

Determinazione del valore attuale di mercato del ramo d'azienda di proprietà del

FALLIMENTO SORMANINA S.R.L.

con sede legale a Cornaredo (MI) in Via Ghisolfi n. 81/B.

INDICE

Paragrafo:

- 1 Premessa
- 2 Finalità e limiti di questa stima
- 3 Data di riferimento della stima e documentazione considerata
- 4 L'azienda oggetto della presente stima
- 5 Metodi di valutazione delle aziende
- 6 Criterio metodologico e determinazione del valore
- 7 Risultati e conclusioni

Allegati

- 1 nomina quale perito stimatore;
2. contratto di affitto d'azienda dell'1 aprile 2019;
- 3 bilanci della società al 31 dicembre 2015, 2016 e 2017;
- 4 situazione economico-patrimoniale (provvisoria) della società al 31 dicembre 2018;
- 5 statistiche Banca d'Italia del mercato finanziario – 16/9/2019.

1 Premessa

Il Fallimento SORMANINA S.r.l., in persona del Curatore Dott. _____, ha nominato (in allegato sub 1) il sottoscritto dott.

_____ con studio a _____ iscritto all'albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano, quale perito stimatore del ramo d'azienda posseduto dalla Società ed attualmente condotto in affitto da _____

Le valutazioni contenute nel presente elaborato peritale sono state determinate sulla base di criteri esclusivamente tecnici e mirati alle finalità della perizia stessa.

I limiti del lavoro svolto, le metodologie adottate ed i risultati ottenuti, sono esposti qui di seguito.

2 Finalità e limiti di questa stima

Come illustrato in premessa, la presente relazione di stima è stata predisposta allo scopo di determinare il valore attuale del ramo d'azienda concessa in affitto dalla fallita _____ (di seguito anche _____ o "Fallita" o "Società") alla società _____ al fine del conseguente utilizzo da parte degli Organi della Procedura nell'ambito delle azioni ritenute più opportune.

Conseguentemente, la presente relazione non può essere utilizzata per nessun altro scopo, né può essere citata, fatta oggetto di riferimento o divulgata a terzi (ad eccezione degli organi della procedura e per le finalità inerenti la cessione del ramo d'azienda medesimo) senza il mio preventivo consenso scritto, salvo il caso di richiesta di autorità alle quali non si possa opporre rifiuto.

Con riferimento alla determinazione dell'attuale valore di mercato del ramo d'azienda, essendo la medesima condotta in affitto sin dall'1 aprile 2019 dalla società _____ ho dovuto necessariamente affiancare ai valori storici presenti nella contabilità della Fallita i dati

contabili e le informazioni fornitemi proprio da detta terza società, ed in particolare le estrazioni contabili relative alle fatture di acquisto e di vendita sino al mese di settembre del corrente anno, in relazione alle quali il sottoscritto non è in alcun modo in grado di esprimere alcun giudizio in circa la relativa attendibilità, che si deve tuttavia assumere ai fini della presente stima.

Il mio lavoro è consistito in una rielaborazione delle informazioni e dei documenti ricevuti al fine di poter giungere, sulla base delle tecniche professionali, a fornire dei ragionevoli riscontri al Quesito a me posto dalla Curatela del Fallimento.

Le elaborazioni sono state effettuate con le tecniche ed i supporti contabili indicati successivamente.

3 Data di riferimento della stima e documentazione considerata

Ai fini della determinazione del valore attuale del ramo d'azienda concesso in affitto dalla Fallita alla società _____ la stima si riferisce sostanzialmente al 31 dicembre 2018, data di chiusura dell'ultimo esercizio sociale conclusosi prima della dichiarazione di fallimento, sebbene il relativo bilancio non sia stato approvato prima di detta declaratoria.

Nello svolgimento dell'incarico ho considerato i dati relativi ai bilanci di Sormanina S.r.l. relativi alle annualità sino al 31 dicembre 2017 ed alla situazione contabile al 31 dicembre 2018, il contratto di affitto d'azienda stipulato in data 1 aprile 2019, senza considerare i documenti e le risultanze contabili dell'anno 2019, in quanto ritenuti non rappresentativi.

Ritengo infatti che detti documenti forniscano, pur nei limiti di quanto già espresso al precedente paragrafo, l'imprescindibile punto di riferimento per determinare il valore attuale del ramo d'azienda di proprietà di _____

4 L'azienda oggetto della presente stima

operava nel campo del commercio, lavorazione e distribuzione di prodotti alimentari freschi, surgelati, insaccati ed avicoli, svolgendo di fatto contemporaneamente le seguenti due attività:

- acquisto all'ingrosso e rivendita al dettaglio di prodotti freschi;
 - ricezione di prodotti freschi dalla clientela, picking e distribuzione dei medesimi al dettaglio.
- Dette attività venivano svolte presso la sede operativa situata nel Comune di Cornaredo (MI), Via Ghisolfa n. 81/B.

L'azienda oggetto della presente stima, che a decorrere dall'1 aprile 2019 risulta condotta in affitto dalla Società _____, è sostanzialmente costituita dall'attività come sopra descritta, dai cespiti di proprietà della Fallita, dai contratti stipulati per l'esercizio dell'azienda, dall'uso in esclusiva della ditta, del marchio, e di ogni altra proprietà immateriale di pertinenza dell'azienda.

5 Metodi di valutazione delle aziende

Secondo la migliore dottrina professionale, qualora si dovesse decidere di trascurare i più recenti indirizzi anglosassoni e americani basati sui prezzi di mercato per scambi equivalenti o società equivalenti, i metodi di stima del capitale economico delle imprese possono essere sostanzialmente ricondotti alle seguenti tipologie di base, che mal si addicono a situazioni complesse o a ipotesi caratterizzate da specificità non ripetibili.

- a) metodo finanziario dell'attualizzazione dei flussi di cassa (*discounted cash flow*), che si fonda sull'assunto che il valore di un'azienda sia pari al valore attuale dei flussi di cassa che essa sarà in grado di generare in futuro;
- b) metodo reddituale, che si basa sul principio che il valore di un'azienda dipenda unicamente dai redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre;
- c) metodo patrimoniale, che assume l'ipotesi che il valore di un'azienda si identifichi essenzialmente nella portata del suo patrimonio netto contabile, rettificato al fine di tenere conto di ogni plusvalenza o minusvalenza inespressa;

- d) metodo misto patrimoniale - reddituale che, fondendo i principi essenziali dei metodi reddituali e patrimoniali, si ispira al principio che il valore di un'azienda dipenda sia dal valore del suo patrimonio netto contabile rettificato, che dalla sua capacità di produrre redditi;
- e) metodo dei moltiplicatori che consente di determinare in via analogica il valore di un'azienda adottando dei rapporti fondati sui prezzi dei titoli di società quotate comparabili, aggiustando il risultato così ottenuto mediante l'addizione della posizione finanziaria netta, al fine di tenere in considerazione le dimensioni proprie dell'azienda oggetto di valutazione.

Tra tali metodologie è impossibile stilare a priori una graduatoria circa la rispettiva validità, nell'ottica di fornire una corretta rappresentazione del valore del capitale economico di un'impresa, in quanto ognuna di esse è basata su elementi di apprezzamento disomogenei. E' pertanto necessario scegliere tra di esse quella ritenuta più idonea nelle singole circostanze applicative, per tener conto compiutamente delle caratteristiche proprie dell'azienda oggetto di valutazione e delle finalità della perizia.

Nelle pagine seguenti sono sinteticamente esposti i concetti qualificanti di ognuna delle suddette metodologie.

5.1.a) Metodo dei flussi di cassa attualizzati

Secondo tale metodologia il valore di un'azienda è pari al valore attuale dei seguenti elementi:

- flussi di cassa che essa sarà in grado di generare entro un determinato orizzonte temporale;
- valore residuo, cioè il valore del complesso aziendale al termine del periodo di osservazione dei flussi finanziari.

Al valore così determinato si dovrebbe aggiungere, se necessario, il valore corrente di mercato dei titoli negoziabili e degli altri investimenti non essenziali per la gestione corrente, dedotto l'eventuale indebitamento finanziario alla data di riferimento della valutazione.

I flussi di cassa da considerare sono identificabili con il *cash flow* operativo al lordo degli oneri finanziari, il quale viene attualizzato applicando un tasso pari al costo del capitale, inteso come media ponderata del costo del capitale proprio e di quello del capitale di indebitamento.

5.1.b) Metodo reddituale

Secondo tale metodologia, il valore di un'azienda deriva unicamente dai redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre. Per determinare il reddito atteso, è necessario definire una

funzione di capitalizzazione, formata dalla serie dei valori attuali dei redditi futuri che l'impresa sarà in grado di generare. La funzione presenta una diversa struttura a seconda che i redditi attesi si presumano di durata indefinita, di durata limitata nel tempo, o legati alla vita di una persona.

La formula applicata è la seguente:

$$W = R \cdot a_{\overline{n}|i}$$

ove:

- W = valore economico dell'azienda
- R = reddito medio normale atteso
- i = tasso di capitalizzazione
- n = periodo di riferimento

La scelta del tasso di capitalizzazione è il problema centrale di questo procedimento. Il criterio generalmente preferito è quello del cosiddetto tasso/opportunità, che consiste nella scelta di un tasso equivalente al rendimento offerto da investimenti alternativi, a parità di rischio.

Il problema della definizione quantitativa di R può invece essere risolto applicando le seguenti ipotesi di stima:

- supponendo la conservazione dei risultati storici ottenuti in tempi recenti (metodo dei risultati storici);
- proiettando i risultati storici nel futuro, in funzione del probabile comportamento di alcune variabili, quali la dimensione dell'attività svolta, il livello dei prezzi unitari, il grado di produttività del lavoro, l'incidenza dei costi generali e finanziari, ecc. (metodo della proiezione dei risultati storici);
- assumendo i risultati economici espressi nel budget e nei piani aziendali per periodi futuri definiti (metodo dei risultati programmati);
- definendo nuove condizioni di gestione futura e valutandone le probabili conseguenze in termini di redditività (metodo dell'innovazione).

5.1.c) Metodo patrimoniale semplice

Il metodo patrimoniale semplice si fonda sull'espressione, a valori correnti, dei singoli elementi che compongono il capitale dell'azienda.

Esso si basa, come punto di partenza, sul patrimonio netto contabile alla data di riferimento, incluso l'utile dell'esercizio e dedotti gli importi per i quali è già stata deliberata la distribuzione ai soci.

Al patrimonio netto contabile vengono apportate rettifiche per:

- eventuali deviazioni da corretti principi contabili;
- eventuali plusvalenze o minusvalenze riferibili a specifiche poste dell'attivo o del passivo, (al netto del loro effetto fiscale).

5.1.d) Metodo patrimoniale complesso

Questo metodo si basa sul presupposto che i beni immateriali quali la tecnologia, l'addestramento, le capacità del personale, i marchi, il portafoglio prodotti e clienti, abbiano un peso decisivo nel determinare il reale valore complessivo dell'impresa.

I suddetti elementi intangibili sono sovente fenomeni che in parte si sovrappongono e, quindi, è più agevole comprenderli in un unico valore. Il presupposto necessario ed ineliminabile per attribuire un valore a tali beni immateriali è pur sempre la capacità degli stessi di generare reddito. L'indistribuità del reddito tra i singoli beni immateriali è la dimostrazione che il valore attribuito a tali beni non può che essere complessivo.

5.1.e) Metodo misto patrimoniale - reddituale

Un metodo molto diffuso di stima per aziende di vari settori è il metodo misto patrimoniale - reddituale con stima autonoma del *goodwill*, noto anche come Metodo U.E.C. La sua caratteristica essenziale consiste nella ricerca di un risultato conclusivo che consideri contemporaneamente entrambi gli aspetti.

Il metodo in questione si basa sulla formula:

$$W = K + a_{n-12} (R - i_1 K_1)$$

ove:

- W = valore economico dell'azienda;
- K = patrimonio netto rettificato;
- K_1 = patrimonio netto rettificato all'inizio dell'esercizio;
- n = numero limitato e definito di anni;

- i_1 = tasso di interesse normale per investimenti esenti da rischio;
- i_b = tasso di attualizzazione del c.d. sovrareddito.

5.1.f) Metodo dei moltiplicatori

Il criterio dei multipli, pur ricadendo nella metodica di mercato e non in quella dei flussi di risultati attesi, è una valutazione relativa che permette di individuare il valore dell'azienda sintetizzando in un unico numero il processo di attualizzazione dei flussi di risultato attesi.

Il multiplo è rappresentato da un quoziente prelevato da un campione di società quotate comparabili, da applicare alla corrispondente variabile dell'azienda oggetto di stima.

I moltiplicatori maggiormente impiegati nella prassi professionale sono rappresentati dai rapporti EV/EBITDA, EV/EBIT, EV/NOPAT ed EV/SALES.

A livello operativo il multiplo EV/EBITDA è quello maggiormente utilizzato in quanto:

- consente di evitare che la stima risenta di politiche di investimento diverse tra loro, traducendosi in ammortamenti a conto economico più o meno consistenti, con evidenti difficoltà di confronto tra imprese costituenti il campione e quella oggetto di valutazione;
- nel mercato è possibile trovare un maggior numero di imprese con EBITDA positivi a fronte di possibili EBIT o NOPAT negativi;
- permette la maggior confrontabilità tra imprese appartenenti a paesi diversi attenuando l'effetto di una differente tassazione.

Nell'utilizzo del metodo dei moltiplicatori, il valutatore deve considerare la necessità o meno di rettificare il risultato ottenuto al fine di considerare le differenze presenti fra le aziende appartenenti al campione e l'azienda oggetto di valutazione.

Risulta prassi ormai consolidata rinvenire l'Equity Value della società oggetto di valutazione attraverso la somma algebrica tra il risultato ottenuto dal prodotto di EBITDA e moltiplicatore e la Posizione Finanziaria Netta (indicatore dato dalla differenza tra i debiti finanziari, indipendentemente dalla scadenza temporale, le attività finanziarie a breve e le disponibilità liquide) risultante alla data di stima.

6 Criterio metodologico adottato e determinazione del valore

Dopo aver illustrato le metodologie di valutazione d'azienda maggiormente utilizzate nella prassi professionale, lo scrivente espone i risultati delle proprie determinazioni, descrivendo le assunzioni poste alla base del lavoro svolto, i criteri valutativi impiegati e i limiti incontrati nel corso del processo di stima.

L'attività esercitata dalla fallita consisteva, come visto, (i) nell'acquisto all'ingrosso e rivendita al dettaglio di prodotti freschi, da un lato, e (ii) dalla ricezione di prodotti freschi dalla clientela, picking e distribuzione dei medesimi al dettaglio, dall'altro.

L'azienda qui oggetto di analisi possiede pertanto natura essenzialmente commerciale e risulta connotata fortemente dai rapporti di natura pressoché continuativa nel tempo consolidatisi con le proprie controparti, sia a monte che a valle del *business*.

In tale contesto, è necessario rilevare l'impossibilità di fornire un valore attuale attendibile basandosi sulle componenti di natura patrimoniale, rappresentate dai beni mobili facenti parte dell'azienda stessa, unitamente al know-how ed all'eventuale avviamento.

Le immobilizzazioni materiali, infatti, sono rappresentate dai cespiti presenti presso la sede operativa, la maggior parte dei quali risulta sostanzialmente priva di un effettivo valore commerciale all'infuori dell'attuale ubicazione.

Per gli *intangibles*, invece, che potrebbero rappresentare i beni di maggior valore tra quelli circoscritti nel perimetro dell'azienda affittata, è lecito ritenere che il relativo valore e la loro capacità di generare profitto siano strettamente connessi alla gestione dell'azienda e alla sua valorizzazione. Risulta pertanto impossibile fornire una stima autonoma del valore di tali componenti.

Tale circostanza rende quindi inapplicabile, ai fini della stima del valore dell'azienda, l'utilizzo di metodi patrimoniali o misti.

Altrettanto scarsamente rappresentative, quantomeno a parere del sottoscritto valutatore, appaiono le metodologie basate sui moltiplicatori di settore che peraltro, nel caso qui in esame,

sarebbero difficilmente rinvenibili in termini di rappresentatività e risulterebbero inficiate da una componente finanziaria frutto della gestione che ha portato la società all'insolvenza.

Lo scrivente ritiene pertanto opportuno procedere seguendo una metodologia di natura squisitamente reddituale, con la conseguente applicazione della seguente formula:

$$W = R \cdot a \cdot \frac{1}{1+i^n}$$

ove:

- W = valore economico dell'azienda
- R = reddito medio normale atteso
- i = tasso di capitalizzazione
- n = periodo di riferimento.

Quanto alla determinazione del reddito normale atteso "R", v'è subito da rilevare come i dati storici rinvenienti dai bilanci della Società fallita palesino una sensibile altalenanza di segno ed entità dei valori riscontrati nel corso degli ultimi due esercizi di attività.

Tralasciando infatti le risultanze dell'anno 2019, interessato per soli tre mesi dall'esercizio dell'azienda qui oggetto di analisi, i precedenti esercizi hanno evidenziato le seguenti componenti reddituali:

	2014	2015	2016	2017	2018
Fatturato	4.278.055	4.480.469	3.707.195	3.461.936	2.328.295
A - B	24.211	11.803	28.825 -	231.777	95.569
Risultato esercizio	2.518	13.201	6.637 -	256.420	97.554

Risulta quindi evidente come l'esercizio 2017 sia fortemente condizionato dalle componenti economiche che hanno portato la società all'insolvenza, mentre la successiva annualità debba

essere considerata poco significativa in virtù dell'emergere di valori, peraltro non aventi carattere di definitività, per nulla in linea con le più recenti *performance* aziendali.

Non rimane quindi che basarsi sulle risultanze degli esercizi che hanno palesato risultati il più possibile omogenei tra loro – gli anni dal 2014 al 2016 – e, tra di esse, concentrarsi sugli importi della “Differenza tra Valore e Costi della Produzione”, piuttosto che sul risultato d'esercizio, con ciò depurando la base dati dalle componenti finanziarie e straordinarie, queste ultime autonomamente allocate nei bilanci relativi agli esercizi presi quale riferimento.

Si procederà pertanto, ai fini della migliore quantificazione di “R”, ad effettuare la media dei valori di bilancio di “A – B” negli esercizi 2014, 2015 e 2016 che, nel caso di specie, risulta pari ad **Euro 21.613=**.

Individuata la prima componente della formula, risulta ora necessario pervenire alla determinazione del tasso di capitalizzazione “i” che, secondo la dottrina aziendale, può essere inteso come il “tasso opportunità” al quale remunerare chi investe nel capitale in attività a rischio. Esso è tipicamente espresso dalla formula:

$$i = r + s$$

dove:

r = rendimento degli investimenti finanziari esenti da rischio (tipicamente titoli di stato) a medio/lungo termine;

s = rendimento per il rischio dell'investimento specifico.

La definizione del tasso di capitalizzazione è uno dei fattori centrali della valutazione, poiché, in pratica, rappresenta la più importante sintesi di tutte le considerazioni circa la rischiosità dell'azienda.

Lo scrivente ritiene che la costruzione del tasso c.d. “per fattori” sia la tecnica preferibile.

Secondo tale tecnica, l'individuazione del tasso finale si sostanzia nella ponderazione del tasso di rendimento per le attività prive di rischio a medio/lungo termine attraverso parametri quali l'inflazione attesa, fattori specifici dell'azienda e del settore di appartenenza, oltre che del tasso di crescita ipotizzabile.

Per la determinazione del tasso di rendimento per le attività prive di rischio a medio/lungo termine, il sottoscritto ritiene di far riferimento alla media dei rendimenti degli ultimi dodici mesi disponibili (settembre 2018 – agosto 2019) dei BTP decennali che, sulla base di quanto pubblicato nelle statistiche finanziarie di Banca d'Italia, è pari al 2,64%.

Tale tasso costituisce la base di partenza cui sommare algebricamente le seguenti componenti:

- riduzione per inflazione;
- maggiorazione per rischio azionario;
- variazione per settore di attività;
- variazione per fattore dimensionale;
- variazione per altri fattori specifici dell'azienda;
- tasso di crescita.

Partendo dalla componente inflattiva, stanti gli attuali tassi ed il fatto che, per le ragioni che si vedranno appresso, risulterà opportuno considerare un orizzonte temporale limitato, il sottoscritto ritiene di dover considerare, a mero scopo prudenziale, una riduzione pari all'1%.

Quanto al rischio azionario, un atteggiamento di natura squisitamente prudenziale suggerisce di non applicare alcuna maggiorazione a tale titolo.

Venendo ora ai fattori specifici della realtà oggetto di analisi (settore di attività, fattore dimensionale ed altre specificità dell'azienda), si deve in questa sede rilevare come ci si trovi innanzi ad uno scenario connotato da:

- una tipologia merceologica e di servizio di tipo tradizionale presente in un mercato ove i relativi leader adottano soluzioni sempre più innovative e tecnologiche, forti peraltro di strutture dimensionalmente considerevoli e maggiore capacità finanziaria;

- un'azienda con volumi, anche in virtù delle considerazioni testé svolte, di medio basse dimensioni, legate peraltro ad un mercato in continua evoluzione;
- un'attività condotta comunque nel corso degli ultimi anni da società poi fallita, con tutte le conseguenze del caso anche in termini di avviamento commerciale e tenuta del marchio.

Tutti tali aspetti portano quindi a ritenere come siano fondatamente attribuibili i seguenti valori:

- maggiorazione per rischio di settore: 2%;
- maggiorazione per rischio dimensionale: 2%;
- maggiorazione per altri fattori specifici: 3%.

Anche le suesposte valorizzazioni risultano caratterizzate, rispetto alle varianze medie registrate nel corso degli ultimi anni, da un approccio estremamente prudentiale.

Quanto infine al tasso di crescita, sulla base delle caratteristiche del ramo oggetto di analisi e secondo la migliore dottrina, è da ritenersi non applicabile alcuna variazione.

Individuate pertanto tutte le variabili necessarie, si perviene ad una misura del tasso di capitalizzazione dell'**8,64%** ($2,64 - 1 + 2 + 2 + 3 \pm 0$).

Risulta ora necessario definire l'ultimo parametro necessario, ovvero sia l'arco temporale di riferimento e, a tale riguardo, per le medesime considerazioni svolte in relazione ai fattori specifici sopra individuati, ragioni di prudenza inducono a ritenere adeguato un periodo pari a non più di **3 anni**.

Le variabili sopra descritte portano quindi ad un valore di $a_{n|}$ pari a **2,5476**.

Pertanto, moltiplicando il reddito normale atteso di euro 21.613= per il suddetto $a_{n|}$ pari a 2,5467, si ottiene un'attendibile quantificazione del valore attuale di mercato del ramo d'azienda di proprietà della Fallita di complessivi Euro 55.000,00= (valore arrotondato al migliaio).

7 Risultati e conclusioni

Alla luce di quanto sopra svolto, sulla base dei documenti messi a disposizione dalla fallita
, degli accertamenti e delle indagini svolte, delle informazioni assunte e di tutto
quanto precede, il sottoscritto perito estimatore ritiene di poter addivenire alla seguente
conclusiva.

Il valore attuale di mercato fondatamente attribuibile al ramo d'azienda posseduto dalla Società
ed attualmente condotto in affitto da ammonta ad **Euro**
55.000=.

Con quanto sopra esposto il sottoscritto perito ritiene di aver assolto all'incarico affidatogli,
secondo perizia, indipendenza e in ottemperanza alle disposizioni di legge.

Milano, li 20 novembre 2019

Dott. Andrea Zonca

