

TRIBUNALE DI ANCONA
Fallimento n. 56/2018
Giudice Delegato Dott.ssa Giuliana Filippello
Curatore Dott. Paolo Nigrotti

*****. in liquidazione

VALUTAZIONE AZIENDALE

1. OGGETTO DELL'INCARICO

La sottoscritta Caterina Del Gobbo, Dottore Commercialista con studio in Ancona, Corso Mazzini n. 148, iscritta all'albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Ancona al n. 127/A ed al Registro dei Revisori Contabili al n. 18993 (G.U. n. 31 bis del 21/4/1995) è stata incaricata dal curatore fallimentare Dott. Paolo Nigrotti di stimare il valore complessivo dell'azienda della società fallita ***** in liquidazione (di seguito *****o Società), costituita dai beni materiali ed immateriali.

La valutazione è finalizzata a pervenire al più congruo valore dell'azienda, al fine della cessione e/o dell'affitto della stessa a terzi nell'ambito della procedura fallimentare.

In adempimento dell'incarico ricevuto ha esperito le necessarie verifiche e dopo aver assunto le opportune informazioni, praticando ogni riscontro contabile ed amministrativo, presenta il seguente elaborato di stima.

2. CENNI STORICI E GENERALI

Sulla scorta del fascicolo storico camerale aggiornato e della documentazione ricevuta dal Curatore fallimentare la scrivente ha reperito le seguenti informazioni.

La Società viene costituita in data 19/7/2006 con sede in Ancona Strada Vecchia del Pinocchio n. 33, con iscrizione nella sezione ordinaria al Registro delle Imprese di Ancona il 28/7/2006, codice fiscale e partita iva n. 02296220425, numero REA AN – 176222.

Il capitale sociale di euro 100.000 è suddiviso tra i Signori:

La società è stata posta in liquidazione in data 8/8/2017 con nomina a liquidatore dell'Ing. *****, già amministratore unico della società.

Con atto del 30/9/2017 è stato nominato Revisore Unico l'Avv. Luigi Fuscia con durata in carica di anni tre.

L'oggetto sociale principale è "la progettazione, lo sviluppo, la produzione e il commercio di apparecchiature elettromeccaniche ed elettroniche per applicazioni industriali, di consumo ed attività connesse ed affini; l'offerta e l'esecuzione di servizi di consulenze, sia in campo tecnico che commerciale; ricerca e sviluppo (settore elettrodomestici); ingegnerizzazione, sviluppo progetti; produzione e vendita di macchine per collaudo parametrico e funzionale di schede elettroniche; la realizzazione, l'acquisizione, la vendita, lo sfruttamento di brevetti inerenti la propria attività, la concessione a terzi dello sfruttamento dei propri brevetti, nonché l'assunzione e la concessione di agenzie e rappresentanze, anche con deposito, con o senza esclusiva, sempre inerenti o collegate all'attività esercitata".

Si legge in una brochure informativa che la consolidata esperienza e l'elevata professionalità raggiunta dal personale, coniugata alla offerta di un servizio completo ed integrato nella progettazione e produzione di soluzioni elettroniche hanno permesso ad ***** di rispondere in modo rapido ed efficiente alle più diverse richieste di un mercato esigente e sofisticato, assicurando alla propria clientela la completezza del servizio, la gestione totale della fornitura nei tempi e nelle modalità richieste, garantendo concorrenzialità nei prezzi rapportata ad un elevato livello qualitativo.

Il valore della Società era rappresentato dalle risorse umane, dalla tecnologia, dalle idee e dalle soluzioni prospettate.

Si annoveravano tra i principali clienti: ***** , ***** , ***** , ***** , ***** ed altri.

Le competenze di cui ***** era dotata riuscivano a coprire tutta la catena di valore, attraverso la collaborazione costante con il cliente, per soddisfarne interamente gli obiettivi e le aspettative strategiche: studio di fattibilità; definizione delle specifiche di progetto, progettazione hardware e software, ingegneria di prodotto, prototipi, definizione del processo produttivo, produzione, test, logistica ed assistenza post vendita.

Nel mercato consumer la ***** vantava una vasta gamma di esperienze progettuali e competenze produttive nel bianco domestico, cottura e aspirazioni fumi, sviluppando soluzioni nel settore delle lavatrici, asciugatrici, lavastoviglie, frigoriferi, forni, cappe aspiranti.

Negli anni 2015 e 2016 la Società raggiungeva buoni livelli di fatturato ottenendo ricavi per oltre euro 9.000.000.

Il 2016 chiudeva tuttavia con una pesante perdita di esercizio correlata in prevalenza a fattori endogeni: l'abbattimento del valore del magazzino causato anche dalla rapida obsolescenza dei componenti elettronici; l'appostazione tra i costi delle immobilizzazioni immateriali legate ai costi per ricerca e sviluppo; la contabilizzazione di sanzioni fiscali e previdenziali; la difficoltà incontrata nella (regolare) riscossione delle forniture effettuate e le conseguenti perdite su crediti legate a clienti in procedura concorsuale; la asserita concorrenza da parte di un ex dipendente. Problemi importanti si sono manifestati con la società tunisina che ha di fatto paralizzato la produzione di *****. Nella impossibilità di produrre si è innescata una crisi finanziaria che ha costretto la Società a porre in essere una serie di azioni: vendita alla ***** di Verona, società con cui nel 2013 era iniziata una collaborazione commerciale, di alcune attrezzature e brevetti; cessione di alcuni progetti alla società spagnola ***** per la gestione del business con****; cessione di alcuni progetti alla ***** per la gestione della produzione del cliente *****; rinuncia ad alcuni clienti.

A causa della crisi aziendale che emergeva in tutta la sua evidenza nel bilancio chiuso al 31/12/2016 con un risultato negativo di euro 1.318.591 e della impossibilità di ripianare le perdite ricostituendo il capitale sociale al minimo di legge, la Società veniva posta in liquidazione.

Il 21/10/2017 depositava ricorso per ammissione alla procedura di concordato preventivo in continuazione ex art. 186 bis L.F., dichiarato inammissibile dal Tribunale di Ancona, che con sentenza del 16-18/7/2018 dichiarava il fallimento della Società e la nomina a curatore fallimentare del Dott. Paolo Nigrotti.

Il 15/12/2017***** stipulava con la *****. (di seguito *****) un contratto di “collaborazione industriale” finalizzato ad evitare che***** perdesse le commesse dai clienti, con il rischio della risoluzione del rapporto di fornitura e della applicazione di penali per i ritardi nelle consegne dei lavori.

Con tale contratto:

- ***** si impegnava ad acquistare componenti e materiali da*****, fornendole in tal modo la liquidità necessaria alla prosecuzione dell’attività per il completamento delle commesse e consegne dei relativi prodotti; a gestire in sinergia con***** nuove commesse provenienti dalle multinazionali;
- ***** autorizzava ***** ad industrializzare i suoi prodotti specifici, anche se coperti da brevetto o da privativa industriale.

In pari data veniva stipulato contratto di “associazione in partecipazione” in base al quale ***** nella qualifica di “associante” avrebbe gestito la industrializzazione dei prodotti e dei processi industriali relativi mentre*****, quale “associato”, avrebbe apportato l’intera azienda.

L’associante si impegnava a pagare tutti i costi relativi alla gestione dell’impresa, in particolare le utenze, il personale dipendente ed i relativi oneri accessori, i canoni di locazione. Il pagamento era previsto con rimessa diretta a vista, entro il termine contrattuale in capo all’associato.

All’associato spettavano gli utili dell’attività, nella misura del 70% dell’utile ante imposte risultante da apposito rendiconto.

Sempre in pari data veniva stipulato “contratto estimatorio” finalizzato alla cessione ad ***** dei beni merce detenuti da***** (prodotti finiti, semilavorati e materie prime) con analitica determinazione del prezzo da riconoscersi ad*****.

Il Curatore Fallimentare è subentrato nei predetti contratti ai sensi dell’art. 72 L.F. con atto avente effetto novativo e temporaneo in data 28/9/2018, nell’ottica della valorizzazione del compendio aziendale conseguente alla continuazione dell’attività d’impresa ed alle seguenti condizioni:

- pagamento da parte di ***** del residuo debito portato verso*****;

- pagamento del magazzino contestualmente ai prelievi effettuati in forza del contratto estimatorio;
- concessione della garanzia sulla partecipazione totalitaria detenuta dal socio unico di ***** per assicurare i pagamenti pattuiti;
- pagamento da parte di ***** dei costi di gestione corrente derivanti dalla prosecuzione del contratto di associazione in partecipazione;
- impegno irrevocabile da parte di *****, all'esito della procedura competitiva, a cedere all'aggiudicatario subentrante i nuovi contratti dalla stessa acquisiti.

Per pervenire alla liquidazione dell'azienda o di suoi rami con le procedure previste dagli artt. 105 e 107 L.F. si rende necessario addivenire alla sua valutazione.

È importante sottolineare che la valutazione, pur relativa ad azienda che si trova in procedura fallimentare, viene effettuata nell'ottica della continuità aziendale, con l'obiettivo che l'azienda venga ceduta a soggetti realmente interessati alla attività svolta dalla Società ed anzi con lo scopo di sfruttare ulteriormente le potenzialità esistenti. A tale proposito occorre sottolineare come la Società prima e il curatore poi, subentrando al contratto di associazione in partecipazione, abbiano mantenuto un vitale pacchetto di clienti, il know how portato dal personale specializzato, nell'obiettivo atteso di garantire un fatturato annuo in progressiva crescita.

Ai fini della presente relazione sono state utilizzate le informazioni di dettaglio derivanti dai documenti consegnati alla scrivente dalla società fallita.

Di seguito la documentazione utilizzata:

- dati di bilancio di ***** in liquidazione chiusi alla data del 31/12/2013, 31/12/2014, 31/12/2015, 31/12/2016, 31/12/2017;
- situazione contabile economico patrimoniale al 18/7/2018;
- visura camerale;
- verbale di inventario fallimentare ex art. 87 L.F.;
- valutazione dei beni mobili redatta dal Geom. Andrea Frati;
- elenco dei brevetti a nome*****;

- contratto di collaborazione industriale in data 15/12/2017 tra la **** e la *****;
- contratto di associazione in partecipazione in data 15/12/2017 tra la ***** – associante - e la***** – associato;
- contratto estimatorio in data 15/12/2017 tra la***** e la *****;
- business plan redatto dal ***** per il periodo 2018 - 2022.

Ulteriori informazioni sono state acquisite dalla documentazione relativa alla fase concordataria, in particolare dalla domanda di ammissione alla procedura di concordato preventivo e dalle relazioni del commissario giudiziale.

3. VALORI ECONOMICI

Operazione preliminare per procedere alla valutazione è stata quella di riclassificare i dati economici di bilancio. Sono stati utilizzati i bilanci della società fallita sino al periodo della messa in liquidazione e il dato fornito dalla associante, utilizzatrice dei brevetti ***** a seguito del contratto di associazione in partecipazione del 15/12/2017. La sintesi dei dati del conto economico, che qui ci interessa, è rappresentata nella tabella a seguire:

	2013	2014	2015	2016	2017	18/07/2018
Ricavi delle vendite	8.611.288	6.756.169	9.079.144	9.115.532	4.983.250	366.592
Variazione delle rimanenze	- 48.637	- 25.661	279.882	- 208.756	- 87.312	- 345.674
Altri ricavi	204.256	274.294	72.886	819.942	434.553	3
Totale valore della produzione	8.766.907	7.004.802	9.431.912	9.726.718	5.330.491	20.921
Costi materie prime	6.928.461	5.770.761	6.694.502	7.227.795	4.106.168	7.623
Costi per servizi	958.898	719.338	769.631	1.002.145	589.708	60.168
Costi per il personale	396.028	1.149.491	1.144.792	999.081	771.038	457.997
Altri costi	278.196	436.477	571.805	1.633.433	573.885	737.490
Totale costi della produzione	8.561.583	8.076.067	9.180.730	10.862.454	6.040.799	1.263.278
Diff. tra valore e costi della produzione	205.324	- 1.071.265	251.182	- 1.135.736	- 710.308	- 1.242.357
Proventi e oneri finanziari	- 129.950	- 153.760	- 162.944	- 154.417	- 160.852	- 74.236
Proventi e oneri straordinari	- 2.725	- 6.171	- 10.731	- 10.080	-	- 145
Imposte dell'esercizio	- 52.649	- 112.941	- 62.625	- 18.358	-	-
Risultato dell'esercizio	20.000	- 1.344.137	14.882	- 1.318.591	- 871.160	- 1.316.737

Dall'analisi comparata emerge che la fallita, dopo un biennio di buoni livelli di fatturato, ha conseguito un brusco calo nelle vendite nell'esercizio 2017; la differenza tra il valore ed i costi della produzione tuttavia evidenzia la perdita nella gestione caratteristica già nel 2016 e il risultato di esercizio si presenta fortemente negativo già dal 2014, con l'eccezione dell'esercizio 2015 che chiude con un modestissimo utile.

Al 31/12/2017***** presenta un deficit patrimoniale di euro 1.864.489.

Relativamente alla frazione di periodo 2018, anteriore alla sentenza dichiarativa di fallimento, è disponibile una situazione economico patrimoniale priva del calcolo delle imposte, che conferma il trend negativo del precedente biennio.

Il dato del volume di affari fornito dalla associante ***** pari a circa euro 935.000 al 30/9/2018 mostra un andamento delle vendite, rapportate ad anno, ancora in diminuzione.

4. ELEMENTI PATRIMONIALI COSTITUENTI IL RAMO D'AZIENDA

La stima del valore aziendale di ***** non può prescindere dalla particolare situazione in cui trovasi la società, che è appunto in stato di fallimento e soggetto perciò ad una specifica normativa per quanto concerne sia il realizzo dell'attivo che l'estinzione del passivo.

Il fallimento è una procedura dissolutoria per eccellenza, nel corso della quale il capitale viene disaggregato e liquidato a soddisfacimento dei creditori. Viene a perdersi quindi quel collegamento in termini funzionali tra i valori costituenti il patrimonio in quanto a seguito della fallimento viene sostanzialmente a cessare ogni attività.

La natura pubblicistica della procedura ed il relativo alveo normativo (legge fallimentare) richiedono alcune differenziazioni nei principi di valutazione e di determinazione del patrimonio aziendale.

Con riferimento pertanto alla specifica situazione, in linea generale i principi di valutazione dell'attivo sono quelli del presumibile valore di realizzo dei beni ma

utilizzando criteri di particolare prudenza ed obiettività; detto valore deve essere applicato verificando sia la possibilità della vendita frazionata dei beni che quella della cessione globale delle attività o di settori funzionanti autonomi.

Per le passività occorre procedere alla estinzione delle poste debitorie in seguito al puntuale accertamento eseguito nella verifica dello stato passivo.

Con la cessione frazionata dell'azienda si ha la disaggregazione del complesso aziendale per cui la stima dei singoli valori ceduti viene fatta in assenza di avviamento, che si ritiene disperso in seguito alla gestione trascorsa dell'azienda caduta in fallimento.

Qualora invece sia riscontrabile un valore di avviamento positivo è conveniente procedere al realizzo in blocco, anche parziale, del complesso aziendale, per il quale è necessario ottenere la stima del capitale economico. L'azienda non si estingue con la dichiarazione di fallimento, potendo il sistema giuridico "reagire" alla disaggregazione attraverso formule che rendono possibili soluzioni temporanee, quali l'affitto d'azienda o l'esercizio provvisorio, o durature, quali la cessione dell'azienda intera o di un ramo di essa.

La procedura di fallimento è sempre più finalizzata alla conservazione dell'integrità dell'azienda, tanto che la legge fallimentare dedica l'art. 104 all'ipotesi di esercizio provvisorio dell'impresa, l'art. 104 bis all'affitto d'azienda o di rami d'azienda. L'art. 104 ter della L.F. relativo al programma di liquidazione prevede inoltre che "Il programma ... deve specificare ... d) le possibilità di cessione unitaria dell'azienda, di singoli rami, di beni o di rapporti giuridici individuabili in blocco". L'art. 105 della L.F. prevede che "La liquidazione dei singoli beni ... è disposta quando risulta prevedibile che la vendita dell'intero complesso aziendale, di suoi rami, di beni o rapporti giuridici individuabili in blocco non consenta una maggiore soddisfazione dei creditori"

L'incarico assegnato dal curatore non comprende la stima delle poste creditorie e delle passività, essendo i crediti oggetto di valutazione autonoma ed inseriti nell'ambito del processo di recupero avviato dalla procedura fallimentare e le

¹ "Linee guida per la valutazione di aziende in crisi"

passività oggetto di ammissione al passivo del fallimento, secondo la disciplina dettata dalla Legge Fallimentare.

L'identificazione del perimetro aziendale oggetto di valutazione della società fallita deve pertanto intendersi riferita ai seguenti elementi:

immobilizzazioni immateriali: sono compresi in tale voce i marchi, i brevetti, i metodi e i processi di produzione, il know how, i diritti di proprietà industriale compresi i software utilizzati nell'ambito dell'attività di progettazione e produzione, le risorse umane, i rapporti contrattuali, la lista dei fornitori, la clientela acquisita e gli ordini ricevuti dai clienti;

immobilizzazioni materiali: tale voce si riferisce ai beni strumentali utilizzati per l'esercizio dell'attività aziendale quali impianti, macchinari, attrezzature, mobili e arredi da ufficio, automezzi e, più in generale, i beni elencati nell'inventario fallimentare di*****, agli atti della procedura fallimentare;

le giacenze: comprendono le rimanenze di magazzino suddivise tra le materie prime, i semilavorati ed i prodotti finiti, anch'essi elencati nell'inventario fallimentare.

5. I CRITERI DI VALUTAZIONE - CONSIDERAZIONI GENERALI

La scelta della metodologia valutativa è funzione dello scopo della determinazione del capitale economico, determinazione che, una volta individuato l'oggetto da valutare, può avvenire seguendo metodologie operative tra loro alternative, modellate sulla base degli aspetti nei quali può essere indagata la gestione aziendale: si possono così adottare metodologie che tendono a privilegiare l'aspetto dei flussi finanziari, del reddito, del patrimonio, ovvero criteri, cosiddetti misti, che danno rilevanza a un'opportuna combinazione di detti elementi.

Tra le diverse metodologie di valutazione del capitale economico d'impresa sviluppate da dottrina e pratica economico-aziendale, i metodi prevalenti si articolano in:

- metodi patrimoniali, nella versione semplice o complessa;

- metodi reddituali;
- metodi misti, patrimoniali-reddituali;
- metodi finanziari.

Con i metodi patrimoniali si consente di giungere alla valutazione del capitale economico della società tramite l'espressione a valori correnti dei cespiti e di tutti gli elementi attivi e passivi del patrimonio aziendale. Il valore dell'azienda (W) corrisponde, pertanto, al valore del patrimonio netto rettificato (K) a valori correnti, in base alla seguente formula

$$W = K$$

dove:

K = valore del patrimonio netto rettificato

Questo metodo considera il valore dell'azienda come funzione del valore del suo patrimonio netto, rivalutato mediante rettifiche apportate ai valori di carico dei suoi componenti; il fondamento di questa scelta metodologica consiste, almeno in linea di principio, nella necessità di valorizzare la composizione qualitativa e quantitativa del patrimonio investito da un'impresa ad una determinata data.

Tale metodo, che ha il pregio di consentire una stima del patrimonio aziendale oggettiva e riscontrabile, si caratterizza per la stima analitica a valori correnti di sostituzione: analitica, perché effettuata distintamente per ciascun elemento del patrimonio; a valori correnti, perché basata sui prezzi di mercato del momento; di sostituzione, perché l'ipotesi di base è quella del riacquisto (o della riproduzione) per elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi.

Si distingue tra metodo patrimoniale semplice e metodo patrimoniale complesso: nel primo non sono considerati ai fini della valutazione i beni immateriali, mentre nel secondo si somma al valore della sostanza patrimoniale netta rettificata il valore dei beni immateriali non contabilizzati, aventi o meno valore di mercato, quali know how, portafoglio lavori, organizzazione umana, licenze, autorizzazioni, marchi, brevetti, insegne e concessioni.

Il metodo reddituale identifica il valore di un'azienda con il valore attuale dei

redditi normali attesi. Con tale metodo si determina il valore di un'impresa in diretta correlazione con la sua autonoma capacità di generare reddito nel tempo; in particolare il reddito è una quantità media, normale, attesa, netta, reale.

Nell'ipotesi di rendita di durata limitata nel tempo dei redditi, conseguente alla scarsa attendibilità delle previsioni economico-finanziarie estese oltre un certo limite temporale e considerato che nessuna impresa può generare profitti a tempo indeterminato, la formula è la seguente:

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

dove:

W = è il valore dell'azienda;

R = è il reddito normale atteso;

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

Il criterio in esame si sviluppa nelle seguenti fasi:

1) Determinazione del reddito medio normale atteso netto reale

Il reddito medio normale atteso netto reale (R) viene inteso come analitica successione dei redditi prospettici determinati per ciascuno degli anni dell'orizzonte temporale considerato (risultati programmati futuri), ovvero come media calcolata ponderando opportunamente dati normalizzati di reddito prospettici desumibili da piani e da budgets aziendali, se disponibili, considerando altresì dati di reddito storici, ove significativi. Nel processo di normalizzazione i redditi assunti a riferimento dei calcoli sono rettificati dei componenti straordinari o non ricorrenti, generati da attività estranee alla gestione caratteristica o da eventi eccezionali.

2) Determinazione del tasso di capitalizzazione del reddito

Il tasso "i" impiegato per attualizzare il reddito esprime il tasso di rendimento del capitale proprio giudicato soddisfacente, tenuto conto del grado di rischio connesso alla specifica impresa e al settore in cui essa opera. In particolare la sua misura è tanto più elevata quanto maggiore è l'intensità di rischio sopra richiamato e quanto più alti sono i rendimenti degli investimenti alternativi a rischio trascurabile.

Quale tasso che il mercato riconosce ad investimenti privi di rischio si fa normalmente riferimento al rendimento dei titoli di Stato.

A detto tasso in assenza di rischio, occorre aggiungere un tasso di attualizzazione del rischio specifico di impresa, che deve esprimere un rapporto tra reddito e capitale che viene reputato conveniente per l'investimento nell'impresa, fornendo contenuti economici alle attese di remunerazione del capitale proprio.

3) Determinazione del tempo di capitalizzazione del reddito

La determinazione dell'orizzonte temporale dell'analisi (arco temporale di riferimento) è un problema estremamente arduo; per semplicità si potrebbe considerare la vita dell'azienda come illimitata, ma questa ipotesi non può essere accettata poiché nessuna impresa può generare profitti a tempo indeterminato.

La scelta del tempo di capitalizzazione del reddito deriva soprattutto dalla congiuntura delle condizioni generali del mercato e dalle normative in cui l'impresa opera. Alla luce delle raccomandazioni della dottrina e degli esempi forniti dalla pratica, si osserva come l'arco temporale di riferimento generalmente oscilla tra i cinque e i dieci anni.

Il criterio reddituale può basarsi su:

- metodo dei risultati storici: esprime la media dei risultati di diversi esercizi passati;
- metodo della proiezione dei risultati storici: corregge il precedente metodo, temperandolo con un dato previsionale. È un metodo più significativo del precedente che richiede, però, che ci siano nella proiezione futura fattori modificativi rilevanti, che siano identificabili e che possano essere quantificati con buona approssimazione;
- metodo dei risultati programmati: fonda la propria osservazione su dati previsionali interni all'azienda (budget, piani previsionali pluriennali); l'attendibilità del programma limita fortemente la credibilità del metodo;
- metodo della crescita attesa: fonda le proprie aspettative di reddito sulla capacità di sviluppo dell'azienda da valutare; l'accrescimento nel tempo di redditività (per incremento delle dimensioni, del volume ecc.) prescinde da eventi ed operazioni

straordinarie (quali acquisizioni, cessioni, ristrutturazioni ecc.).

I metodi misti patrimoniali-reddituali attuano una sorta di mediazione fra i pregi e i difetti dei criteri patrimoniali e reddituali, consentendo di considerare, nel processo valutativo, tanto le prospettive di reddito dell'azienda, quanto la sua effettiva consistenza patrimoniale: la stima sarà idonea, pertanto, a riflettere gli elementi di obiettività e verificabilità proprie dell'analisi patrimoniale senza tuttavia trascurare le attese reddituali, concettualmente più rappresentative del valore economico dell'azienda.

Il medesimo prevede, in concreto, la determinazione del valore del patrimonio netto della società, mediante la verifica della consistenza delle attività investite in azienda, al netto delle corrispondenti passività, a cui si aggiunge l'avviamento che rettificcherà in aumento (goodwill) o in diminuzione (badwill), il predetto valore patrimoniale.

L'avviamento rappresenta, in sostanza, la capacità che viene riconosciuta all'azienda di generare redditi futuri in grado di remunerare il capitale investito in misura maggiore (o minore) rispetto al rendimento offerto da investimenti alternativi.

Si hanno due formulazioni rientranti nelle logiche dei metodi misti:

1) metodo del valore medio che è pari alla semisomma del valore ottenuto con il metodo patrimoniale e del valore ottenuto con la capitalizzazione del reddito (metodo reddituale puro). La formula è la seguente:

$$W = 1/2*(K + R/i)$$

dove:

W = è il valore dell'azienda;

K = valore patrimoniale (patrimonio netto rettificato)

R = è il reddito normale atteso;

i = tasso di remunerazione normale del capitale.

2) metodo della valutazione autonoma dell'avviamento

Rientrano in questo metodo formule differenti a seconda che si assuma come reddito atteso il reddito medio con orizzonte temporale limitato o illimitato.

La formula basata sull'attualizzazione del reddito medio con orizzonte limitato ad n anni è la seguente:

$$W = K + (R - iK) \times a^{-n} i'$$

dove:

W = è il valore dell'azienda;

K = valore patrimoniale (patrimonio netto rettificato)

R = è il reddito normale atteso;

i = tasso di remunerazione normale del capitale;

$a^{-n} i'$ = fattore di attualizzazione per il calcolo di una rendita della durata di n anni al tasso i' ;

n = numero di anni per i quali viene stimato il sovra reddito;

i' = tasso di attualizzazione del sovra-reddito.

La formula basata sull'attualizzazione del reddito medio con orizzonte illimitato è, invece, la seguente:

$$W = K + (R - iK)/i'$$

dove:

W = è il valore dell'azienda;

K = valore patrimoniale (patrimonio netto rettificato)

R = è il reddito normale atteso;

i = tasso di remunerazione normale del capitale;

i' = tasso di attualizzazione del sovra-reddito.

I metodi finanziari considerano l'azienda come un qualsiasi investimento nel mercato e ne valutano il valore del capitale economico (W) attualizzandone i flussi di cassa attesi (F) al tasso (i), sulla base della previsione dei risultati economici futuri, delle politiche di investimento e della struttura attuale e prospettica dell'indebitamento aziendale.

La formula utilizzata per la valutazione è la seguente:

$$W = F / i$$

Sotto il profilo della razionalità, si tratta dei metodi che meglio esprimono la

formula di valutazione dell'azienda, ma la loro applicazione presuppone un sufficiente grado di credibilità/attendibilità nella stima dei flussi monetari prospettici. Tale credibilità si collega tipicamente alla disponibilità di un piano aziendale pluriennale, che rifletta in modo coerente la strategia perseguita dall'azienda, i suoi punti di forza e di debolezza, la struttura e dinamica dell'ambiente specifico in cui l'impresa agisce.

Un ragionamento intorno alle linee strategiche perseguite dall'impresa e chiaramente esplicitate in un piano pluriennale è dunque premessa indispensabile all'applicazione dei metodi finanziari.

6. IL METODO DI VALUTAZIONE ADOTTATO NEL CASO DI SPECIE

Come sopra riferito, a causa della situazione in cui versa la Società, solo alcune poste dello stato patrimoniale possono essere oggetto di valutazione, restando le altre nella competenza piena del curatore fallimentare.

Le disponibilità liquide sono già nella disponibilità della curatela e la riscossione dei crediti è seguita nell'ambito della procedura fallimentare; parimenti, tutte le voci costituenti il passivo aziendale devono essere accertate nell'ambito della procedura concorsuale mediante il puntuale accertamento eseguito nella verifica dello stato passivo.

Sulla base delle indicazioni metodologiche fornite nelle pagine precedenti appare opportuno procedere alla valutazione dell'azienda utilizzando tra i metodi sopra descritti quello ritenuto più adattabile alla fattispecie analizzata.

Al fine di utilizzare un metodo, di notevole diffusione professionale, che sia caratterizzato da un basso grado di incertezza, una bassa incidenza di ipotesi soggettive, facilità applicativa e buona attendibilità complessiva, si è privilegiato il metodo misto patrimoniale – reddituale con stima autonoma dell'avviamento, con la particolarità che in un contesto giuridico come quello in esame (società in fallimento) sono oggetto di valutazione, per la valutazione del capitale economico della azienda oggetto di trasferimento, solo gli elementi dell'attivo e non anche le

passività. Le passività, come già anticipato nei capitoli precedenti, saranno, infatti, soddisfatte nell'ambito della procedura di fallimento e si scindono dal valore economico della azienda che verrà invece ceduta.

Il metodo reddituale risulta scarsamente significativo in quanto l'andamento negativo degli ultimi risultati e la mancanza di dati prospettici, fanno sì che difficilmente possa ritenersi utilizzabile detto metodo, sia fondandolo sui risultati storici, che sui risultati programmati o sulla crescita attesa.

I risultati storici infatti risultano influenzati dalle perdite conseguite nell'ultimo biennio e dalla persistente riduzione dei ricavi.

Non si è quindi optato per i metodi finanziari e reddituali in quanto eccessivamente aleatori e/o penalizzanti, sulla base del presupposto che, trattandosi di azienda in fallimento, il valore derivante dalla cessione dell'azienda in funzionamento non potrà essere inferiore rispetto alla cessione atomistica dei singoli beni.

Nel caso di un'azienda in perdita il problema assai delicato che si pone allo stimatore è quello di prevedere le prospettive economiche di un'impresa che può essere rilevata e risanata: il fulcro della valutazione è stabilire se le perdite prevedibilmente si ripeteranno nel futuro e se vi è un margine positivo di intervento al fine di contenerle o di eliminarle. Tuttavia l'azienda, ancorché in perdita, può avere un valore in quanto bene "immateriale" di un complesso funzionante: una cessione di azienda in perdita consente comunque al cessionario di non sostenere costi d'impianto, di addestramento del personale, per le relazioni esterne, per il reperimento dei clienti e dei fornitori, costi che andrebbero affrontati se si intraprende ex novo una attività economica.

Sulla base delle indicazioni ricavate dalla più autorevole dottrina e considerando le caratteristiche dell'azienda oggetto della presente valutazione, la rilevanza degli elementi patrimoniali e la necessità di tenere in considerazione anche l'aspetto reddituale, si è giudicato opportuno fare uso del "metodo misto patrimoniale e reddituale con stima autonoma dell'avviamento", nella sua alternativa di capitalizzazione limitata del profitto, vale a dire:

$$W = K + a^{-n} i' (R - i K)$$

Nell'ambito del metodo prescelto vanno individuati due parametri oggetto di valutazione: il patrimonio netto rettificato (K) e l'avviamento, determinato nel caso di specie sulla base dei risultati medi prospettici risultanti dal business plan elaborato da *****.

Patrimonio netto rettificato (K)

I beni mobili di***** sono stati individuati in sede di inventario fallimentare, redatto dal curatore con l'assistenza del funzionario giudiziario Dott.ssa ***** mentre per la relativa stima è stato conferito incarico al geom. *****

Nella perizia di valutazione, depositata in data 30/8-4/9/2018, il perito ha indicato due importi. Nel primo, in ipotesi di prosecuzione dell'attività, il valore tiene conto dell'uso che l'azienda può ancora farne per le proprie esigenze e quindi della utilità specifica ritraibile da quel bene, tenendo conto tuttavia che trattasi di attrezzature specifiche e in buona parte vetuste. Nella seconda ipotesi relativa ad una liquidazione atomistica dei beni, non inseriti quindi in un complesso aziendale funzionante, il valore è stato ottenuto abbattendo in misura consistente i valori determinati in ipotesi di continuazione dell'attività.

Ai fini della presente perizia rileva esclusivamente il primo valore determinato, ovvero quello attribuibile in ipotesi di continuazione dell'attività, essendo finalizzata la valutazione proprio alla determinazione del valore dell'azienda "in funzionamento" per una più profittevole collocazione sul mercato.

Beni strumentali

Le attrezzature da laboratorio si distinguono in strumenti di misura e attrezzature per la realizzazione dei prototipi e la verifica (specifici per il tipo di attività svolto da ERS) e attrezzature generiche, arredi e attrezzature d'ufficio ed autoveicoli.

La stima è stata eseguita in base al metodo del confronto con beni simili, partendo dal valore riscontrabile sul mercato dell'usato e tenendo conto delle condizioni di conservazione, di manutenzione e di possibilità di riutilizzo. Il perito ha valutato i beni strumentali in complessivi euro 101.775 nella ipotesi di continuazione

dell'attività (euro 43.278 in ipotesi di liquidazione).

Giacenze di magazzino

Le giacenze di magazzino, composte da una grande quantità di beni molto eterogenei, sono state suddivise tra le materie prime (circuiti stampati, bobine, relais, display digitali ecc.), i prodotti semilavorati (schede elettroniche, componenti da ultimare) e i prodotti finiti (schede elettroniche complete). Quindi sono state ulteriormente distinte tra giacenze a normale rotazione (beni in produzione per i clienti in rapporti con la Società), a bassa rotazione (beni non più in produzione per mancanza di ordini da parte dei clienti) e giacenze obsolete.

La valutazione è stata eseguita in base ai costi storici rilevati nei registri del magazzino, cautelativamente abbattuti in base alla ipotesi di continuazione ovvero di liquidazione, della rotazione degli stessi, della vetustà e della obsolescenza, legata in particolare al settore di mercato della fallita. Il perito ha valutato le giacenze di magazzino in complessivi euro 405.127 nella ipotesi di continuazione dell'attività (euro 232.817 in ipotesi di liquidazione).

Successivamente alla data di deposito della perizia si è constatato che parte dei beni prodotti specificatamente per alcuni clienti, come pure parte dei componenti "custom" realizzati per tali soggetti, non sono più utilizzabili in quanto i suddetti clienti hanno interrotto i rapporti di fornitura con l'attuale associante.

Si è reso necessario pertanto procedere ad una ulteriore svalutazione del magazzino in un'ottica più realistica e prudentiale.

Il valore di (K), pari a euro 322.975 con riferimento alla voce "valore in continuazione, è sintetizzato nel prospetto che segue:

Descrizione dei beni	valore in continuazione	valore di liquidazione
Attrezzature da laboratorio (realizzazione e collaudo)	69.160,00	10.663,00
Attrezzature da laboratorio (misura e varie)	17.100,00	17.100,00
Arredi e attrezzature d'ufficio	9.215,00	9.215,00
Veicoli	6.300,00	6.300,00
Totale beni strumentali	101.775,00	43.278,00

Magazzino beni a rotazione normale (materie prime)	139.539,26	93.026,17
Magazzino beni a rotazione normale (semilavorati)	353,89	235,92
Magazzino beni a rotazione normale (prodotti finiti)	32.941,89	21.961,30
Magazzino bassa rotazione (materie prime)	22.935,93	7.645,31
Magazzino bassa rotazione (semilavorati)	101,80	33,93
Magazzino bassa rotazione (prodotti finiti)	25.327,23	8.442,41
Magazzino beni obsoleti	-	-
Totale giacenze di magazzino	221.200,00	131.345,04
Totale patrimonio netto rettificato (K)	322.975,00	174.623,04

Avviamento

La seconda operazione consiste nella determinazione dell'avviamento, genericamente inteso come capacità dell'azienda di generare redditi futuri.

La differenza tra un'azienda di nuova costituzione ed un'azienda avviata si ravvisa proprio nel fatto l'azienda avviata produce risultati economici in conseguenza dell'organizzazione dei fattori della produzione nell'azienda stessa, facendo leva su un aggregato di condizioni immateriali favorevoli che le danno maggiore attitudine a raggiungere i propri obiettivi e a produrre utili. L'avviamento pertanto è una entità immateriale, che ha un proprio valore economico non separabile dall'azienda. Questo valore è dato dalla presenza di fattori soggettivi, quali la personalità dell'imprenditore, le sue qualità commerciali e di gestione aziendale e fattori oggettivi, rappresentati dalla organizzazione sperimentata, dall'apparato produttivo, dal settore ricerca e sviluppo, dal personale selezionato e qualificato, dal livello di tecnologia, dalla conoscenza del mercato e del settore, dalla composizione qualitativa e quantitativa del portafoglio clienti, dai rapporti consolidati con i fornitori, dalla notorietà, dal possesso di brevetti, marchi autorizzazioni, concessioni e licenze per l'esercizio dell'attività.

Si rappresenta che la Società ha in essere le seguenti privative:

1.1) brevetto italiano n. 102015000057386 depositato il 01/10/2015 e concesso il 22/02/2018. Al 50% con ***** assoluto capacitivo;

1.2) domanda di brevetto europeo n. 15188009.3 (pubblicazione EP3002562) depositata il 01/10/2015. Al 50% con ***** assoluto capacitivo;

- 1.3) brevetto in USA, domanda N. 14/873682 depositata il 02/10/2015 e concessa il 23/10/2018. Al 50% con ***** assoluto capacitivo;
- 2) domanda di brevetto italiano n. 102016000096419 depositata il 26/09/2016 - sistema elettronico per misurare un carico incognito;
- 1) domanda di brevetto italiano n. 102016000111321 depositata il 04/11/2016 - sistema integrato di termostatazione e rilevazione livello e portata di un liquido.

I brevetti sub 1.1), 1.2) e 1.3), in comproprietà con *****, non sono compresi nella presente valutazione in quanto oggetto di autonoma e separata valutazione.

La valutazione dei fattori immateriali può avvenire globalmente, stimando e quantificando il valore dell'avviamento, il quale riassume in un unico valore tutti gli elementi immateriali del capitale.

Dopo avere determinato il valore di (K), si rende perciò necessario procedere alla determinazione della seconda parte della formula basata sull'attualizzazione del reddito medio con orizzonte limitato ad n anni, ovvero alla scelta dei seguenti parametri:

$$(R - iK) \times a^{-n} i'$$

Reddito medio prospettico

Occorre a questo punto operare una scelta in merito a quale reddito prendere in considerazione per la determinazione di tale parametro.

La scelta è tra redditi storici prodotti dall'azienda da stimare, redditi futuri calcolati sulla base di piani industriali attendibili ovvero tra una combinazione di entrambi, con le opportune valutazioni in merito alla riproducibilità futura di tali redditi.

Nel caso di specie, in considerazione della situazione di grave crisi dell'azienda, rappresentata anche nel quadro sinottico dei dati di bilancio degli esercizi 2013 - 2017, appare opportuno utilizzare i dati reddituali determinati in base al business plan elaborato dalla associante.

Il metodo dei risultati programmati si basa sui dati previsionali interni dell'azienda

rilevabili dai piani previsionali pluriennali. Condizione essenziale è che i piani siano fondati su ipotesi ragionevoli, accettabili e dimostrabili, anche nel quadro di sviluppo del settore. In particolare occorre che la programmazione sia costruita sulla base di ipotesi giudicate “normali”, vale a dire che non si proponano obiettivi troppo ambiziosi e che siano identificabili i “fattori-chiave” che danno fondamento alla previsione (ad esempio la prevedibile evoluzione della domanda complessiva per il settore).

Il business plan elaborato da *****, avuto riguardo agli obiettivi potenzialmente raggiungibili dalla attuale associante, è stato sviluppato con riferimento ai clienti con cui si è mantenuta una continuità e su cui si può pianificare l’attività. Non tiene conto invece del fatturato potenzialmente conseguibile dalla continua ricerca di nuovi clienti con cui instaurare proficui rapporti.

Il piano industriale per il periodo 2018 – 2022 si basa sulle assunzioni di seguito sintetizzate:

- sviluppo in collaborazione con i clienti del settore “elettrodomestico”, con la ricerca di soluzioni nuove ed economicamente competitive;
- collaborazione da sviluppare in un periodo medio lungo con sviluppo di applicazioni che hanno un ciclo di vita di almeno 5/10 anni;
- ricavi: i ricavi sono suddivisi in due tipologie di attività e per ogni cliente è stato previsto un fatturato annuo in base agli ordini ed ai progetti in essere:
 - a) prodotti venduti in conto pieno: si tratta di clienti con i quali sono in essere ordini specifici nel settore degli elettrodomestici, controlli elettronici per lavatrici, timer per cucine di alto livello, progetti su forni di alta gamma, ecc.;
 - b) ricavi da conto lavoro o da progettazione o da royalties: si colloca in questa gamma il rapporto commerciale con Imagro, con cui è stato sottoscritto un contratto che prevede il coinvolgimento tecnico e di qualità di *****, con

il riconoscimento di un margine al netto dei costi del 50%;

- costi industriali: si è calcolata l'incidenza dei costi per i materiali nella misura del 55% dei ricavi derivanti dalla vendita dei prodotti mentre per i costi della lavorazione la percentuale è stata fissata al 10%;
- altri costi: sono stati determinati in base all'incidenza percentuale su base storica;
- costo del personale: è stato determinato in considerazione dell'incidenza percentuale su base storica, tenuto conto della riduzione di presenze intervenuta in***** dal 2016 al 2018;
- non sono previste operazioni di natura straordinaria che possano influenzare in maniera significativa i dati previsionali elaborati.

Il reddito medio prospettico determinato con il metodo dei risultati programmati conduce ad un valore medio di euro 168.000 al lordo delle imposte per il periodo 2018 – 2021. Depurando tale risultato di una percentuale forfettaria del 20% a titolo di imposte, si ottiene il risultato arrotondato a euro 135.000.

La scelta del tasso

Le stime attinenti ai tassi (costo del capitale) rappresentano un passaggio fondamentale del processo valutativo, la cui importanza spesso non è secondaria alle stime dei flussi attesi².

Il costo del capitale non è una misura oggettiva fornita dal mercato ma una stima complessa e articolata, non esente da scelte discrezionali. Il costo del capitale deve essere determinato in modo “coerente” rispetto ai flussi attesi: l'incertezza può essere trattata sia scontando flussi di risultato più contenuti ma più certi, sia utilizzando flussi più incerti incrementando il tasso di attualizzazione³.

Un problema che a lungo ci si è posti è se il tasso normale di rendimento, proprio del

procedimento misto, dovesse coincidere o meno con il tasso di attualizzazione nel metodo "U.E.C." (raccomandato dall'Union Europeenne des Experts Comptables Economiques et Financiers) riteneva coincidenti detti tassi.

Il Guatri ritiene invece che essi vadano distinti, indipendentemente dal fatto che il rendimento normale si riferisca al settore piuttosto che all'impresa specifica: in quest'ultimo caso, sarà più basso per le imprese meno rischiose e viceversa.

Ritengono invece altri studiosi⁵ che l'impostazione che quantifica " $i > i$ " è sicuramente maggioritaria, partendo dall'ipotesi che l'azienda è soggetta ad un rischio di "discontinuità ambientale" per cui, per qualunque motivo e da un momento all'altro, può cessare la "produzione" dei risultati. Inoltre, il rischio di conservare un sovrareddito è più elevato di quello di mantenere costante una situazione di redditività per cui il grado di incertezza è sicuramente maggiore.

Tasso di remunerazione

Il tasso di remunerazione (i), da applicare al patrimonio netto rettificato (K) esprime il tasso di interesse normale rispetto al tipo di investimento considerato, ovvero determina la remunerazione ordinaria o soddisfacente del capitale. Esso esprime il saggio di rendimento richiesto da un generico investitore, detentore di un portafoglio diversificato, per investire nella specifica realtà aziendale oggetto di analisi.

Si tratta del tasso che consente di determinare la misura del reddito differenziale: esso pertanto non può che essere il costo del capitale (c.o.e.) per l'impresa specifica⁶.

Si può esprimere con la formula:

$$i = r_f + \beta r_p$$

che individua i seguenti fattori:

- r_f è il risk free rate ovvero la remunerazione di un investimento privo di rischio;
- β è il coefficiente di rischio specifico proprio del settore;
- r_p esprime il premio per il rischio sistematico riconosciuto dal mercato ed è dato dalla differenza tra il tasso di rendimento degli investimenti azionari ed il rendimento dei titoli privi di rischio.

Si può definire come market risk premium (MRP) ovvero l'apprezzamento del rischio insito nell'investimento stesso.

Per il primo si considera il tasso del 3,48%, rappresentato dal rendimento reale offerto dai titoli di Stato, la cui componente di aleatorietà è quasi nulla. Si è preso in considerazione (anche in relazione all'orizzonte temporale determinato) il rendimento medio del BTP decennale, scadenza 1/9/2028 (fonte Sole 24 Ore del 13/10/2018), calcolato con riferimento alla data di valutazione e della stesura della presente relazione.

Detto tasso viene depurato dalla componente inflazionistica, che si stima pari a 1,1% (media tra i tassi attesi per gli anni 2018 e 2019) e in linea con le stime dell'inflazione attesa⁷, desunte da organismi istituzionali.

Altra questione legata al tasso è se esso vada assunto al netto o al lordo delle imposte; oggi può ritenersi risolta nel senso che non si deve tener conto dell'incidenza fiscale, come precisato dal principio contabile internazionale IAS n. 36, il quale prevede al paragrafo 55 che il tasso di attualizzazione utilizzato sia al lordo delle imposte.

Quanto al secondo fattore, ovvero il premio per il rischio, bisogna scomporre il premio per il maggior rendimento atteso dall'investitore, che impiega le sue risorse in una attività o investimento rischioso, sulla base del prodotto fra il premio per il rischio del mercato azionario e il coefficiente Beta (β).

Quanto al MRP si stima un livello di rischiosità del 6,4%, entro il valore determinato per l'Italia in questo specifico settore dagli studiosi. Il β indica il coefficiente di volatilità dei rendimenti di un campione di titoli quotati di imprese operanti nello stesso settore. Data la difficoltà di stima del β specifico di*****, poiché azienda non quotata nei mercati regolamentati, è prassi ovviare a tale difficoltà con l'approssimazione del valore del β con quello medio del settore. A tal fine si è fatto riferimento ai Beta di settore aggiornati al gennaio 2018, pari a circa 0,94⁹.

Si giunge così alla determinazione del tasso di remunerazione per il rischio di impresa del 6,02% ($6,4\% * 0,94$).

Il tasso di remunerazione complessivo ammonta pertanto a 8,40% così determinato:

tasso di investimento privo di rischio		3,48%
correzione della componente inflazionistica		(-) 1,10%
premio per il rischio di impresa		6,02%
tasso di remunerazione		8,40%

Tasso di attualizzazione

In riferimento, infine, all'assunzione del tasso (i') di attualizzazione del reddito differenziale, da applicarsi cioè al sovrareddito, nella storia del modello misto patrimoniale-reddituale la scelta è stata a lungo in bilico tra:

- il puro compenso finanziario nel tempo, cioè il tasso senza rischio;
- la somma del tasso senza rischio e dell'ERP (premio per il rischio azionario), quest'ultimo moltiplicato per il coefficiente Beta.

A queste due ipotesi si possono aggiungere le seguenti¹⁰:

- tasso di attualizzazione valido per la specifica impresa (modello americano);
 - tasso particolarmente elevato poiché deve scontare il rischio peculiare di
-

cessazione del sovrareddito (UEC).

Nella valutazione di aziende in bonis, dotate di buona struttura patrimoniale, finanziaria ed economica, la soluzione preferibile oscilla tra le prime due; pur risultando convincente la seconda (somma del tasso di rischio e ERP) “non si può escludere il dubbio che i rischi d’impresa entrino due volte nel calcolo: cioè sia in “i” sia in “i””. La scelta finale dipende soprattutto dal segno del reddito differenziale: a quelli positivi corrisponde la seconda¹¹. Nella fattispecie in esame invece l’azienda oggetto di valutazione versa in una situazione di incertezza che rende opportuno propendere per la scelta di un tasso di attualizzazione più elevato rispetto al tasso di remunerazione. Tale secondo parametro si assume pari al 15%.

Arco temporale di riferimento

La grandezza “n”, ovvero la durata della correzione reddituale, rappresenta un elemento di fondamentale importanza, anche per gli effetti che la stessa determina sulla stima complessiva.

Come osservato dalla migliore dottrina ¹² “nell’impostazione originale del metodo misto patrimoniale/reddituale con stima autonoma del goodwill la definizione di n è la base stessa del procedimento, che si fonda su di una limitata durata del profitto, in quanto si suppone che le condizioni generatrici di reddito oltre la norma non possano durare a lungo e siano quindi destinate ad estinguersi o ad attenuarsi nel corso di alcuni anni.

È evidente la natura prudentziale di tale atteggiamento, che dovrebbe portare ad una valutazione per difetto del goodwill. Perciò, secondo la prassi un tempo più diffusa, n poteva variare tra 3 e 5 anni. Nel tempo l’evoluzione concettuale che il metodo ha seguito, con l’abbandono della necessaria prevalenza della componente patrimoniale e la crescente rilevanza attribuita agli aspetti reddituali, ha condotto ad una sostanziale revisione di tali indicazioni. Per aziende dotate di elevata e stabile redditività, per le quali ragionevoli

previsioni e attese possono spingersi in là nel tempo, i valori di n possono giungere a 10 anni". In tal caso occorre peraltro ponderare attentamente le assumptions accolte nella previsione, secondo le regole generali: in presenza di ipotesi "forti" il risultato esprime infatti un valore potenziale¹³.

Così ancora osserva altra parte della dottrina ¹⁴: "Una valutazione a durata indefinita è chiaramente inattendibile; (...). Solo per aziende con redditività stabile e altissima è congruo stimare tendenzialmente la prevedibile durata in otto-dieci anni. Aziende stabili e con redditività alta hanno una prevedibile durata di cinque-otto anni".

In considerazione di quanto riferito e tenuto conto della situazione in cui versa****, per ciò che attiene al numero di anni (n) durante i quali si valuta possa durare l'idoneità dell'azienda a produrre una corrente di reddito nella misura stimata, si ritiene verosimile in relazione al mercato in cui la stessa opera di considerare un arco temporale di 4 anni.

Applicando alla formula

$$(R - iK) \times a^{-n} i'$$

i parametri come sopra determinati, si ricava l'avviamento, quantificato in euro 308.006, come da seguente prospetto:

REDDITO NORMALE ATTESO		135.000,00
RENDIMENTO INVESTIMENTI PRIVI DI RISCHIO	2,38%	
APPREZZAMENTO DEL RISCHIO D'IMPRESA	6,02%	
TASSO DI REMUNERAZIONE	8,40%	
REMUNERAZIONE NORMALE DEL PATRIMONIO		27.117,00
SOVRAREDDITO		107.883,00
ARCO TEMPORALE DI RIFERIMENTO		4
TASSO DI ATTUALIZZAZIONE	15,00%	
COEFFICIENTE DI ATTUALIZZAZIONE DELLA RENDITA		2,8550
CAPITALIZZAZIONE DEL SOVRAREDDITO		308.006,00

7 - VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO DI*****

A seguito della analisi quali-quantitativa effettuata sulle attività del patrimonio della azienda oggetto di stima, come analiticamente dettagliato nelle pagine che precedono, si è pervenuti a determinare i valori dell'attivo che compongono l'azienda detenuta dalla società***** in fallimento come di seguito rappresentati:

Immobilizzazioni materiali	euro	101.775
Giacenze di magazzino	euro	221.200
Avviamento	euro	308.006
Totale valore azienda	euro	630.981

Di talchè il valore complessivo dell'azienda viene arrotondato in euro 630.000.

8 - DETERMINAZIONE DEL CANONE DI AFFITTO CONGRUO

L'ulteriore valutazione richiesta alla scrivente è la determinazione del canone di affitto di azienda da ritenersi congruo.

L'affitto di azienda rappresenta, in capo al fallimento, la modalità più ricorrente di conservazione dei valori aziendali. Il corrispettivo va quantificato perciò come prodotto tra il valore dell'azienda stessa ed un appropriato tasso di rendimento.

Per valutare la congruità del canone di affitto di azienda si deve verificare che lo stesso assicuri un rendimento finanziario del capitale investito (pari almeno alla redditività media derivante da investimenti privi di rischio), idoneo quanto meno a coprire il rischio di perdita della funzionalità e dell'efficienza del complesso aziendale.

Si aggiunge quindi il secondo fattore, ovvero il "premio per il rischio" di mercato connesso alla attività imprenditoriale, misurato come maggiore rendimento che gli investitori richiedono a fronte dell'investimento nel mercato azionario rispetto ad attività prive di rischio. Da un punto di vista operativo bisogna considerare che il proprietario dell'azienda si assume anche il rischio di una eventuale mancata riscossione dei canoni nonché l'alea derivante da eventuali variazioni negative

attribuibili alla cattiva conduzione da parte dell'affittuario.

Richiamando i tassi come sopra definiti con riferimento al free risk rate quantificato nella misura del 3,48% e del market risk premium stimato nella misura del 6,02%, si determina un tasso di rendimento atteso del 9,50% da applicarsi sul valore dell'azienda.

Il valore locativo calcolato sul valore economico dell'azienda di euro 630.000 applicando una percentuale di rendita del 9,5%, ammonta a euro 59.850 annui, corrispondente ad un canone mensile di euro 4.987,50 che si arrotonda ad euro 5.000.

Pertanto qualunque canone mensile di affitto d'azienda da stipularsi da parte di ERS sia determinato in misura pari o superiore a euro 5.000 è da ritenersi congruo.

Si ringrazia per l'incarico ricevuto e per la fiducia accordata.

Ancona, 9 novembre 2018

Dott.ssa Caterina Del Gobbo

