

# TRIBUNALE DI SIENA

**Fallimento:** 23/2019 ARREDOBAGNO 19 S.r.l. in liquidazione  
C.F. 00522920529

**Giudice Delegato:** Dottoressa VALENTINA LISI  
**Curatore:** Dottoressa CHIARA VANNI

STIMA DEL VALORE DI AVVIAMENTO E DEI BENI IMMATERIALI

Stimatore: Dott. GIOVANNI NARDI

Siena li 07.10.19

Il presente atto è redatto in formato telematico con le seguenti tecniche informatiche idonee ad agevolare la consultazione o la fruizione:

- richiami interni cliccabili per lo spostamento immediato al relativo allegato;
- abilitazione della ricerca testuale all'interno dell'atto;
- testo abilitato al copia e incolla

## SOMMARIO

<b>1. INDIPENDENZA</b> .....	3
<b>2. DATI</b> .....	3
<b>3. DEFINIZIONE DELL'INCARICO</b> .....	3
3.1 CRITERI.....	3
3.2 FINALITA' .....	3
3.3 CENNI STORICI SINTETICI.....	3
<b>4. LA VALUTAZIONE</b> .....	4
4.1 METODI.....	5
4.2 PECULIARITA' DI ARREDOBAGNO 19 S.r.l.....	7
4.3 CALCOLO DEL REDDITO POTENZIALE PROSPETTICO .....	8
<b>5. CONCLUSIONI</b> .....	10
ALLEGATI .....	10

# TRIBUNALE DI SIENA

**Fallimento:** 23/2019 ARREDOBAGNO 19 S.r.l. in liquidazione C.F. 00522920529

**Giudice Delegato:** Dottoressa VALENTINA LISI

**Curatore:** Dottoressa CHIARA VANNI

Il sottoscritto Dott. GIOVANNI NARDI nato a Siena l'11.03.1962 con studio ivi in Via XXIV Maggio 1, iscritto al n. 79/A dell'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Siena, al n. 40633 del Registro Revisori Legali e al n. 354 del Registro dei Gestori delle Crisi da Sovraindebitamento, tel 057740386 PEC: [nardigiovanni@lamiapec.it](mailto:nardigiovanni@lamiapec.it), ha ricevuto l'incarico dal curatore di stimare il valore dell'avviamento e di eventuali altri valori immateriali relativi all'azienda di proprietà della società fallita.

## 1. INDIPENDENZA

Il sottoscritto dichiara di non aver nessun interesse particolare nella stima o altre posizioni di conflitto che possano alterare l'obiettività.

## 2. DATI

I dati sono stati forniti dai seguenti soggetti:

- dal curatore fallimentare: dati contabili, documenti relativi alla società fallita, stime in ambito fallimentare;
- dagli organi della Pubblica Amministrazione (in particolare dal Registro delle Imprese di Siena): bilanci delle aziende concorrenti.

## 3. DEFINIZIONE DELL'INCARICO

La stima è ufficiale al fine di determinare il prezzo base per la vendita concorsuale. Nel prosieguo saranno descritti l'azienda, i metodi di valutazione e le motivazioni che hanno indotto ad adottare un metodo piuttosto che un altro.

### 3.1 CRITERI

Lo scrivente, nel redigere questa stima giudiziale, si è proposto di attenersi ai seguenti principi di valutazione enunciati sia negli Stati Uniti dall'American Society of Appraisers, che in Germania dai Revisori Contabili Tedeschi.

### 3.2 FINALITA'

Stimare il valore dell'avviamento e di eventuali altri valori immateriali relativi all'azienda di proprietà della società fallita

### 3.3 CENNI STORICI SINTETICI

Sulle cause e circostanze del fallimento si è già soffermato il curatore nella relazione ex art. 33 legge fallimentare e questa stima, che ha finalità completamente diverse da quelle che la suddetta norma impone, non vuole costituire in nessun modo una integrazione o una interferenza su attività e funzioni del curatore.

Le considerazioni sviluppate nella presente relazione hanno il solo scopo di individuare il valore dell'Avviamento e dei beni immateriali derivanti dall'azienda come complesso di beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa ex art. 2555 C.C..

Dalla contabilità non risulta che la società abbia sostenuto spese di avviamento o abbia effettuato altri investimenti in beni immateriali sebbene dai documenti aziendali risulti che la società è titolare:

- dei brevetti n. 58 del 19.05.06 e n. 92 del 21.09.06 ([DOC. 01](#));
- del logo "CAPANNOLI G.F. srl" ([DOC. 01](#)) che è stato registrato sin dal 10.07.09 dalla società CAPANNOLI G.F. srl (oggi ARREDO BAGNO srl – cfr. variazione denominazione sociale del 19.04.19).
- del marchio TUSCA depositato il 31.12.17 numero registrazione 302017000142772 ([DOCC. 01 bis](#) e [01 ter](#)).

In data 09.04.19 la società ha stipulato un contratto di affitto di azienda (DOC. 02).

In data 11.06.19 la società è fallita.

#### **4. LA VALUTAZIONE**

La presente valutazione è stata elaborata nella convinzione che:

- i flussi attesi di reddito sono l'indicatore più valido per la determinazione del valore dell'azienda prima e, conseguentemente, del teorico valore di avviamento ;
- è impossibile definire e misurare il valore senza conoscere la vita delle imprese, le strategie e i comportamenti;
- i giudizi basati esclusivamente sui dati contabili sono indeterminati e incompleti;
- da sempre, nell'ottica delle discipline economiche, il risultato economico è la dimensione rilevante e determinante;
- l'attualizzazione dei flussi attesi è oggi il fondamento riconosciuto della valutazione delle aziende anche se, talvolta, non conduce necessariamente a stime di capitale economico (es. metodi misti patrimoniali / reddituali);
- è sostanzialmente il mercato che poi decide il vero valore dell'azienda e quindi dell'avviamento. E' la contrapposizione tra domanda e offerta e i rispettivi prezzi – limite che determina il prezzo;
- la valutazione stessa è influenzata da considerazioni e propensioni soggettive, da sinergie potenziali, esistenti o sperate;
- è un'illusione l'idea che l'applicazione di poche formule significhi valutare un'impresa;
- è la capacità dell'imprenditore a fare la differenza tra le aziende operanti nello stesso bacino di utenza.

#### 4.1 METODI

A giudizio della dottrina e del mondo accademico nazionale e internazionale è ormai consolidato che i metodi patrimoniali non possono considerarsi una soluzione razionale al problema della valutazione dell'azienda e che, mutuando dalle elaborazioni del mondo anglosassone, i metodi patrimoniali sono totalmente rimpiazzati dai metodi fondati sui flussi attesi anche se, dall'informazione sul patrimonio, non si può prescindere.

Le ragioni del discredito dei risultati storico - contabili sono principalmente legate:

- alle regole giuridico-formali che condizionano pesantemente i risultati di bilancio;
- alle politiche di bilancio utilizzate al fine di comporre contrapposti interessi delle varie categorie di creditori (fra cui è compreso il fisco);
- al noto fatto che i risultati contabili, per ragioni in parte cautelative ed in parte legate alla carenza di metodologie standardizzate di calcolo, trascurano sostanzialmente la dinamica del valore dei beni immateriali;
- alla circostanza che i risultati contabili sono inevitabilmente orientati al passato; così che essi non scontano le modificazioni che intervengono nei rischi che gravano sull'impresa e sui suoi flussi attesi.

Nel caso di specie inoltre:

- a) è impossibile valutare l'azienda su dati fallimentari;
- b) le considerazioni sopra esposte sulla compressione dei dati di bilancio sono ulteriormente aggravate dalla gestione pre-fallimentare.

In questo elenco l'aspetto massimamente problematico riguarda la misurazione della dinamica dei beni immateriali. Aspetto che non solo non è di solito compreso nei risultati contabili, ma che suscita comunque gravi problemi di stima. Ciò in quanto i beni immateriali sono, presi singolarmente, difficilmente misurabili.

Nel caso in esame per la valutazione non è stato applicato il metodo del "Debt free approach" in quanto, come E.I. Altman sostiene, l'aumento dell'indebitamento, al di là di un certo livello, provoca un corrispondente aumento dei "costi di dissesto", che comprendono sia i costi diretti sia i costi indiretti. Questi ultimi sono:

- 1) le perdite di vendite e di opportunità di vario tipo connesse al fatto che i clienti mal volentieri trattano con aziende in difficoltà;
- 2) i maggiori costi imposti dalle banche e dai vari fornitori per concedere credito.

Sono proprio i costi indiretti l'addendo di maggior peso, anche se non agevolmente misurabile.

Uno strumento di valutazione che più si adatterebbe al caso di specie, potrebbe essere quello dell'approccio delle società comparabili.

Non è stato scelto questo criteri per vari motivi di seguito elencati che si aggiungono a quelli già propri di questo criterio e che succintamente si possono riassumere nella considerazione che mai un'azienda è uguale ad un'altra:

- I dati di bilancio delle società concorrenti, nella provincia di Siena, aventi le medesime caratteristiche di quella da valutare, sono stati acquisiti al solo scopo di confrontare le dinamiche organizzative interne così come risultanti dai bilanci resi pubblici. Tuttavia questa valutazione, come detto in premessa, ha una valenza pubblica e di pubblicità e non è ritenuto corretto divulgare ipotetici valori di avviamento di aziende terze che non hanno affidato alcun incarico allo scrivente e che vedrebbero il loro teorico valore divulgato addirittura a loro insaputa.
- Una stima ispirata a tale criterio è invece l'ideale nel caso in cui l'imprenditore intenda scegliere, fra varie opportunità del mercato, quella più consona alle proprie propensioni.
- E' il criterio di stima migliore per avere riferimenti base per una trattativa ma non certo per stabilire il prezzo base per le finalità utili alla curatela.

Nel caso in esame non sono applicabili neppure i metodi misti patrimoniali – reddituali per motivi agevolmente intuibili da quanto precedentemente detto e che possono essere sintetizzati nella mancanza di affidabilità, ai fini valutativi, delle informazioni contabili.

La scelta del criterio da adottare per determinare il valore dell'azienda in esame si restringe quindi fra quello reddituale e quello finanziario.

Vari argomenti, a giudizio del sottoscritto, dimostrano la superiorità concettuale e operativa dei metodi reddituali rispetto a quelli finanziari. Essi si possono sintetizzare in tre punti:

- a. i metodi reddituali sono in grado di condurre, a certe condizioni, a valutazioni di capitale economico;
- b. il flusso reddituale è il “vero” risultato nel breve-medio periodo;
- c. esso ha un più alto grado di prevedibilità.

Per ARREDOBAGNO 19 S.r.l, come detto, non possiamo basarci su grandezze “in atto”, stante lo status giuridico ed economico della società.

E' necessario quindi fare riferimento a grandezze potenziali non dimostrate ma stimate e raggiungibili con ragionevole probabilità sulla base di premesse esistenti ed individuabili tenuto conto degli sviluppi potenziali nel breve – medio termine.

#### 4.2 PECULIARITA' DI ARREDOBAGNO 19 S.r.l

Nel quadro sinottico allegato ([DOC. 03](#)) sono riprodotti i dati aggregati dei bilanci degli esercizi immediatamente precedenti a quello della dichiarazione di fallimento in cui l'attività di produzione è stata svolta normalmente. Emerge in tutta evidenza che, in tutti gli anni presi in esame, due voci sono veramente anomale se poste in relazione al volume degli affari e degli acquisti: il costo del personale dipendente e il costo per l'acquisizione dei servizi.

Anche il dato degli interessi e oneri finanziari è anomalo rispetto ad una gestione ordinata; però questo è la diretta conseguenza delle suesposte criticità e contribuisce ad appesantire un giudizio negativo sulla gestione economica che ha caratterizzato gli ultimi anni di vita dell'impresa poi fallita.

La circostanza dell'eccessivo ricorso alle prestazioni lavorative interne è dimostrata dal costo complessivo di retribuzioni in ambito amministrativo sia per dipendenti che per compensi al consiglio di amministrazione (a titolo di esempio cfr. dettaglio analitico dei costi cfr. [DOC. 04](#) – bilancio 2017 e [DOC. 05](#) bilancio 2018 mastro 67 e sottoconto 6707000002) .

Nel [DOC. 06](#) sono stati confrontati i soli dati del conto economico di altre società concorrenti e operanti nello stesso territorio (DOCC. [6.1](#), [6.2](#), [6.3](#) e [6.4](#)) al solo fine di utilizzarli come *benchmark* per eventualmente corroborare la tesi dell'eccessivo ricorso alle prestazioni di terzi.

Se ne evince che la gestione più redditizia è quella più equilibrata in termini di approvvigionamento di: *i.* materie per la produzione di beni e servizi, *ii.* esternalizzazioni *iii.* di prestazioni di lavoratori dipendenti.

ARREDOBAGNO 19 S.r.l invece, nella storia dei suoi bilanci, ha esasperato verso l'alto tutti i citati fattori produttivi pagandone le conseguenze note.

Si ritiene dunque che il valore teorico dei beni immateriali, considerati nel loro complesso, possa essere ricavato dalla attualizzazione del risultato economico risultante dalla elaborazione prospettica della redditività esprimibile dall'impresa oggetto di valutazione gestita adottando quei parametri che per le concorrenti si sono risultati vincenti (esattamente la finalità del c.d. *benchmark*).

E' stato ritenuto non calcolabile il valore dei brevetti n. 58 del 19.05.06 e n. 92 del 21.09.06 e del logo "CAPANNOLI G.F. srl" poiché, dalle ricerche effettuate, non risulta che abbiano una notorietà tale da potergli attribuire una autonoma valutazione. Essi sono inscindibilmente ancorati ai beni immessi sul mercato dalla società stessa, alla reputazione della titolare e quindi compresi nel valore di avviamento.

Nella determinazione del valore potenziale complessivo dell'azienda, da cui è stato enucleato il valore di avviamento e dei beni immateriali (c.d. *intangibile assets* o *intagibles*), non sono stati considerati i beni immobili. Trattasi di capannoni industriali di proprietà della fallita che non hanno subito modifiche interne tali da rendere particolarmente onerosa o complicata la migrazione in altro opificio fungibile, né necessitanti di particolari modifiche per ospitare nuovi insediamenti produttivi per l'esercizio di attività artigianali/industriali anche diverse da quella ivi attualmente esercitata.

Persino la società che adesso sta conducendo in affitto l'azienda di cui oggi è valutato l'avviamento, potrebbe decidere di trasferire altrove la sede operativa senza alterare il valore di avviamento che è per la massima parte generato non già dal commercio al dettaglio in sede fissa ma dall'utilizzo di una rete di agenti e rappresentanti che procacciano commesse provenienti da chi distribuisce i prodotti ai consumatori finali.

4.3 CALCOLO DEL REDDITO POTENZIALE PROSPETTICO, elaborato in ragione della massima efficienza in rapporto con il volume degli affari, riscontrata nell'ambito della medesima provincia tra le aziende del settore

**A: FLUSSO DELLE ENTRATE: VALORE DELLA PRODUZIONE**

La fallita nell'anno precedente il fallimento, con la situazione finanziaria già compromessa, era comunque riuscita a produrre ricavi per € 2.142.526. Si ritiene che questa possa essere la base minima da cui partire per determinare i flussi reddituali potenziali in quanto l'azienda, già in crisi e a seguito delle non condivisibili scelte commerciali sopra meglio descritte, è stata comunque in grado di raggiungere il predetto fatturato. **€ 2.100.000**

**B: FLUSSO DELLE USCITE: COSTO DELLA PRODUZIONE**

B.1 L'incidenza delle <b>materie prime</b> da immettere nel ciclo produttivo rispetto al volume degli affari è del 36%	<b>€ 756.000</b>
B.2 La ottimale incidenza dei <b>servizi</b> è del 25%	<b>€ 525.000</b>
B.3 Spese per godimento <b>beni di terzi</b> (cfr. contratto di affitto di azienda ( <a href="#">DOC. 02</a> ))	<b>€ 30.000</b>
B.4 costo del <b>personale</b> . Incidenza 21%	<b>€ 441.000</b>
B.5 altri <b>costi di gestione</b> . Per questa voce, viste le dimensioni dell'azienda, tenuto conto della circostanza che il fallimento implica comunque oneri aggiuntivi conseguenti alla continuità interrotta (commesse, rete commerciale, relazioni, ecc) è stata scelta una percentuale di incidenza medio – alta pari al 3%	<b>€ 63.000</b>
B.6 <b>Interessi e oneri finanziari</b> . La fase di ripresa dell'attività industriale implica necessariamente uno sforzo finanziario maggiore conseguente alla continuità interrotta e alla diffidenza generata nonché alla inevitabile riduzione del merito creditizio; incidenza 3%	<b>€ 63.000</b>
Risultato prima delle imposte	<b>€ 222.000</b>
B.7 Imposte. Le imposte sono state calcolate al 30%	<b>€ 66.600</b>
Utile netto	<b>€ 155.400</b>

A questo punto è necessario “attualizzare” il risultato conseguito per determinare il valore e si pone quindi il problema sul criterio del calcolo del tasso di attualizzazione.

Sinteticamente si riassumono i criteri che hanno influenzato la scelta fatta.

Dal punto di vista teorico, la valutazione dell'impresa fondata sui flussi reddituali o finanziari consiste nella determinazione dell' "equivalente certo" di un flusso futuro di risultati incerti. L'incertezza ha rilievo nelle scelte interessanti tutte le componenti della formula valutativa: i flussi attesi, la durata dei flussi, il tasso di attualizzazione.

Nel caso in esame è stato applicato il criterio della costruzione per fattori che consiste nell'identificazione delle principali circostanze dalle quali il rischio aziendale può considerarsi definito.

Ogni metodo ha, come punto di partenza, il principio che il tasso sia costituito da due componenti:

- il compenso per il decorrere del tempo (è la remunerazione finanziaria di investimenti “senza rischio”, cioè legata solo al decorrere del tempo). E' stato preso a riferimento il reddito effettivo netto di titoli di Stato a lungo termine in quanto l'investimento in un'azienda è più da considerarsi un'operazione finanziaria a lungo termine anziché a breve (Buoni del Tesoro Poliennali – 0,67%)
- il compenso per il rischio (è la remunerazione per il rischio dell'investimento specifico) composto dai seguenti fattori:
  - 1) maggiorazione per l'investimento azionario; nell'esperienza italiana la maggiorazione in esame, per le aziende del settore, può essere stimata tra il 4% e il 6%. In considerazione della fase economica che sta vivendo l'Europa in generale e l'Italia in particolare nonché, nello specifica ARREDOBAGNO 19 S.r.l è stato utilizzato il coefficiente maggiore.
  - 2) la maggiorazione per il rischio dimensionale applicabile alle aziende di ridotta dimensione è stata considerata nella misura massima (8%) in ragione delle peculiarità di ARREDOBAGNO

19 S.r.l e per la globalizzazione che rende esasperatamente competitivo il mercato per le aziende di piccole dimensioni;

3) la maggiorazione per altri fattori comprendente:

- il rischio di settore. In particolare sono soggette a tale rischio quelle aziende che, per la produzione, impiegano macchinari a bassa tecnologia e scarsa informatizzazione (caso in esame);
- il rischio finanziario (è piuttosto elevato per i casi di insolvenza e per le difficoltà e le spese necessarie per attivare e portare a termine la procedura recupero crediti);
- il grado di diversificazione (il rischio decresce all'aumentare della diversificazione dell'azienda con riguardo ai prodotti e ai mercati. Nel comparto metalmeccanico la possibilità di diversificazione è particolarmente elevata sia per l'idoneità delle macchine a produrre prodotti diversi sia per l'azienda di produrre vari beni.

L'ultimo dei questi fattori di cui al punto 3) è stato considerato prossimo allo zero stanti le considerazioni sull'azienda sopra riportate.

Riassumendo avremo:

Tasso netto senza rischio	0,67
Maggiorazione per investimento azionario	6,00
Maggiorazione per rischio dimensionale	8,00
Maggiorazione rischio di settore, rischio finanziario e grado di diversificazione	8,00
	<hr/>
	22,67

Pertanto, in applicazione della formula  $W = R/i$

dove: W = valore potenziale

R = reddito medio atteso (€ 155.400)

i = tasso 22,67

avremo **valore dell'azienda funzionante** dotata dei beni di cui al contratto di affitto di azienda e estimatorio:

$$155.400,00 * 100 / 22,67 = \mathbf{\text{€ } 685.487,43}$$

L'avviamento è quindi calcolato come segue:

Valore dell'azienda	685.487,43
- Valore delle dotazioni	
Attrezzatura ( <a href="#">DOC. 07</a> )	42.390,00
Magazzino ( <a href="#">DOC. 08</a> )	<u>560.000,00</u>
	<u>602.390,00</u>
<b>Valore dell'avviamento</b>	<b>83.097,43</b>

## 5. CONCLUSIONI

Il valore di avviamento e dei beni immateriali è ricavato dal valore dell'azienda come sopra determinato (€ 685.487,43) a cui devono essere detratti i valori delle dotazioni materiali che concorrono a formarlo. Queste ultime, su incarico del curatore, sono state stimate dal Geom. MASSIMO PAGLIAI (DOC. 07) e dalla C.T.U. ANTONELLA NERI (DOC. 08) per un totale di € 602.390,00.

**E' ritenuto congruo stabilire il valore complessivo di avviamento e dei beni immateriali in € 83.000,00 (ottantaremilavirgolazerozero).**

### ALLEGATI

DOC. 01: brevetti e logo;  
DOCC. 01 bis e ter: marchio TUSCA;  
DOC. 02: contratto di affitto di azienda  
DOC. 03: quadro sinottico bilanci precedenti;  
DOC. 04: bilancio 2017;  
DOC. 05: bilancio 2018;  
DOC. 06: confronto bilanci concorrenti;  
DOCC. [6.1](#), [6.2](#), [6.3](#) e [6.4](#) bilanci concorrenti;  
DOC. 07: stima attrezzatura;  
DOC. 08: stima magazzino.

Il sottoscritto ritiene di aver risposto esaurientemente al quesito, ringrazia per la fiducia accordatagli resta a disposizione per ogni eventuale chiarimento o integrazione.

Siena li 07.10.19

Il C.T.U.  
Giovanni Nardi