
TRIBUNALE DI CALTAGIRONE
Sezione fallimentare

Fallimento
L.M. Euromedical S.r.l. in liquidazione
Proc. n. 5/2015 R.G.F.

Giudice Delegato: Dott.ssa Daniela Angelozzi

Curatore: Avv. Luigi Pulvirenti

Valutazione
del ramo aziendale
della LM Euromedical S.r.l. in liquidazione
concesso in affitto alla Bimedical S.r.l.
alla data del 17 luglio 2015 – data di fallimento

Dott. Daniele Cappellano

1. Introduzione	3
1.1 Premessa ed oggetto dell'incarico	3
1.2 Data di riferimento	4
1.3 Fonti informative	4
2. Il ramo d'azienda da valutare	5
2.1 Definizione di ramo d'azienda	5
2.2 La Società	5
2.3 I principali dati di bilancio della LM Euromedical S.r.l.	7
2.4 Il mercato di riferimento ed i prodotti commercializzati	9
2.5 Il ramo d'azienda oggetto di valutazione	10
3. Presupposti metodologici	11
3.1 Generalità	11
3.2 Il metodo patrimoniale	11
3.3 Il metodo reddituale	12
3.4 Il metodo finanziario	14
3.5 Il metodo misto – Patrimoniale con stima autonoma dell'avviamento	14
4. La scelta del metodo di valutazione	17
5. Il valore del ramo d'azienda	18
5.1 Introduzione	18
5.2 L'immobile industriale	20
5.3 I macchinari, le attrezzature e gli arredi	22
5.4 Le camere bianche	27
5.5 Il magazzino	28
5.6 Informazioni su garanzie ed impegni presenti	28
6. Conclusioni: il valore del ramo d'azienda	30

1. Introduzione

1.1 Premessa ed oggetto dell'incarico

Il sottoscritto Dott. Daniele Cappellano, nato il 17.04.1977 a Caltagirone ed ivi domiciliato presso il proprio studio sito in via Escuriales n. 121, Cod. Fisc. CPP DNL 77D17 B428H, iscritto al n. 152 – Sezione A – dell'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili della Circostrizione del Tribunale di Caltagirone, revisore legale dei conti con numero di iscrizione 156171

premessò

di avere ricevuto dal curatore del fallimento L.M. Euromedical S.r.l. in liquidazione (da ora anche L.M. Euromedical S.r.l. o L.M. Euromedical), avv. Luigi Pulvirenti, l'incarico di procedere alla valutazione peritale del ramo d'azienda detenuto dalla società fallita ed attualmente concesso in affitto d'azienda alla Bimedical S.r.l. al fine di promuovere offerte di acquisto del medesimo complesso organizzato di beni

dichiara

- di essere in grado di redigere la presente relazione di stima contenente la descrizione dei beni appartenenti alla società, il valore attribuito a ciascuno di essi nonché i criteri di valutazione singolarmente seguiti, con la finalità di stabilire il valore economico ragionevolmente attribuibile al ramo d'azienda;
- di non avere interessi attuali o futuri circa la proprietà che è oggetto della relazione;
- di non avere subito condizionamenti relativi alla sviluppo o alla presentazione di risultati predeterminati.

Lo scrivente ritiene opportuno precisare di avere eseguito la valutazione del ramo d'azienda dopo aver assunto le informazioni necessarie, aver esaminato la documentazione contabile ed amministrativa fornita.

Per quanto riguarda specificatamente la valutazione dello stabilimento industriale costituito dall'immobile, dalle immobilizzazioni tecniche e dal magazzino, lo scrivente, come concordato con il curatore del fallimento, allo scopo di non aggravare la procedura di ulteriori costi, si è servito della perizia giurata dell'ing. Giovanni Ardizzone, datata 13 dicembre 2014, redatta nell'ambito della procedura di Concordato Preventivo ex art. 160 Legge Fallimentare, attestata ex art. 160, co. 2, Legge Fallimentare dal rag. Giovanni Ira e verificata, in seno alla relazione ex art. 161, co. 3, Legge Fallimentare dal rag. Maurizio Cioffi.

Nella stesura di questa valutazione si è tenuto conto del fatto che la Società è soggetta all'obbligo di redazione del bilancio annuale e che i criteri di valutazione ai quali deve

attenersi nella formazione di tale documento, a norma degli artt. 2423 e seguenti del Codice Civile, sono quelli propri delle società di capitali.

I bilanci e tutti i documenti contabili messi a disposizione da parte delle Società sono, pertanto, assunti come elementi fondanti la presente valutazione. Nella ulteriore considerazione che l'informazione prodotta dall'azienda rappresenta il punto di partenza logico delle analisi miranti ad indagare i diversi profili della gestione aziendale e, per questa ragione, rappresentano un supporto necessario ed imprescindibile anche ai fini del processo di valutazione.

In quest'ottica, lo scrivente, in merito ai dati ed alle informazioni rappresentate dalla Società, chiarisce di non fornire alcuna garanzia per quanto attiene la veridicità, l'accuratezza e la completezza delle informazioni.

1.2 Data di riferimento

La valutazione in oggetto ha avuto quale data di riferimento il 17 luglio 2015, data di fallimento della LM Euromedical S.r.l. in liquidazione.

1.3 Fonti informative

Come detto, elementi fondanti la presente valutazione sono stati i bilanci ed i documenti contabili messi a disposizione dal fallimento, in particolare sono stati utilizzati i seguenti documenti:

- Visura Camerale della Società LM Euromedical S.r.l. in liquidazione;
- Bilancio d'esercizio al 31.12.2009;
- Bilancio d'esercizio al 31.12.2010;
- Bilancio d'esercizio al 31.12.2011;
- Bilancio d'esercizio al 31.12.2012;
- Bilancio d'esercizio al 31.12.2013;
- Bilancio d'esercizio al 31.12.2014;
- Situazione economico/patrimoniale al 16.07.2015;
- Registro dei beni ammortizzabili;
- Perizia Giurata di stima al fine di determinare il più probabile valore di uno stabilimento industriale redatta dall'ing. Giovanni Ardizzone;
- Relazione ex art. 161, co. 3, Legge Fallimentare del rag. Maurizio Cioffi;
- Attestazione ex art. 160, co. 2, Legge Fallimentare del rag. Giovanni Ira;
- Contratto di affitto di ramo di azienda sottoscritto il 23.12.2013 tra la LM Euromedical S.r.l. in liquidazione e la Bimedical S.r.l.;
- Visura camerale della Società Bimedical S.r.l.

2. Il ramo d'azienda da valutare

2.1 Definizione di ramo d'azienda

La scelta della metodologia valutativa, di cui si dirà in seguito, è funzione della finalità della determinazione, ma ineluttabilmente connessa all'oggetto da valutare del quale, in primo luogo, occorrerà individuare le caratteristiche, al fine di coglierne i caratteri economici che qualificano la scelta stessa.

Si è detto che oggetto della presente valutazione è un ramo aziendale definendo tale quella *"unità organizzata, dotata di condizioni produttive patrimoniali e personali, che si configura come un sottosistema di operazioni della gestione, la cui unitarietà è tale che le relazioni che si dispiegano tra quelle operazioni sovrastano nell'intensità e nella specie le relazioni che le avvengono alle restanti operazioni nel generale sistema di impresa"* (Enrico Cotta Ramusino e Luigi Rinaldi, *La Valutazione d'azienda*, Il Sole 24 Ore, 2003, p. 42).

Per quel che attiene al requisito dell'organizzazione, preminente nella definizione, ci si può limitare ad affermare che il collegamento tra i beni è eminentemente funzionale (una pluralità eterogenea di beni con uno scopo produttivo specifico).

Sulla base di quanto argomentato un giudizio circa il valore attribuibile a un'azienda/ramo aziendale non può prescindere dall'esame delle principali vicende societarie accadute, dall'esame dei principali dati degli ultimi bilanci approvati e dalla individuazione delle prospettive di sviluppo e di redditività attesa.

L'analisi qualitativa dell'attività aziendale, quindi, è tesa a determinare la sostenibilità, nel medio-lungo periodo dei flussi di reddito e finanziari stimati, oltre alle eventuali ragionevoli possibilità di sviluppo dell'attività e conseguentemente dei suoi risultati, reddituali e finanziari.

2.2 La Società

L.M. Euromedical S.r.l. in liquidazione (Cod. Fisc. 03451940872) è stata costituita in data 20.01.1998. Alla data del fallimento era liquidatore il signor Lo Monaco Antonino Salvatore nato a Caltagirone il 12.05.1937 e residente a San Gregorio di Catania, cod. fisc. LMN NNN 37E12 B428M ed il capitale sociale, pari ad €.1.112.000,00, era così detenuto:

- quota nominale di €. 1.032.937,00, da Aiello Giampiero, domiciliato a Catania in via Vitaliano Brancati n. 1, cod. fisc. LLA GPR 79L02 C351N;
- quota nominale di €. 31.914,00, da Lo Monaco Giacomina Teresa, domiciliata a Catania in Via del Tavoliere n. 10/b, cod. fisc. LMN GMT 62C53 Z614H;
- quota nominale di €. 26.466,00, da Amato Guido, domiciliato a Catania in V.le Principe Umberto n. 144, cod. fisc. MTA GDU 38C27 B428L;

-
- quota nominale di €. 11.787,00, da Seminara Marcellino, domiciliato a Caltagirone in via Celso n.25 . cod. fisc. SMN MCL 69D04 Z112N;
 - quota nominale di €. 6.227,00, da Coco Filippo, domiciliato a San Michele di Ganzaria in via soldato Di Pasquale n. 1, cod. fisc. CCO FPP 68P04 Z112D;
 - quota nominale di €. 2.669,00, da Zangara Giuseppe, domiciliato ad Aci Castello in via Aci Castello n. 69, cod. fisc. ZNG GPP 46M10 M011U.

L'oggetto sociale è molto vasto ed in particolare prevede la fabbricazione di articoli per imballaggio ed apparecchi medicali per diagnosi, materiale medico chirurgico, articoli medici e per dentisti ed articoli in materie plastiche in genere.

La data di inizio dell'attività, dichiarata al Registro delle Imprese, è il 21.01.2002 e l'attività indicata è "*Fabbricazione di prodotti paramedicali in Pvc*".

In data 23 dicembre 2013, con decorrenza 2 gennaio 2014, la L.M. Euromedical S.r.l. ha concesso in affitto, alla Bimedical S.r.l., l'intero ramo aziendale, ad oggetto della presente perizia, costituito dalla unità produttiva ubicata in Caltagirone, zona Industriale ASI, c.da S.M. Poggiarelli, comprensivo di tutti i macchinari, impianti, mobili ed arredi nonché le rimanenze di materie prime, semilavorati, imballi e prodotti finiti, ad eccezione di una piccola porzione di locali destinati a foresteria che la L.M. Euromedical S.r.l. ha riservato per se.

Dalla lettura dei documenti aziendali si evince chiaramente che l'affitto del ramo d'azienda è stato posto in essere allo scopo di preservare l'attività produttiva ed i posti di lavoro stante le gravi difficoltà finanziaria in cui la L.M. Euromedical si è trovata a causa, viene detto, della sfiducia del sistema bancario e della contrazione del fatturato.

L'affittuaria, Bimedical S.r.l. (Cod. Fisc. 05094220877) ha sede in Caltagirone, presso lo stabilimento industriale preso in affitto, è stata costituita in data 05.06.2013, ha un capitale sociale di €. 10.000,00, interamente versato, che è detenuto per il 94% (€. 9.400,00) dalla fallita L.M. Euromedical S.r.l. in liquidazione e per il restante 6% (€. 600,00) dalla signora Lo Monaco Giacomina Teresa, domiciliata in via del Tavoliere n. 10/b a Catania, cod. fisc. LMN GMT 62C53 Z614H, che riveste, anche, la carica di Amministratore Unico della Società.

2.3 I principali dati di bilancio della LM Euromedical S.r.l.

Stato Patrimoniale

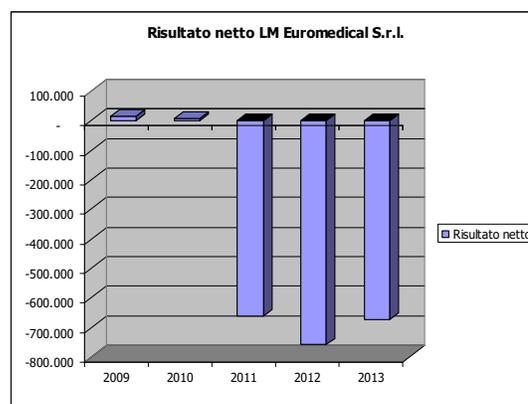
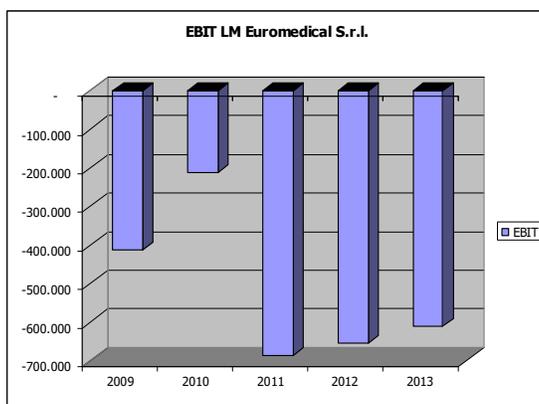
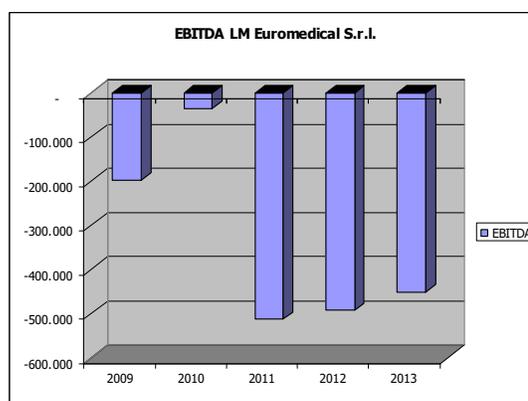
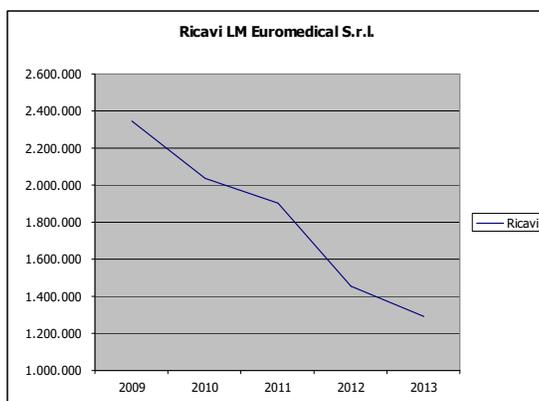
Attivo	Anno						
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	16.07.2015
Immobilizzazione							
Immateriali	902.519	915.920	917.138	918.430	913.816	910.402	910.402
Materiali	4.565.660	4.400.253	4.241.941	4.113.429	3.957.571	3.805.406	3.793.670
Finanziarie	33.003	33.203	39.403	34.364	43.764	404.037	404.037
Attivo circolante							
Rimanenze	1.548.327	1.347.757	1.122.999	689.963	646.446	-	-
Crediti	1.677.234	1.463.885	1.532.290	1.314.529	1.073.296	800.337	798.496
Disponibilità liquide	155	856	2.086	8.875	14.151	37.818	10.057
Ratei e risconti	30.156	12.462	-	-	-	-	-
Totale attivo	8.757.054	8.174.336	7.855.857	7.079.590	6.649.044	5.958.000	5.916.662
Passivo							
Patrimonio netto							
Capitale	1.889.648	1.889.648	1.889.648	1.112.000	1.112.000	1.112.000	1.112.000
Riserva legale	16.249	16.249	16.553	17.415	17.415	17.415	17.415
Altre riserve	-	3	2	-	2	-	-
Utile o perdita a nuovo	- 135.753	- 121.449	- 115.688	-	- 757.948	- 1.429.919	- 2.101.173
Utile o perdita dell'esercizio	14.304	6.064	- 661.098	- 757.948	- 671.971	- 671.254	- 24.073
Fondo T.F.R.	182.689	216.060	248.350	211.943	239.194	242.358	242.358
Debiti	4.977.253	4.679.519	5.078.124	5.063.427	5.343.003	5.556.137	5.538.872
Ratei e risconti	1.812.664	1.488.242	1.399.970	1.432.753	1.367.353	1.131.263	1.131.263
Totale passivo	8.757.054	8.174.336	7.855.857	7.079.590	6.649.044	5.958.000	5.916.662

Conto Economico

	Anno						
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	16.07.2015
A) Valore della produzione							
1) Ricavi delle vendite	2.221.211	2.035.734	2.011.944	1.690.278	1.253.729	142.080	-
2) Variazioni delle rimanenze di prodotti	122.655	3.231	- 107.229	- 236.681	35.245	-	-
3) Variazioni dei lavori in corso	-	-	-	-	-	-	-
5) Altri ricavi e proventi	194.147	330.843	131.850	66.789	66.613	121.572	10.500
B) Costi della produzione							
6) per materie prime e merci	1.281.722	801.012	1.378.952	789.759	891.706	534	-
7) per servizi	447.740	399.019	361.621	356.984	232.612	98.730	28.264
8) per godimento beni di terzi	177.188	161.336	104.121	2.630	1.291	-	-
9) per il personale	676.270	510.436	454.969	599.817	535.376	3.701	-
10) ammortamenti e svalutazioni							
a) immobilizzazioni immateriali	14.031	5.251	5.501	4.678	4.614	3.415	-
a) immobilizzazioni materiali	200.601	170.915	168.752	157.658	155.858	152.599	-
11) variazione delle rimanenze	- 41.682	203.801	117.528	196.356	78.761	286.373	-
14) oneri diversi di gestione	19.755	15.594	14.806	6.703	7.615	117.432	91
Differenza tra valore e costi della prod.	- 237.612	102.444	- 569.685	- 594.199	- 552.246	- 399.132	- 17.855
C) Proventi ed oneri finanziari							
16) Proventi diversi	166	557	793	232	59	1	-
17) Interessi ed altri oneri	135.138	123.679	137.939	168.462	119.261	218.122	133
17 bis) Utile e perdite su cambi	- 311	323	591	1.257	-	-	-
D) Rettifiche di valori di attività finanziarie	-	-	-	-	-	-	-
E) Proventi ed oneri straordinari							
20) Proventi	437.822	52.440	52.661	10.197	2.671	9.192	-
21) Oneri	4.264	5.014	6.337	4.459	3.194	63.193	6.085
Risultato prima delle imposte	60.663	26.425	- 661.098	- 757.948	- 671.971	- 671.254	- 24.073
22) Imposte sul reddito dell'esercizio							
a) Imposte correnti	33.331	13.747	-	-	-	-	-
c) Imposte anticipate	- 13.028	- 6.614	-	-	-	-	-
23) Utile o perdita dell'esercizio	14.304	6.064	- 661.098	- 757.948	- 671.971	- 671.254	- 24.073

Conto Economico riclassificato

	Anno						
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	16.07.2015
Valore della produzione	2.343.866	2.038.965	1.904.715	1.453.597	1.288.974	142.080	-
Costo del venduto	- 1.240.040	- 1.004.813	- 1.496.480	- 986.115	- 970.467	- 286.907	-
Margine contribuzione	1.103.826	1.034.152	408.235	467.482	318.507	- 144.827	-
Costi per servizi	- 447.740	- 399.019	- 361.621	- 356.984	- 232.612	- 98.730	- 28.264
Costi per il godimento beni di tezi	- 177.188	- 161.336	- 104.121	- 2.630	- 1.291	-	-
Valore aggiunto	478.898	473.797	- 57.507	107.868	84.604	- 243.557	- 28.264
Costo del personale	- 676.270	- 510.436	- 454.969	- 599.817	- 535.376	- 3.701	-
Margine operativo lordo (EBITDA)	- 197.372	- 36.639	- 512.476	- 491.949	- 450.772	- 247.258	- 28.264
Ammortamenti e svalutazioni	- 214.632	- 176.166	- 174.253	- 162.336	- 160.472	- 156.014	-
Risultato operativo (EBIT)	- 412.004	- 212.805	- 686.729	- 654.285	- 611.244	- 403.272	- 28.264
Reddito della gestione atipica	174.392	315.249	117.044	60.086	58.998	4.140	10.409
Reddito della gestione finanziaria	- 135.283	- 123.445	- 137.737	- 169.487	- 119.202	- 218.121	- 133
Risultato della gestione ordinaria	- 372.895	- 21.001	- 707.422	- 763.686	- 671.448	- 617.253	- 17.988
Reddito della gestione straordinaria	433.558	47.426	46.324	5.738	523	54.001	6.085
Risultato prima delle imposte	60.663	26.425	- 661.098	- 757.948	- 671.971	- 671.254	- 24.073
Imposte sul reddito	- 46.359	- 20.361	-	-	-	-	-
Risultato netto	14.304	6.064	- 661.098	- 757.948	- 671.971	- 671.254	- 24.073



Dai dati sopra riportati risulta che la LM Euromedical S.r.l. ha chiuso in perdita, anche per importi considerevoli, tutti gli anni analizzati, ad eccezione del 2009 e del 2010 dove sono state registrate degli utili sotto l'influenza di componenti straordinari.

L'andamento degli indicatori di bilancio calcolati (indici di struttura, di redditività e di equilibrio finanziario) senza considerare gli esercizi 2014 e 2015, per via dell'affitto del ramo aziendale, esprimono, chiaramente, le dinamiche di una Società incapace:

- di contenere i costi operativi necessari ad ottenere un certo livello di fatturato;
- di remunerare il capitale investito dai soci;
- di fronteggiare gli impegni finanziari esterni assunti.

Per tali ragioni, il disequilibrio economico/finanziario appare avere un carattere insanabile e non temporaneo e si ritiene che le condizioni negative contingenti e/o circostanze negative interne ed esterne all'impresa non possano essere rimosse in un ragionevole lasso temporale se non sottoponendo la Società ad una complessiva ristrutturazione industriale/aziendale che le faccia acquisire efficienza (intesa come la capacità dell'impresa di contenere i costi operativi di produzione) ed efficacia (considerata come l'attitudine a spuntare sul mercato prezzi remunerativi).

2.4 Il mercato di riferimento ed i prodotti commercializzati

Il mercato di riferimento è quello dei prodotti a base di PVC in campo medico.

È un mercato molto dinamico ed in crescita. Continuamente, infatti, si osserva la sostituzione di materiali convenzionali come vetro e metallo con polimeri ad alta prestazione quali il PVC.

In uno studio condotto da *Grand View Reserch*, si evidenzia che la domanda di polimeri medicali è in costante aumento e nelle previsioni crescerà, ancora di più, durante il periodo 2014-2020. Fattori trainanti, in tal senso, secondo questo studio, saranno l'aumento del consumo di dispositivi medicali in PVC nel mercato asiatico e l'aumento della popolazione geriatria che dovrebbe dare un ulteriore impulso alla domanda di dispositivi in materiale plastico per le operazioni chirurgiche meno invasive.

Per far fronte alla concorrenza, però, alle imprese che operano nel settore vengono richiesti continui investimenti in innovazione di prodotto e di processo.

In questa previsione, il ramo aziendale della LM Euromedical S.r.l., oggetto della presente valutazione, nel quale, sin dall'avvio, l'attività produttiva è stata concentrata nei dispositivi medicali in PVC monouso (sacche per la raccolta delle urine, sacche per emodialisi, sacche per linea infusionale e nutrizionale, tubi ed altri componenti per le sacche) potrebbe interessare operatori, presenti nel mercato, che vogliono rafforzare la propria posizione di mercato od attrarre nuovi soggetti.

2.5 Il ramo d'azienda oggetto di valutazione

L'oggetto della presente valutazione è il ramo aziendale costituito dalla unità produttiva di proprietà del Fallimento e concesso in affitto alla Bimedical S.r.l. che, in estrema sintesi, è costituito da:

Immobilizzazioni materiali

- Immobile industriale comprensivo di infrastrutture e terreno
- Macchinari, attrezzature ed arredi
- Camere bianche (intento tali le opere civili ed impiantistiche, rimovibili, ad uso esclusivo della zona di produzione)

Magazzino

3. Presupposti metodologici

3.1 Generalità

La determinazione del valore economico di una azienda/ramo aziendale deve avvenire adottando un approccio orientato all'oggettività nel rispetto del criterio di massima prudenza valutativa che si esprime sia nella scelta della metodologia di valutazione sia nelle stime e nelle assunzioni utilizzate.

La scelta del criterio di valutazione da adottare deve essere effettuata in base alla natura ed alle caratteristiche dell'azienda da valutare, nonché alla finalità della valutazione stessa.

In quest'ottica, nel formulare il proprio giudizio, si farà riferimento a criteri e metodologie di generale accettazione. Per tale ragione, prima di individuare il metodo prescelto per la valutazione ed, ove possibile, un metodo di controllo/confronto, si ritiene opportuno indicare le principali caratteristiche dei metodi di valutazione applicati nella prassi che possono essere ricondotti, concettualmente, alle seguenti tipologie:

- metodi patrimoniali
- metodi reddituali
- metodi finanziari
- metodi misti.

3.2 Il metodo patrimoniale

Con questo metodo si determina il valore dell'azienda e quindi del suo patrimonio, attribuendo ai suoi elementi patrimoniali valori collegati alle condizioni di mercato.

Per determinare il valore patrimoniale si considera una situazione contabile patrimoniale determinata secondo i principi prudenziali fissati dall'art. 2426 c.c. (ancorati al costo storico) opportunamente rettificata per adeguarla ai valori correnti così da rispecchiare l'effettiva consistenza del patrimonio.

Più precisamente, occorre prendere in considerazione tutti gli elementi passivi, mentre quelli attivi sono configurabili in tre gruppi:

- 1) beni materiali ed immateriali esposti in bilancio;
- 2) beni immateriali non contabilizzati ma dotati di valore di mercato (es. valore della licenza commerciale);
- 3) beni immateriali non contabilizzati e non dotati di valore di mercato (es. il portafoglio ordini, il know-how etc.).

A seconda degli elementi attivi considerati distinguiamo:

- *metodo patrimoniale semplice*, che considera i beni di cui al sub 1);
- *metodo patrimoniale complesso di primo grado*, che considera i beni di cui al sub 1) e 2);

— *metodo patrimoniale complesso di secondo grado*, che considera i beni di cui ai sub 1), 2) e 3).

Si dovrà, poi, procedere:

- a) a revisionare i singoli elementi attivi e passivi al fine di accertare che siano stati contabilizzati secondo corretti principi contabili;
- b) a determinare il valore corrente degli elementi attivi non monetari (es. fabbricati, impianti e macchinari, scorte di magazzino etc.);
- c) a contabilizzare il valore attribuibile a quegli elementi immateriali del capitale (ad es. i marchi) di cui si intende tener conto.

Le rettifiche vengono operate applicando: agli elementi attivi, costituiti da beni destinati allo scambio, il criterio del valore di "*presumibile realizzo*"; a quelli costituiti da immobilizzazioni, il criterio del "*costo di sostituzione*", ed agli elementi passivi il criterio del "*valore di estinzione*".

In seguito alle rettifiche operate, secondo tali criteri, si ottiene il **capitale netto rettificato** (espressione del valore corrente della massa patrimoniale con cui l'azienda viene trasferita), che è dato dalla seguente relazione:

(+) Capitale netto contabile

(+) Rettifiche positive

(-) Rettifiche negative

(=) **Capitale netto rettificato**

Questo metodo, a differenza del metodo reddituale, di cui si dirà nel proseguo, se da un lato è considerato più *oggettivo*, in quanto la stima delle singole poste di bilancio trova concreto ed immediato riscontro nelle diverse realtà aziendali, dall'altro, però, determina il valore dell'azienda in base al saldo algebrico tra attività e passività e quindi su dati storici, ponendo in secondo piano la capacità di generazione futura di reddito o di flussi di cassa.

3.3 Il metodo reddituale

Secondo Fischer, il valore di un bene dipende dal valore dei servizi che è in grado di fornire in futuro, quindi se non produce quei servizi il bene non ha valore. In particolare, l'azienda acquisisce valore quanto maggiore è la sua capacità di produrre reddito.

Quindi, la ricerca del *valore reale* dell'azienda dovrà essere determinata in base al suo valore economico che è rappresentato dal valore attribuibile al capitale considerato nel suo aspetto dinamico ossia in funzione dei redditi che esso è in grado di produrre, ed il metodo reddituale si basa appunto su questo presupposto.

In pratica, con il metodo reddituale si giunge alla quantificazione del valore economico dell'azienda mediante l'attualizzazione (capitalizzazione) dei presumibili redditi futuri, ad un congruo saggio, per un periodo di tempo che potrebbe essere anche illimitato.

La ricerca del flusso di reddito è, pertanto, un problema prospettico cioè proiettato nel futuro.

Sarà, quindi, compito del valutatore individuare la misura media futura dei redditi ottenibili in condizioni di *normalità* anche in considerazione dell'esperienza dei redditi passati; bisognerà, però, considerare che il reddito d'impresa non è un flusso a regolare svolgimento, infatti, ad esercizi con reddito alto possono succedere esercizi con redditi scarsi, nulli o negativi.

Inoltre, il termine normalità si riferisce alla individualizzazione del reddito che va determinato depurandolo sia dai dati non ordinari, non ricorrenti, non caratteristici, che possano influenzare i risultati, sia dai criteri di valutazione variati da un esercizio all'altro.

Per cui si sceglierà, nelle indagini prospettiche, un valore medio normale intorno al quale il reddito futuro oscillerà; **ovviamente, come in ogni previsione, l'esperienza dei redditi passati, più attendibili, avrà la sua influenza nella determinazione dei redditi futuri.**

Per determinare con una *formula matematica* il valore del capitale in base alla sua redditività è necessario determinare il valore attuale dei redditi futuri mediante una cristallizzazione concettuale, ad oggi, di un flusso di redditi futuri per cui sarà necessaria la individuazione di:

- un flusso di reddito da assumere a base del calcolo;
- un tasso di capitalizzazione;
- un tempo entro il quale il reddito si manifesti.

A seconda che si consideri un flusso di reddito illimitato o limitato, il valore economico del capitale si determina rispettivamente con le seguenti formule:

$$\bullet \quad W = \frac{R}{i} \qquad \bullet \quad W = Ra_{\overline{n}|i}$$

dove

W = valore economico dell'azienda

R = reddito medio prospettico normalizzato

i = tasso di capitalizzazione

$a_{\overline{n}|}$ = simbolo matematico-finanziario che sta ad indicare il valore attuale di una rendita unitaria annuale posticipata per un numero definito di anni

n = numero di anni di durata presunta dell'azienda.

Come per il reddito medio prospettico normalizzato, anche la determinazione del tasso di capitalizzazione appare incerta. Esso è dato dal tasso di puro interesse che rappresenta il compenso finanziario spettante ai capitali investiti a basso rischio, adeguatamente incrementato da una maggiorazione di tasso in funzione del rischio del settore a cui appartiene l'azienda, che a sua volta dipende sia dalle condizioni generali in cui l'azienda opera, sia dalle sue specifiche condizioni gestionali.

Il metodo reddituale, quindi, pur trovando il suo limite nell'aleatorietà legata alle stime dei risultati futuri e del tasso di capitalizzazione, rappresenta un criterio da utilizzare per le aziende che esprimono il loro valore in termini di capacità reddituale prospettica, quali le aziende di produzione, le cui consistenze patrimoniali, da sole, non sono sufficienti per esprimere compiutamente tutte le potenzialità, in termini di capacità di reddito, prospettiche aziendali.

3.4 Il metodo finanziario

Il metodo finanziario esprime il valore dell'azienda in funzione dei flussi di cassa attesi.

Con questo metodo si valuta l'azienda come un normale e complesso investimento, valutandone il rendimento nella misura con la quale garantisce il recupero dei fondi inizialmente destinati. Quindi la valutazione dell'azienda dipende:

- dal flusso monetario subito all'atto dell'acquisizione dell'azienda;
- dagli utili percepiti;
- dal valore di recupero dell'azienda nella fase terminale.

I flussi monetari sono resi omogenei attraverso il calcolo di attualizzazione secondo la formula:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+i)^t} + \frac{V_r}{(1+i)^n}$$

dove:

F_t = flussi monetari distribuibili ai soci al tempo t ($t = 1, 2, 3 \dots n$)

V_r = valore di recupero dell'impresa al termine del periodo di possesso

t = durata dell'investimento

i = tasso di attualizzazione del rischio dei flussi di cassa *attesi*

La convenienza dell'investimento aziendale è valido solo se i rientri monetari superano l'esborso.

3.5 Il metodo misto - Patrimoniale con stima autonoma dell'avviamento

Tra le metodologie di valutazione di azienda più diffuse vi è il metodo misto patrimoniale – reddituale ottenuto aggiungendo al patrimonio netto rettificato (analizzato nel paragrafo dedicato al metodo patrimoniale) il valore dell'avviamento determinato in maniera autonoma.

Con questo metodo, quindi, viene stimata contemporaneamente sia la capacità dell'impresa di produrre reddito sia la sua effettiva consistenza patrimoniale.

Il valore globale dell'azienda è dato dalla formula:

$$W = K + A$$

dove:

W = valore dell'azienda secondo il metodo misto patrimoniale-reddituale

K = patrimonio netto rettificato al valore corrente

A = avviamento

L'avviamento, che rappresenta la componente aggiuntiva rispetto al metodo patrimoniale, è configurato attualizzando, per un periodo limitato ed ad un tasso appropriato, il differenziale di reddito (sovra/sottoreddito) che si prevede l'azienda sia in grado di generare (*goodwill*) o di subire (*badwill*).

È chiaro che in questo metodo l'avviamento, sia esso positivo che negativo, è considerato:

- un elemento del patrimonio dell'azienda passibile di determinazione autonoma;
- un fenomeno economico transitorio, che è destinato a svanire nell'arco temporale contrassegnato da un certo numero di anni.

Secondo questa impostazione metodologica l'avviamento positivo è fondato su differenziali di competitività detenuti dall'impresa che generano differenze sul rendimento del capitale investito in essa.

Per determinare l'avviamento in modo diretto ed autonomo, in funzione della redditività dell'azienda, si procede alla capitalizzazione del *surplus* del reddito che rappresenta il soprareddito che l'azienda è in grado di produrre rispetto al reddito medio del settore in cui opera, e che, quindi, presenta le stesse caratteristiche di rischio in considerazione anche delle condizioni ambientali e di mercato.

In formula matematica l'avviamento è calcolato attualizzando il valore del soprareddito futuro in base ad un tasso di valutazione i_t , determinato maggiorando di qualche punto percentuale il tasso medio del rendimento del settore.

Una volta ottenuto l'avviamento secondo la formula

$$A = (R - Ki) \cdot a_{n|i_t}$$

si può determinare il capitale-valore dell'impresa secondo il metodo misto patrimoniale-reddituale.

Sapendo che

$$W = K + A$$

si ha:

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

dove:

A = avviamento

W = valore economico dell'azienda

K = capitale netto rettificato (valore patrimoniale semplice)

R = reddito medio prospettico atteso per il futuro

i = tasso medio di rendimento del settore

n = numero definito e limitato di anni di durata del soprareddito

i_1 = tasso di attualizzazione del divario medesimo.

Il pregio di questo metodo di valutazione è quello di combinare l'aspetto patrimoniale con le attese reddituali che concettualmente, in una valutazione d'azienda, sono una componente essenziale del valore del capitale economico.

4. La scelta del metodo di valutazione

La scelta della metodologia più appropriata per esprimere il valore economico del ramo d'azienda oggetto di valutazione è stata effettuata considerando l'attività svolta e le informazioni disponibili.

La serie storica dei dati di bilancio della LM Euromedical S.r.l. mostra, in tutti gli esercizi analizzati, differenziali di redditività negativi che non permettono, allo stato attuale ed in assenza di un preciso programma di ristrutturazione, di determinare, per gli esercizi futuri, un reddito prospettico positivo normalizzato sul quale fondare la valutazione.

Sulla base di queste informazioni, nella considerazione che i metodi di valutazione reddituale, finanziario o misto, necessitano, per evitare effetti distortivi, di redditi prospettici futuri attesi positivi e tenendo conto del forte disequilibrio economico strutturale che caratterizza la LM Euromedical S.r.l. si è optato per una valutazione con metodo **patrimoniale semplice**.

Questo metodo risulta, inoltre, coerente sia con una cessione del ramo d'azienda secondo un criterio di funzionamento, sia secondo un criterio di liquidazione pura. La procedura fallimentare potrà, infatti, cedere a terzi il ramo aziendale in un'ottica:

- di continuazione dell'attività, nel caso individuato un soggetto dotato delle necessarie risorse finanziarie, gestionali, organizzative per effettuare un *turn around* e riportare la stessa in situazione di redditività;
- di mera liquidazione concorsuale, qualora si decida di cedere i singoli elementi costituenti l'azienda.

In quest'ottica, comunque, il valore attribuibile al ramo d'azienda nel suo complesso non sarà inferiore alla somma dei valori ricavabili da una cessione atomistica dei singoli cespiti.

Come detto, non è possibile l'utilizzo di metodi di valutazione reddituali o finanziari od approcci valutativi misti, quale quello con stima autonoma dell'avviamento, in quanto si finirebbe con il determinare un *badwill*, o avviamento negativo, che eroderebbe buona parte del valore patrimoniale dell'azienda. Si ricorda, a tal proposito, che il *badwill* rappresenta la correzione in diminuzione del valore patrimoniale dell'azienda quale conseguenza della sua incapacità di remunerare congruamente il proprio capitale, ed ha senso quantificarlo solamente qualora le perdite sofferte nel passato si pensi possano registrarsi, anche nel futuro, ma in un orizzonte temporale estremamente breve, e non, come nel caso della LM Euromedical S.r.l., quando il disequilibrio economico sofferto ha carattere strutturale.

5. Il valore del ramo d'azienda

5.1 Introduzione

Nel metodo di valutazione patrimoniale semplice la operazione fondamentale è rappresentata dall'apprezzamento qualitativo e quantitativo del patrimonio azienda oggetto di valutazione.

Il principio su cui si fonda è quello della valutazione analitica dei singoli elementi materiali che compongono il patrimonio così da giungere al patrimonio netto rettificato.

Le singole poste che compongono il ramo d'azienda oggetto della presente valutazione, sinteticamente descritte nel paragrafo 2.5, qui di seguito riproposte, saranno, pertanto, distintamente analizzate:

a) Immobilizzazioni materiali

- Immobile industriale comprensivo di infrastrutture e terreno
- Macchinari, attrezzature ed arredi
- Camere bianche (intento tali le opere civili ed impiantistiche, rimovibili, ad uso esclusivo della zona di produzione)

b) Magazzino.

Ancora una volta, prima di proseguire, si precisa che per la valutazione delle immobilizzazioni materiali e del magazzino si è fatto riferimento alla perizia giurata di stima redatta, nell'ambito della procedura di Concordato Preventivo ex art. 160 Legge Fallimentare, dall'ing. Giovanni Ardizzone, datata 13 dicembre 2014, e, successivamente, attestata, ex art. 160, co. 2, Legge Fallimentare dal rag. Giovanni Ira.

È chiaro, che i valori attribuiti dall'ing. Ardizzone sono stati oggetto di attenta analisi e che, ove ritenuto necessario, sono state apportate le rettifiche richieste dall'approccio valutativo utilizzato; sul punto, qualora gli Organi della procedura lo ritengano necessario la perizia dell'ing. Ardizzone potrà essere oggetto di verifica e/o revisione da parte di un perito tecnico estimatore all'uopo da nominare.

Inoltre, al fine di verificarne l'influenza sulla valutazione, è stato oggetto d'attenzione il contratto di affitto di ramo di azienda sottoscritto in data 23 dicembre 2013 tra la LM Euromedical S.r.l. in liquidazione e la Bimedical S.r.l. che, in merito alle immobilizzazioni materiali concesse in affitto ed al magazzino, così stabilisce:

Art. 3.1- c) fanno parte dell'azienda le cosiddette rimanenze di: materie prime, semilavorati, imballi e prodotti finiti così come da inventario che redatto in contraddittorio tra le parti viene allegato nel citato allegato sub "A" per formare parte integrale e sostanziale. I detti beni devono essere restituiti e/o pagati alla fine dell'affitto.

Art. 4.6) Alla cessazione dell'affitto la parte affittuaria dovrà restituire i locali ed i beni analiticamente descritti nell'allegato "A", nello stato di fatto in cui sono stati appresi, senza opporre eccezione alcuna.

Art. 5.1) Il canone annuo complessivo per l'affitto, attese le finalità e la precarietà in ordine alla durata del presente contratto, è fissato nell'importo di euro diciottomila virgola zero zero (18.000,00) oltre IVA per legge ...

Art. 6.2) È fatto, in ogni caso, divieto all'Affittuario di procedere a modifiche o sostituzioni dei beni ed attrezzature che fanno parte del complesso aziendale, senza il consenso scritto della parte Concedente. In mancanza, la Concedente, legittimata ai controlli e sopralluoghi, ex articolo 1619 Codice Civile, avrà facoltà di risolvere il contratto per inadempimento pretendendo la messa in ripristino a spese dell'Affittuario, se possibile, ovvero ritenere le nuove opere senza alcun compenso, salvi i maggiori danni.

Art. 7.1) L'Affittuaria è costituita custode del complesso del ramo aziendale e si impegna a gestire l'azienda senza modificare l'attuale destinazione e conservando e rispettando l'efficienza delle dotazioni e dell'organizzazione ...

*In caso di deterioramento o perimento di uno o più **beni** costituenti la dotazione, dovrà curarne **la sostituzione a proprie spese**, in conformità all'interesse della produzione, previo consenso scritto dell'affittante ...*

*Art. 9.2) In considerazione dello stato di crisi della Concedente, conosciuta dall'affittuaria, che non può assumere impegni in bianco in ordine alla **manutenzione straordinaria dei macchinari**, ove detti interventi straordinari, appurati dalle parti da tecnici da essi incaricati, dovessero essere necessari, la affittuaria dovrà farsene carico, previa comunicazione alla Concedente di quanto anticipato, fermo restando **il diritto alla ripetizione alla fine dell'affitto o in sede di vendita**, accertato il costo di detti interventi, debitamente documentato.*

Art. 17.1) In deroga all'art. 102 del Testo Unico delle Imposte Dirette le quote di ammortamento relative ai beni che compongono l'azienda affittata sono deducibili nella determinazione del reddito dell'affittante.

L'attenta analisi degli articoli, sopra proposti, permette di formulare alcune importanti considerazioni in merito al contratto di affitto di ramo d'azienda stipulato tra la Bimedical S.r.l. e la L.M. Euromedical:

PRIMA CONSIDERAZIONE

Compete alla Bimedical S.r.l. la cura e la sostituzione della generalità dei beni (art. 7.1) che compongono la dotazione aziendale con una deroga per i macchinari. Per questi ultimi, infatti, l'articolo 9.2 prevede che le manutenzioni straordinarie, eseguite dall'affittuaria, siano ripetute dalla LM Euromedical S.r.l. in liquidazione alla fine dell'affitto od in caso di vendita.

SECONDA CONSIDERAZIONE

Il contratto esprime una implicita deroga all'art. 2561, co. 4, del Codice Civile, per cui alla fine dell'affitto, l'affittuaria non dovrà retrocedere alla concedente alcun conguaglio; ponendosi, così, in capo alla L.M. Euromedical il costo del logorio/deperimento delle immobilizzazioni concesse in affitto con il ramo d'azienda.

TERZA CONSIDERAZIONE

La valutazione, corretta, secondo cui l'affitto d'azienda permette di mantenere la funzionalità dei beni meglio che in caso di cessazione dell'attività deve essere confrontata con il costo annuale che la concedente (deroga espressa all'art. 102 del TUIR e deroga implicita all'art. 2561, co. , del C.C.) deve sostenere in virtù delle clausole contrattuali sottoscritte.

Si evince, immediatamente, una sproporzione tra il canone annuo d'affitto pagato (€18.000) dalla Bimedical S.r.l. ed il costo sostenuto dalla L.M. Euromedical in termini di ammortamento (circa €. 150.000 annui) e deprezzamento/obsolescenza dei beni che, come si è già avuto modo di affermare, non avrà nessuna definizione in denaro (conguaglio per differenze di inventari) alla fine dell'affitto.

5.2 L'immobile industriale

L'immobile industriale di proprietà della Fallita, attualmente concesso in affitto alla Bimedical S.r.l., sorge a Caltagirone in c.da S. Maria Poggiarelli, nella Zona Industriale ASI di Caltagirone su di un lotto di terreno di proprietà della LM Euromedical S.r.l. di circa 5.900 mq.

È costituito da due corpi di fabbrica adiacenti aventi superficie coperta complessiva di 2.478 mq a cui vanno aggiunte n. 3 tettoie e dei locali tecnici per gli impianti di climatizzazione, antincendio ed idrico sanitario, per complessivi mq 2.276 di area destinata alla produzione e mq 848 di area destinata ad uffici e servizi.

Il tutto è dotato di rifiniture di buona qualità e si presenta in ottimo stato di conservazione e perfettamente funzionante.

Per l'esatta identificazione catastale ed urbanistica dei beni, per la loro descrizione analitica e per l'esposizione, analitica, dei criteri di valutazione si rimanda alla perizia redatta dall'ing. Giovanni Ardizzone.

In sintesi, l'ing. Ardizzone determina il valore dell'immobile industriale in €. 1.850.000,00 (euro unmilioneottocentocinquatamila/zerozero) quale risultato della ponderazione tra il valore di mercato del bene ed il suo valore di produzione

Valore di mercato stimato: €. 2.000.000,00

Valore di produzione stimato: €. 1.700.000,00

Valore dell'immobile industriale: $(€. 2.000.000,00 + €. 1.700.000,00)/2 = €. 1.850.000,00$

Nella considerazione che è trascorso del tempo tra la data di redazione della perizia da parte dell'ing. Ardizzone e la data del fallimento e che il mercato immobiliare italiano è fortemente depresso, anche se, nell'anno 2014, tendenzialmente in crescita (*Nota trimestrale – Andamento del mercato immobiliare nel II trimestre 2015* - Pubblicazione Osservatorio del mercato immobiliare – Agenzia delle Entrate) si è proceduto alla verifica del valore di mercato stimato dall'ing. Ardizzone tenendo conto della oscillazione che la quotazione dell'Osservatorio del mercato Immobiliare, per l'immobile in questione, ha avuto tra il II semestre 2014 ed il I semestre 2015.

L'area di osservazione OMI è la fascia suburbana/Zona industriale - C.da Poggiarelli del comune di Caltagirone, codice di zona E3, microzona catastale n. 5, destinazione produttiva (per quanto riguarda la quotazione delle aree destinate ad uffici e servizi non essendo previste valutazioni OMI per la fascia suburbana su cui insiste l'immobile industriale il valore è stato determinato in misura doppia rispetto al valore delle aree a destinazione produttiva) che evidenzia, per i periodi considerati, le seguenti quotazioni:

Destinazione	Valore OMI al II semestre 2014	Valore OMI al I semestre 2015	Variazione %
Produttiva	€. 430,00	€. 410,00	4,6512
Uffici e servizi	€. 860,00	€. 820,00	4,6512

La variazione delle quotazioni OMI tra il II semestre 2014 ed il I semestre 2015 è del 4,6512%, del tutto insignificante nella valutazione complessiva dell'immobile industriale in questione.

Se il dato OMI del I semestre 2015 viene, invece, confrontato con la valutazione di mercato per mq operata dall'ing. Ardizzone (€. 500,00 al mq per le aree destinate alla produzione - €.1.000,00 al mq per le aree destinate ad uffici e servizi) la variazione è del 18% che, a parere del sottoscritto, è degna di attenzione.

Alla luce di quanto argomentato, tenendo conto delle finiture dell'immobile e di tutti quegli elementi di dettaglio che l'Osservatorio del mercato Immobiliare non è in grado di misurare nel particolare, il sottoscritto ha reputato di dover ridurre il valore di mercato determinato dall'ing. Giovanni Ardizzone del 10%; pertanto, il nuovo valore di mercato attribuito all'immobile industriale è di €. 1.800.000,00 (euro unmilioneottocentomila/zerozero).

Ponderando il valore testé ottenuto con il valore di produzione determinato dall'ing. Giovanni Ardizzone si perviene al più probabile valore dell'immobile industriale che il sottoscritto ritiene possa essere **€. 1.750.000,00 (euro unmilionesettecento-cinquantamila/zerozero)**

Valore di produzione stimato dall'ing. Ardizzone: €. 1.700.000,00

Valore di mercato aggiornato alla data di fallimento: €. 1.800.000,00

Valore dell'immobile: (€. 1.700.000,00 + €. 1.800.000,00)/2 = €. 1.750.000,00

5.3 I macchinari, le attrezzature e gli arredi

I macchinari, le attrezzature e gli arredi che fanno parte del ramo aziendale oggetto della presente valutazione, tutti concessi in affitto dalla LM Euromedical S.r.l. alla Bimedical S.r.l., sono sinteticamente descritti nel prospetto che segue con indicazione del singolo valore di dettaglio (colonna V).

Per la loro valutazione si è utilizzata la perizia giurata dell'ing. Giovanni Ardizzone, datata 13 dicembre 2014, redatta nell'ambito della procedura di Concordato Preventivo ex art. 160 Legge Fallimentare di cui si è, già, detto nelle premesse di questa relazione di valutazione a cui si rimanda per una attenta descrizione dei beni, del loro grado d'uso e del loro stato di funzionamento. Si è, ugualmente, proceduto ad una ricognizione a campione dei beni.

Si specifica, comunque, in questa sede, che parte dei beni si trovano presso lo stabilimento della società Etropal Jsc sito in Ruski Blv n. 191, Etropole, Bulgaria, con cui la fallita (e nel proseguo la Bimedical S.r.l.) ha sottoscritto un accordo di produzione che prevede il trasferimento, in comodato d'uso, di alcune linee di produzione dalla LM Euromedical Srl alla Etropal Jsc in cambio di un prezzo d'acquisto più vantaggioso di semilavorati e prodotti finiti. A parere del sottoscritto, inoltre, un'attenzione particolare, nell'analisi della valutazione condotta dall'ing. Ardizzone, deve essere rivolta alla base dati da questo utilizzata rappresentata, come detto a pag. 12 della perizia, dall'allegato "*Elenco attrezzature ed arredi aziendali*" del contratto di affitto del ramo aziendale redatto in contraddittorio tra le parti (art. 3.1 del Contratto di affitto di ramo di azienda).

Si evidenzia, a tal proposito, che l'elenco dei beni è stato prodotto il 15 maggio 2013, quindi, ben sette mesi prima della stipula del contratto di affitto e prima, persino, della costituzione della Bimedical S.r.l. avvenuta in data 5 giugno (contraddittorio tra le parti).

Alla luce di quanto argomentato e nella considerazione che l'utilizzo dei beni concessi in affitto alla Bimedical S.r.l. ha, indubbiamente, apportato un logorio e deperimento di cui si è fatta carico, in deroga all'art. 2561 co. 2 del c.c., la LM Euromedical S.r.l. alla quale, alla conclusione del contratto di affitto non spetterà alcun conguaglio per le differenze inventariali, il valore dei macchinari, delle attrezzature e degli arredi determinato dall'ing. Ardizzone è stato oggetto, nella presente valutazione, di rettifica, in diminuzione.

Pertanto, si è proceduto variando il valore di mercato determinato dall'ing. Ardizzone sulla base di un tasso di utilizzo (per il periodo 2013/2015) determinato per ciascun bene tenendo conto della percentuale di ammortamento che, negli anni precedenti, era stato utilizzato dalla società fallita.