, recependo le rettifiche già apportate. Nella presente ipotesi (B) si è tenuto conto della peculiarità della condizione fallimentare della società, nonché del fine della stima; conseguentemente, sono state rettificate le voci relative a crediti e debiti di funzionamento.

Di seguito si riporta il prospetto riepilogativo dei risultati ottenuti con i diversi metodi nell'ipotesi (B):

VALUTAZIONE DELL'AZIENDA (B)

METODO	VALORE [€]
Patrimoniale	€ 3.407.876
Metodo della rendita di durata definita	-€ 1.478.991
Metodo della rendita perpetua	-€ 4.053.269
Metodo Misto Patrimoniale-Reddituale	€ 685.391

Data la circostanza del fallimento e le opzioni possibili (cessione unitaria o atomistica), si è inciso sui valori patrimoniali, apportando le rettifiche ritenute plausibili.

Ciò, plausibilmente, ha comportato un maggior valore di stima applicando il metodo patrimoniale ed il metodo misto (sempre per la maggior incidenza positiva della componente patrimoniale) mentre è rimasta invariata la stima con il metodo reddituale.

Infine, per completezza di analisi, si ritiene opportuno effettuare una stima ulteriore che, pur declinandosi nei tre differenti metodi, renda effettivamente ragione delle peculiarità dell'alienazione del complesso aziendale in sede fallimentare, a tutela del ceto creditorio.

Trattasi, invero, di una estensione dell'ipotesi B: infatti, considerando solo gli elementi caratterizzanti la cessione d'azienda, si è proceduto ad una stima del capitale economico in grado di valorizzare soprattutto l'attivo immobilizzato, depurando l'analisi secondo il metodo patrimoniale della componente finanziaria (crediti, debiti) eventualmente non oggetto di cessione. Inoltre, in approfondimento all'ipotesi di cui all'opzione B, è stato considerato il valore dei contratti in essere, a cui un eventuale acquirente (o affittuario, in ipotesi di locazione) subentrerebbe, mediante disamina del piano industriale prodotto.

Se, infatti, le perdite economiche pregresse possono essere assimilate al badwill, è parimenti incontrovertibile come, pur in costanza di fallimento, la presenza di contratti di affidamento e/o appalti in essere, a cui l'eventuale acquirente (o affittuario, a seconda dell'opzione contrattuale) possa subentrare costituiscono una sorta di avviamento positivo che deve trovare giusta valorizzazione.

Oltre a ciò si consideri che le proiezioni industriali fino al 2027 dimostrano potenzialmente una capacità dell'impresa di generare un Reddito operativo positivo, riportando in situazione di equilibrio i principali indici e margini di natura economica e finanziaria.

Posto tutto ciò in premessa e considerato che, per le ragioni già espresse ed argomentate nelle opzioni A e B, si ritiene che il metodo patrimoniale sia preferibile in questa opzione di analisi si ha:

Valutazione con il metodo patrimoniale (C)

Sulla base dei valori dell'Attivo e del Passivo così determinati, è possibile calcolare per differenza il valore rettificato del Patrimonio Netto. Tale valore ricalcolato si attesta su € 4.856.599. Non si è ritenuto di considerare ai fini della valutazione del patrimonio netto l'effetto fiscale derivante dalla rettifica delle poste.

Nell'ottica di una valutazione puramente patrimoniale, il valore dell'azienda coincide con il valore del Patrimonio Netto Rettificato e si ha pertanto:

$$W = € 4.856.599$$

Applicando le medesime ipotesi di rettifica agli altri metodi, sinteticamente si ottengono i seguenti valori:

VALUTAZIONE DELL'AZIENDA

METODO	VALORE [€]
Patrimoniale	€ 4.856.599
Metodo della rendita di durata definita	-€ 1.478.991
Metodo della rendita perpetua	-€ 4.053.269
Metodo Misto Patrimoniale-Reddituale	€ 1.605.492

Stima del canone di locazione da ritenersi congruo

Per effettuare una valutazione circa il congruo canone di affitto è opportuno perimetrare i beni e relativi valori oggetto di affitto rilevanti ai fini della presente analisi, in particolare: giacenze di magazzino, beni immobili e mobili, dipendenti e relativo accollo del TFR.

Occorre inoltre considerare che l'affitto aziendale avviene nella fase endoprocedimentale, per cui è una opzione a disposizione della curatela per preservare la continuità dell'attività nelle more della vendita (sia essa del complesso aziendale o dei singoli beni); data tale specificità, affinché sia un'operazione conveniente per il ceto creditorio, si ritiene opportuno che la congruità contempli anche un "premium price" in favore della procedura, a titolo di ulteriore remunerazione per il rischio eventuale legato alla controparte.

Inoltre, analogamente a quanto argomentato in sede di stima del capitale economico, la circostanza di fallimento della società (che, pertanto, si trova in uno stato di decozione manifesta) deve essere correttamente interpretata e stimata; infatti, pur in uno stato di squilibrio economico e finanziario, come in questo caso, si ritiene necessario dare valore alla componente patrimoniale, anche perché in caso di affitto d'azienda nei suoi valori costituenti (pertanto, epurando l'analisi di quelle voci che, attualmente, impattano e che contabilmente riducono fortemente il reddito economico) e con modifiche a livello gestionale, la stessa dinamica economica potrebbe sicuramente migliorare.

Date tali ragioni come premesse necessarie, analogamente alla stima del capitale economico, si ritiene che utilizzare il valore patrimoniale desunto dall'applicazione del relativo metodo di cui all'ipotesi B, sia l'opzione preferibile a tutela dell'integrità dell'attivo societario ed in ultima istanza, a tutela dei creditori.

Infatti, in via prudenziale, è necessario tenere conto che lo stato di decozione e lo squilibrio economico, come si evincono nel triennio preso in esame, rendono il metodo puramente reddituale non correttamente rispondente al valore d'azienda, inteso in senso patrimoniale.

Come noto, nella dottrina aziendalistica si ritiene congruo il canone che tiene conto del valore economico dell'azienda, valorizzato ad un tasso opportuno di remunerazione:

$$C = W * I$$

ove W è il valore patrimoniale ed i è il tasso di rendimento di titolo free risk maggiorato dell'eventuale risk premium.

A partire da tale formula standard, in considerazione della struttura finanziaria della società, è evidente che utilizzare un valore economico negativo (come quelli ottenuti da valori non rettificati o al metodo reddituale, ma con una notevole incidenza delle perdite pregresse) pregiudicherebbe non solo il mero calcolo, ma renderebbe evidentemente diseconomica l'operazione.

Invece, come detto, nelle more della vendita, l'affitto d'azienda, se correttamente stimato e definito, è un utile strumento in grado di tutelare il complesso aziendale e consentire di incrementare l'attivo fallimentare. In questa prospettiva necessariamente a favore della convenienza per la procedura, si propongono due ipotesi di calcolo:

- **Remunerazione del capitale investito:**

ONERI FINANZIARI	23.509,00 €
DEBITI FINANZIARI	4.715.088,19 €
remunerazione + premium risk	0,02
ATTIVO CORRETTO	7.485.295,00 €
$C = (i+s)*V$	127.250,02 €
CANONE MENSILE	2.120,83 €
CORRETTIVO ERRORE 10%	2.332,92 €
EVENTUALE ARROTONDAMENTO	2.400,00 €

- **Stima a partire dal valore economico (opzione B):**

tasso + premium risk	1,70%
VALORE ECONOMICO (B)	3.407.876,00 €
$C = (i+s)*V$	57.933,89 €
CANONE MENSILE	4.827,82 €

La stima del canone nelle due opzioni differisce per il valore "C" utilizzato: nel primo caso, trattasi dell'attivo patrimoniale, mentre nel secondo caso del valore aziendale così come desunto. Ciò evidentemente comporta *in primis* una diversa composizione del capitale preso a riferimento, che nel primo caso è relativa al totale delle attività (investimenti), mentre nel secondo caso è inerente al patrimonio netto stimato.

La sottoscritta, nell'ambito del metodo di stima individuato, ritiene che possa essere utile il duplice calcolo poiché consente alla curatela di modulare il contratto di locazione nella sostanza, potendo identificare il canone congruo in base alle ipotesi sussunte.

Tanto si doveva. Si resta a disposizione per ulteriori integrazioni, qualora necessarie.

- **Stima a partire dal valore economico (opzione C):**

tasso + premium risk	1,70%
VALORE ECONOMICO (C)	4.856.599,00 €
$C = (i+s)*V$	82.562,18 €
CANONE MENSILE	6.880,18 €

Conclusioni

Nel presente lavoro si è provveduto a quantificare il valore del capitale economico dell'azienda Eurolegno S.r.l. attraverso l'impiego di diverse tecniche analitiche, ciascuna differente in quanto a metodologie adottate e risultati, seppur basate su un medesimo scenario di cui si è data illustrazione in precedenza.

Rimandando ai singoli paragrafi e relativi computi, la sottoscritta ha dato atto per completezza delle possibilità di calcolo, indicando tuttavia il metodo patrimoniale come quello maggiormente idoneo a rendere ragione del valore attuale e prospettico della società, tenuto conto della costanza della procedura fallimentare.

Per questa ragione, ritenendo che il metodo patrimoniale con le ipotesi di rettifica (C) – ovvero tenuto conto della cessione priva di crediti e debiti – sia quello che meglio consente di rendere ragione delle finalità del presente elaborato, ne deriva che il valore di stima del complesso aziendale che la sottoscritta ritiene preferibile e maggiormente indicativo dell'attuale situazione aziendale (depurando, pertanto, il rischio di impresa che, per gli esercizi passati, si era tradotto in uno squilibrio economico e reddituale e tenendo conto dell'esigenza, in corso di procedura fallimentare, di massimizzare l'attivo a tutela del ceto creditorio), sia quello di € 4.856.599.

In merito alla congruità del canone di affitto, esso è funzionale al perimetro contrattuale dei beni locati e tiene conto sia della circostanza delle necessarie rettifiche (debiti; crediti; rimanenze merci da gestire eventualmente con contratto di vendita separata, contratti di lavoro ed eventuale TFR), sia del subentro nei contratti in essere.

Per tale ragione, in questo caso, sono stati simulati tre conteggi di calcolo, in questo caso non alternativi per metodologie ma per ipotesi di base e, soprattutto, per il valore del capitale utilizzato, per cui si rimanda al paragrafo precedente, da cui deriva un canone medio di € 4.702,67.

Sinteticamente:

VALORE ECONOMICO AZIENDA	4.856.599,00 €
CANONE CONGRUO:	
OPZIONE A)	2.400,00 €
OPZIONE B)	4.827,82 €
OPZIONE C)	6.880,18 €
CANONE MEDIO	4.702,67 €

Tanto si doveva.

Spoletto, 13/06/2022

Il CTU nominato
Dott.ssa Paola Nannucci
