

TRIBUNALE DI PADOVA
Sezione Fallimentare

Fallimento

[REDACTED]

[REDACTED]

(Fall. n. 204/2015)

Valutazione d'azienda

Giudice Delegato: dott.ssa Caterina ZAMBOTTO

Curatore fallimentare: dott. Carlo PAMPALONI

Consulente Tecnico: dott.ssa Margherita CHIAVEGATO

INDICE

1. PREMESSA.....	4
2. LA REALTÀ AZIENDALE OGGETTO DI STIMA.....	4
2.1. CENNI STORICI.....	4
2.2. LA DOMANDA DI CONCORDATO PREVENTIVO	5
3. SVOLGIMENTO DELL'INCARICO	8
3.1. OGGETTO DELL'INCARICO	8
3.2. DOCUMENTI, DATI E FONTI UTILIZZATI.....	9
4. L'OFFERTA D'ACQUISTO DELL'AZIENDA RICEVUTA	10
4.1. LA SOCIETÀ [REDACTED]	11
5. I METODI DI VALUTAZIONE	13
5.1. PREMESSA.....	13
5.2. BREVE DISAMINA DEI METODI VALUTATIVI.....	14
5.2.1. IL METODO PATRIMONIALE SEMPLICE.....	14
5.2.2. IL METODO PATRIMONIALE COMPLESSO	14
5.2.3. IL METODO REDDITUALE	15
5.2.4. IL METODO MISTO CON STIMA AUTONOMA DELL'AVVIAMENTO	16
5.2.5. IL METODO MISTO CON VALUTAZIONE CONTROLLATA DELLE IMMOBILIZZAZIONI.	17
5.2.6. IL METODO MISTO EVA.....	17
5.2.7. IL METODI DEI MULTIPLI	18

5.2.8.	IL METODO “ <i>DISCOUNTED CASH FLOW</i> ”	18
6.	ANALISI DELLA SITUAZIONE ECONOMICA E PATRIMONIALE	18
7.	IL SETTORE DELL’INDUSTRIA DELL’ILLUMINAZIONE ED IL SUO ANDAMENTO	20
8.	VALUTAZIONE DEI BENI IMMATERIALI.....	25
9.	VALUZIONE DEI BENI MOBILI.....	27
10.	LA VALUTAZIONE D’AZIENDA IN LIQUIDAZIONE E NELLE PROCEDURE CONCORDATARIE.....	28
10.1.	VALUTAZIONE IN CASO DI AZIENDA IN LIQUIDAZIONE	28
10.2.	VALUTAZIONE NELLE PROCEDURE CONCORDATARIE.....	29
10.3.	LA VALUTAZIONE DELL’AVVIAMENTO: <i>GOODWILL</i> E <i>BADWILL</i>	33
11.	LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE NEL CASO DI SPECIE E SUA APPLICAZIONE	36
11.1.	LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE	36
11.1.1.	IL METODO MISTO PATRIMONIALE-REDDITUALE CON STIMA AUTONOMA DELL’AVVIAMENTO.....	37
12.	DETERMINAZIONE DELL’AVVIAMENTO	41
13.	DETERMINAZIONE DEL VALORE DELL’AZIENDA.....	45

1. PREMESSA

Nell'ambito del fallimento della [REDACTED] - Tribunale di Padova n. 204/2015 – Giudice Delegato dott.ssa Caterina Zambotto, Curatore Fallimentare dott. Carlo Pampaloni - la sottoscritta dott.ssa Margherita Chiavegato, Commercialista con studio in Padova, Passaggio San Fermo n. 5, iscritta all'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili del Circondario del Tribunale di Padova al n. 1469/A ed al Registro Revisori Legali al n. 166815, veniva nominata dal Giudice Delegato quale Consulente Tecnico:

“per la valutazione dell'azienda della società fallita”.

Allegato 1 Nomina a CTU

L'incarico ricevuto ha dunque per obiettivo la stima del valore dell'azienda di proprietà della [REDACTED]

[REDACTED] rappresentata dal liquidatore [REDACTED].

2. LA REALTÀ AZIENDALE OGGETTO DI STIMA

2.1. Cenni storici

[REDACTED] era un'impresa operante nel settore della progettazione, disegno, produzione e commercializzazione di oggetti per l'illuminazione, in particolare l'azienda era attiva nella produzione di lampadari e di complementi d'arredo di lusso, anche attraverso l'utilizzo di vetrerie di gran pregio quali quelle di Burano, Firenze, Austria (Swarovski) ecc...

In particolare la società operava nel settore dell'illuminazione ed arredamento di alta ed altissima gamma, i loro prodotti possono essere fatti rientrare nel segmento

del lusso destinati soprattutto alla nicchia rappresentata da ambienti storici o storico artistici, istituzionali, turistici, privati ma anche pubblici, ovvero il mercato dei mobili residenziali e contract per la fascia più alta di prezzo.

Il capitale sociale, pari ad Euro 113.834,00, è interamente detenuto dalla società [REDACTED] in liquidazione

La società, alla data del fallimento, era amministrata dal liquidatore [REDACTED] nominato con atto del 13.01.2015.

Allegato 2 Visura camerale di [REDACTED]

[REDACTED] nel corso degli anni ha subito diverse modifiche sociali che di seguito si riassumono.

Fino al 2008 la società aveva la denominazione di [REDACTED], successivamente, attraverso l'atto di scissione del 16.09.2008, ha preso la denominazione di [REDACTED] ed in contemporanea è stata costituita la newco [REDACTED]

In data 22.02.2013, a seguito dell'atto di fusione per incorporazione, [REDACTED] ha ripreso al denominazione di [REDACTED]..

Nel corso di tutti questi passaggi societari non è mai stato variato il codice fiscale della società.

Infine con atto del 14.01.2015 la società è stata posta in liquidazione ed è stata variata la denominazione in [REDACTED]

Per quanto attiene all'azienda, oggetto della presente elaborato di stima, la stessa è stata concessa in affitto, prima il 29.05.2013 alla società [REDACTED] e successivamente, in data 21.01.2015, sempre alla medesima società.

2.2. La domanda di Concordato Preventivo

L'11 febbraio 2015 ██████████ in liquidazione, in persona del suo liquidatore sig. ██████████, assistito dall'avv. Giampaolo Mardegan, decideva di chiedere al Tribunale di Padova l'ammissione alla procedura di Concordato preventivo *ex art. 161, VI comma, L.F.*, vista la situazione di forte tensione finanziaria derivata dalla progressiva riduzione del fatturato che aveva causato *“negli ultimi anni un forte disequilibrio tra costi fissi di struttura e ridotti volumi di vendite”*.

Allegato 3 Domanda di concordato

Sempre secondo quanto dichiarato nella domanda di concordato, la situazione di crisi venutasi a creare ha portato ad una preclusione di accesso al credito ed al rinnovo dei fidi, con conseguente impossibilità di finanziare i nuovi ordinativi.

Nella relazione sulla gestione al bilancio 31.12.2014 il liquidatore così precisa: *“la crisi dell'azienda inizia già dal 2008 con la crisi del fatturato verso l'estero dovuta ai cambiamenti in atto nell'economia mondiale soprattutto a seguito della crisi finanziaria originatasi negli Stati Uniti. Nella speranza che tale crisi fosse di breve durata sono state purtroppo fatte delle scelte di investimento che si sono rivelate troppo impegnative finanziariamente e che non hanno condotto alla ripresa del fatturato che nel 2007 aveva raggiunto i 10.000.000,00 di euro”*.

A fronte di tale situazione ██████████ aveva tentato con le banche di addivenire ad un accordo di ristrutturazione del debito, senza ottenere risultati soddisfacenti.

Vista l'impossibilità di percorrere altre strade i soci, in data 13.01.2015, hanno posto in liquidazione la società e, in data 11.02.2015, è stata depositata la domanda di concordato preventivo con riserva.

Contestualmente, nell'intento di valorizzare gli assets sociali, ██████████ ha concesso in affitto l'azienda alla ██████████, per la durata di quattro anni ad un canone annuale di Euro 216.000,00.

Con il medesimo atto del 21.01.2015 ██████████ si era impegnata,

condizionatamente all'omologa del concordato, irrevocabilmente all'acquisto dell'azienda ad un prezzo di Euro 1.960.000,00 a cui avrebbero dovuto essere detratti i canoni d'affitto versati, il TFR, i ratei e le ulteriori indennità, accollate dall'acquirente, dovuti ai lavoratori subordinati.

Inoltre ██████████ si era altresì impegnata ad acquisire il magazzino delle materie prime, semilavorati e prodotti finiti della ██████████, così come stimato dal perito Luciano Canova (per tutti i dettagli si veda la domanda di concordato allegata).

In data 21.07.2015 alla luce delle verifiche contabili effettuate dall'*advisor* finanziario dott. Riccardo Bonivento e delle verifiche previsionali redatte dall'*advisor* industriale Ing. Davide Merlin, la società si è vista costretta a depositare la rinuncia alla domanda di concordato *ex art. 161, VI comma, L.F.* con le seguenti motivazioni:

“... da un lato, il rilevante peso del passivo sociale, incrementatosi per effetto delle sanzioni erariali e previdenziali oltre che degli inevitabili costi di chiusura e, da altro lato, la ora prevedibile incapacità dell'affittuaria di assumersi l'impegno d'acquisto dell'azienda e del magazzino alle condizioni offerte/convenute, non consentono di formulare una proposta concordataria che preveda il pagamento di una percentuale non irrisoria ai creditori chirografari?”.

Allegato 4 Revoca domanda di concordato

Conseguentemente con sentenza n. 204 del 22.07.2015, depositata in cancelleria il 05.08.2015, il Tribunale di Padova ha dichiarato il fallimento della ██████████ ██████████ in Liquidazione, nominando curatore il dott. Carlo Pampaloni.

Circa un anno e mezzo dopo la dichiarazione di fallimento, in data 20.12.2016, il curatore ha ricevuto dalla società ██████████ una proposta d'acquisto dell'azienda, già oggetto del contratto d'affitto del 21.01.2015, per il corrispettivo di Euro 350.000,00.

3. SVOLGIMENTO DELL'INCARICO

3.1. Oggetto dell'incarico

Il curatore del fallimento ██████████ in liquidazione, vista la preferenza del legislatore (art. 105 L.F.) al realizzo in blocco dell'azienda o dei suoi rami contrapposta alla liquidazione atomistica dei beni, valutata l'opportunità di dare impulso a procedure competitive per la vendita dell'azienda, ha richiesto al G.D. dott.ssa Caterina Zambotto la nomina della scrivente per “la *valutazione dell'azienda della società fallita*”.

Alla data della dichiarazione di fallimento il patrimonio della fallita era composto da beni materiali, quali il capannone ad uso artigianale sito in Piombino Dese (PD) via Mussa n. 16/a, presso cui si svolgeva l'attività, ed il terreno edificabile sito anch'esso in Piombino Dese via Ghebbo, beni immateriali quali marchi e brevetti, macchinari ed attrezzature, e magazzino rappresentato da prodotti finiti e semilavorati.

Per quanto attiene al compendio mobiliare il G.D. ha autorizzato la nomina del perito stimatore Geom. Lora Silvano, mentre la valutazione dell'immobile è stata affidata all'arch. Paolo Parisotto.

Per quanto attiene ai beni immateriali la stima è stata affidata all'ing. Sara Giordani. Si ricorda inoltre che, alla data di intervenuto il fallimento, l'azienda, come già precisato, era stata concessa in affitto alla società ██████████. sulla scorta del contratto stipulato in data 21.01.2015, il quale comprendeva l'utilizzo dei macchinari e delle attrezzature, i contratti di leasing, gli ordini non ancora eseguiti alla data di stipula, i rapporti di lavoro con i dipendenti, l'uso dei marchi e dei brevetti ed il godimento dell'immobile di Piombino Dese, il tutto come dettagliato negli allegati all'accordo.

Allegato 5 Contratto di affitto d'azienda del 21.01.2015

3.2. Documenti, dati e fonti utilizzati

Ai fini della presente analisi è stata utilizzata la seguente documentazione:

- Perizia del compendio mobiliare aziendale redatta, in data 12 maggio 2016, dal geom. Lora Silvano;

Allegato 6 Perizia beni mobili

- Perizia di stima dei beni immateriali redatta, in data 8 aprile 2016, dall'ing. Sara Giordani;

Allegato 7 Perizia di stima beni immateriali

- Domanda di concordato preventivo con riserva;
- Fascicolo del fallimento;
- Bilanci d'esercizio di ██████████ in formato Cee dal 2012 al 2014;
- Situazione contabile alla data di fallimento.
- Bilanci d'esercizio di ██████████ in formato Cee dal 2012 al 2016.

La sottoscritta, ricevute le valutazioni definitive degli *assets* aziendali, acquisita tutta la documentazione rilevante, ha eseguito i necessari controlli nei limiti di quanto occorrente ai fini della presente relazione di stima, individuando come data di riferimento della presente relazione quella del 30 giugno 2017.

Sono state inoltre svolte indagini e ricerche sul settore di appartenenza, visionando in particolare la documentazione pubblicata da ASSIL - ANIE (Associazione Nazionale Produttori Illuminazione) che è l'associazione nazionale di categoria che raggruppa al suo interno le più rappresentative imprese del settore dislocate su tutto il territorio nazionale, e Altagamma che rappresenta il punto di riferimento a livello mondiale del mercato *luxury*.

4. L'OFFERTA D'ACQUISTO DELL'AZIENDA RICEVUTA

In data 20 dicembre 2016 è pervenuto al Curatore dott. Carlo Pampaloni l'offerta irrevocabile d'acquisto dell'azienda [REDACTED] in liquidazione che si dettaglia di seguito.

Allegato 8 Offerta d'acquisto d'azienda

La società "[REDACTED]", [REDACTED]
[REDACTED], legalmente rappresentata dalla [REDACTED]
[REDACTED] ha proposto di acquistare al prezzo di Euro 350.000,00, oltre alle imposte e tasse di legge, l'azienda già oggetto del contratto di affitto del 21.01.2015.

La proposta ricevuta dal curatore, debitamente cauzionata, è così articolata: [REDACTED]
[REDACTED] ha proposto l'acquisto dell'azienda con esclusione dei contratti di leasing indicati nell'allegato B del contratto di affitto, e con la comprensione del residuo magazzino non ancora fatturato e/o prelevato alla data della dichiarazione di fallimento.

E' stato ivi previsto che il pagamento del prezzo offerto avvenga mediante accollo privativo, debitamente convenuto con le formalità di cui all'art. 411 c.p.c. con i lavoratori, dell'importo di Euro 292.292,76 per TFR, ferie, permessi, festività dei dipendenti trasferiti in uso al contratto di affitto o comunque dal diverso importo che dovesse risultare dalla verifiche congiunte effettuate dalle parti, per il residuo con il pagamento a mezzo assegno circolare e/o bonifico.

Inoltre [REDACTED] ha proposto alla procedura il versamento della somma di Euro 218.840,00 a saldo e stralcio di ogni credito (affitto d'azienda, cessione magazzino, indennità di occupazione, ulteriori pretese...) vantato dal fallimento nei confronti dell'offerente.

Per quanto attiene al pagamento del prezzo offerto per l'acquisto dell'azienda, ██████████ ha proposto di saldare il corrispettivo, oltre ai debiti sopra riportati, con l'importo complessivo di Euro 276.547,24, in 46 rate mensili a partire dalla data di stipula dell'atto di compravendita dell'azienda.

A garanzia del pagamento dell'importo offerto la ██████████ ha concesso l'accensione dell'ipoteca di secondo grado sui terreni di sua proprietà siti nel comune di Piombino Dese.

Infine l'offerente, in merito all'immobile presso cui viene svolta l'attività sito in Piombino Dese via Mussa n. 16/a, si è impegnata a liberarlo entro e non oltre 90 giorni dall'aggiudicazione.

In conclusione all'interno del perimetro aziendale sono ricompresi: il magazzino rimanente alla data del fallimento, il beni immateriali quali marchi e brevetti, i beni materiali ed esclusione di quelli oggetto dei contratti di leasing, stipulati con MPS Leasing e Factoring, per i quali con la domanda di concordato era stata richiesta la sospensione ed intervenuto il fallimento il curatore ha provveduto a sciogliere ai sensi degli artt. 72 e 72 quater L.F..

4.1. La società ██████████

La società ██████████ anch'essa con sede in Piombino Dese via Mussa n. 16/A, è stata costituita il 21.09.2012 e svolge l'attività di realizzazione, produzione e commercializzazione di lampadari artistici e loro componenti, di oggetti di arredamento in genere ed affini ecc...

Il suo capitale sociale, del valore di Euro 10.000,00, è così suddiviso:

- ██████████ con Euro 9.800,00,

- [REDACTED] con Euro 200,00.

[REDACTED] che si occupa di attività di design di moda e design industriale, è interamente posseduta ed amministrata dalla [REDACTED]

Come specificato nella domanda di concordato la [REDACTED] è una designer riconosciuta a livello internazionale ed ideatrice delle collezioni di illuminazione d'interni, *core business* dell'azienda.

Come già precisato la società ha preso in affitto l'azienda della [REDACTED] una prima volta con atto del 29.05.2013, quando ancora [REDACTED] aveva la denominazione di [REDACTED] e successivamente con atto del 21.01.2015.

Allegato 9 Visura [REDACTED]

In allegato alla presente relazione sono stati posti i bilanci della società in esame dal 2012 (anno di costituzione) al 2016, così come depositati in CCIAA.

Allegato 10 Bilanci [REDACTED] dal 2012 al 2016

In questa sede non verrà svolta dalla scrivente alcuna attività di revisione sui predetti bilanci le cui informazioni saranno utilizzate così come fornite dalla società e pubblicate nel Registro delle Imprese.

La visione dei risultati patrimoniali ed economici raggiunti da [REDACTED] consente tuttavia di interpretare quali siano realmente le potenzialità dell'azienda che ci si accinge a stimare, in quanto la stessa è stata condotta in affitto, dal 2013 ad oggi, sempre dalla stessa società, la quale pertanto ha avuto modo e tempo per sviluppare al meglio l'attività.

Tutto ciò rende la lettura dei bilanci di [REDACTED] molto più significativa per comprendere l'andamento dell'attività di vendita dei prodotti per l'illuminazione ed arredamento di lusso di quanto non siano invece i bilanci depositati da [REDACTED] la quale dal 2013 è di fatto priva del suo *core business*.

Si riportano di seguito i dati maggiormente rilevanti presenti e derivati nelle situazioni economico patrimoniali di ██████████:

Bilancio non consolidato	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012
Ricavi delle vendite	2.410.861	3.564.591	1.203.869	2.724.959	983.640
EBITDA	245.037	74.525	50.700	27.664	8.632
Utile Netto	141.627	21.938	27.161	24.941	5.778
Totale Attività	2.071.362	1.475.233	1.234.585	532.286	651.223
Patrimonio Netto	254.145	112.518	60.380	40.718	15.778
Posizione finanziaria netta	188.307	60.732	-310.907	-9.404	-221.721
EBITDA/Vendite (%)	9,66	2,07	4,21	1,02	0,88
Redditività delle vendite (ROS) (%)	7,33	1,19	4,10	1,02	0,88
Redditività del totale attivo (ROA) (%)	8,98	2,90	4,00	5,20	1,33
Redditività del capitale proprio (ROE) (%)	55,73	19,50	44,98	61,25	36,62

Si precisa che il bilancio 2016 è stato depositato il Camera di Commercio solamente in data 22.06.2017.

5. I METODI DI VALUTAZIONE

5.1. Premessa

Presupposto fondamentale di ogni valutazione è la scelta preliminare della soluzione metodologica più appropriata in funzione dello scopo della valutazione e della realtà specifica del bene che ne è oggetto.

Poiché non esiste un metodo ottimale da utilizzare per la valutazione di qualsiasi tipo di azienda, occorre che il perito individui il metodo più adatto in rapporto alle caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione.

Giacché ciascuno dei metodi di seguito descritti pone maggior enfasi su un particolare aspetto (reddito, patrimonio, *cash flow*), occorrerà valutare pregi e difetti di ciascuna metodologia ed applicare al caso concreto quella maggiormente adatta.

5.2. Breve disamina dei metodi valutativi

Di seguito si esaminano sinteticamente i principali metodi di valutazione al fine di individuare quello più compatibile con il caso in esame.

Secondo i Principi Italiani di Valutazione (PIV) – principio IV.2.9 - il valutatore dovrà identificare quale sia il risultato “*più rappresentativo della peculiare configurazione di valore ricercata*”.

5.2.1. Il metodo patrimoniale semplice

Il metodo patrimoniale semplice si fonda sull'espressione a valori correnti dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il patrimonio aziendale alla data di valutazione.

5.2.2. Il metodo patrimoniale complesso

Il metodo patrimoniale complesso rappresenta un'integrazione del metodo patrimoniale semplice, in quanto consente di attribuire un valore separato anche a taluni beni intangibili non contabilizzati. Esso assume particolare significato in presenza di valore dei beni immateriali, la cui stima possa essere effettuata autonomamente, attraverso moltiplicatori di mercato o processi simili, oppure ove ricorra la necessità di determinare, con riferimenti oggettivi, il concorso di taluni beni intangibili nella formazione del valore complessivo dell'azienda.

5.2.3. Il metodo reddituale

Utilizzando il metodo reddituale puro, il valore di un'azienda è determinato unicamente in funzione dei redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre.

Tale metodo è indicato per aziende operanti "a regime", senza particolari problemi finanziari, cioè aziende che sfruttano adeguatamente la loro capacità produttiva. Eventuali beni estranei al processo produttivo debbono ovviamente essere separatamente valutati mediante l'utilizzo di metodi appropriati.

A seconda delle prospettive future e dei dati di cui si dispone, i metodi reddituali possono trovare applicazione secondo tre modalità di calcolo differenti che sono così sintetizzate:

- a) attualizzazione del reddito medio normale atteso. Tale processo corrisponde all'ipotesi di durata indefinita nel tempo del reddito atteso e si traduce in una formula valutativa che corrisponde al valore attuale di una rendita perpetua;
- b) attualizzazione del reddito medio normale atteso per un periodo definito di anni. Essa poggia sull'ipotesi di una durata limitata nel tempo del reddito e si traduce in una formula valutativa che corrisponde al valore attuale di una rendita annua posticipata di una durata pari ad un numero limitato di anni;
- c) attualizzazione dei redditi analiticamente previsti per un certo numero di anni completata dalla determinazione di un valore terminale stimato sulla base del reddito atteso al termine del periodo oggetto di previsione analitica. Si tratta, in sostanza, di un criterio di stima composito rispetto a quelli in precedenza indicati.

5.2.4. Il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento

Trattasi di un metodo misto patrimoniale-reddituale che si fonda sul presupposto che il reddito prospettico comprenda una quota di sovra-reddito (o sotto-reddito) destinata a venire meno nel tempo.

Il metodo in oggetto è, nella prassi professionale, il più diffuso; le ragioni vanno ricercate nell'importanza che viene riservata alla consistenza del patrimonio, pur non tralasciando la redditività futura.

La valore globale del capitale economico dell'azienda è ottenuto dalla seguente formula:

$$V = K + A$$

V: Valore dell'azienda

K: Valore patrimoniale rettificato

A: Valore dell'Avviamento

Il valore dell'azienda è dunque determinato dalla sommatoria del valore del patrimonio rettificato e del valore dell'avviamento, il quale crea rispetto al reddito "normale" un surplus di reddito, considerato con durata limitata o attualizzando i "sovra" o i "sotto" redditi dei vari esercizi.

La scomposizione del valore dell'azienda nelle due voci sopra descritte deriva dalla logica per cui il reddito complessivo non è, sotto il profilo del rischio, un'entità omogenea, bensì si forma per stratificazione di flussi parziali connotati da propri gradi di rischio e da isolare al fine di un loro più preciso apprezzamento.

Nell'utilizzo del metodo in esame il valore patrimoniale è assunto nella sua interezza, rettificato nelle singole voci ed espresso a valori correnti (nel caso di

specie reso pari ai valori presenti nelle perizie di stima).

L'avviamento, quantificato quale differenza tra il valore attribuito al complesso aziendale ed il valore dei singoli elementi del patrimonio, solitamente ha un valore positivo in funzione di un grado di profitto positivo; in questo caso viene chiamato *Goodwill*, altrimenti, dovesse emergere un risultato negativo, *Badwill*.

Poiché l'avviamento non è un elemento rilevato nel capitale di funzionamento dell'azienda (salvo che non sia stato iscritto tra le immobilizzazioni immateriali) diviene un elemento autonomo oggetto di stima specifica da parte del perito, che, come detto, può acquisire valore positivo o negativo o talvolta anche nullo.

Mentre il *Goodwill* incrementa il valore di un'azienda, il *Badwill* è espresso in dottrina come riduzione di valore del capitale economico di un'azienda scarsamente redditizia, quindi tende a ridurlo.

5.2.5. Il metodo misto con valutazione controllata delle immobilizzazioni.

Tale metodo è particolarmente indicato per la valutazione di aziende in difficoltà o appartenenti a settori in crisi, per le quali il rinnovo degli impianti non è conveniente. In queste condizioni, l'investitore si pone, infatti, quale limite temporale di sfruttamento, quello della vita utile degli impianti, inteso come il momento a partire dal quale gli stessi – non presentando più alcuna utilità – perdono ogni significato o valore.

5.2.6. Il metodo misto EVA

Tale metodo (EVA – Economic Value Added) nasce come criterio di

determinazione delle performance aziendali e conseguentemente è applicato anche come criterio di valutazione. Viene utilizzato per quantificare l'entità del valore che l'azienda crea per gli azionisti. Esso misura il sovra-reddito che l'impresa produce nello svolgimento dell'attività operativa al netto della congrua remunerazione del capitale di debito e di quello di rischio. Si tratta di un metodo particolarmente indicato per valutare le aziende che presentano tassi di crescita assai sostenuti.

5.2.7. Il metodi dei multipli

Nella valutazione delle realtà aziendali è anche frequente il ricorso ai moltiplicatori e cioè al rapporto tra la capitalizzazione di analoghe società concorrenti e parametri diversi, quali, a seconda dei casi, l'utile netto, l'EBIT, l'EBITDA, il fatturato ecc...

La ragione del ricorso a tali metodi poggia su processi comparativi dell'azienda con realtà affini sulla base di valori riconosciuti dal mercato.

5.2.8. Il metodo “*Discounted Cash Flow*”

Il metodo che, più di ogni altro, è in grado di attribuire un valore a qualsiasi iniziativa indipendentemente dalle sue caratteristiche è quello finanziario.

E', infatti, indubbio che il valore effettivo di un'impresa, in qualsiasi settore essa operi, corrisponde sempre ai flussi di cassa che questa genererà in futuro per i suoi azionisti e lo strumento di misurazione è costituito dalla attualizzazione di tali flussi di cassa (con terminologia anglosassone il *Discounted Cash Flow* o DCF).

6. ANALISI DELLA SITUAZIONE ECONOMICA E PATRIMONIALE

Come descritto nel paragrafo 2.1 “Cenni Storici” la società oggi denominata

[REDACTED] è il prodotto di una serie di operazioni societarie (fusioni e scissioni), mentre l'azienda è stata oggetto di ben due contratti di affitto.

La lettura dei bilanci depositati in CCIAA riflette a pieno tali variazioni societarie e rende di conseguenza poca significativa l'analisi degli stessi.

La scrivente al fine di fornire al lettore la dimensione di quanto appena precisato riporta di seguito una tabella nella quale sono esposti i maggiori dati di bilancio, ricordando che nel 2008 ha avuto luogo l'operazione di scissione, nel 2013 la fusione ed il primo contratto di affitto d'azienda, nel 2015 il secondo contratto d'affitto entrambi sottoscritti con [REDACTED]

Bilancio non consolidato	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008	31/12/2007
Ricavi delle vendite	1.861	1.648	228	208	331	196	8.921	9.074
EBITDA	-1.385	-679	129	145	427	177	770	462
Utile Netto	-1.729	-899	-512	-260	10	-163	119	58
Totale Attività	9.738	11.204	5.656	6.444	6.689	6.966	7.056	6.136
Patrimonio Netto	-1.424	294	1.272	1.784	2.044	2.034	371	282

Per fornire maggiormente l'idea della complessità delle vicende societarie si riporta quanto precisato nella Nota integrativa al bilancio chiuso al 31.12.2012 della

[REDACTED] (al tempo [REDACTED]): *“Dopo la scissione tra [REDACTED] e nuova società costituita [REDACTED] che ha avuto efficacia dall'1/01/2009, le difficoltà finanziarie della società e la richiesta del sistema bancario hanno spinto le due società [REDACTED] a deliberare di fondersi.*

Pertanto vanno verso l'atto di fusione, che avrà luogo a fine maggio, le seguenti attività:

a) l'attività di gestione delle proprietà immobiliari, di ricerca e sviluppo, marchi, brevetti, licenze, brand, prototipi e modelli ornamentali, che rimane in capo alla [REDACTED] (nuova

denominazione della ██████████

b) l'attività vera e propria di produzione di lampadari e complementi di arredo, assunta in capo alla new-co ██████████”

Poiché, come appare chiaro al lettore, i bilanci di ██████████ non sono rappresentativi dell'andamento dell'attività che in questa relazione si intende stimare, vale a dire la produzione di prodotti per l'illuminazione e di complementi d'arredamento, la scrivente ha ritenuto di non utilizzare tali bilanci per la stima dell'azienda, per evitare il rischio di prendere a base informazioni e dati non rappresentativi, anche in considerazione del fatto che gli stessi sarebbero assunti senza lo svolgimento di alcuna attività di revisione contabile.

7. II SETTORE DELL'INDUSTRIA DELL'ILLUMINAZIONE ED IL SUO ANDAMENTO

L'Associazione Nazionale Produttori Illuminazione affonda le sue radici nell'immediato dopoguerra nell'ambito della costituzione della Associazione Nazionale Industrie Elettrotecniche (ANIE).

Alla fine del 1995, nell'ambito del processo di trasformazione di ANIE da Associazione a Federazione, venne costituita l'Associazione Nazionale Produttori Illuminazione (ASSIL), che nel 2008 diventerà associazione autonoma federata Confindustria ANIE.

Obiettivi primari dell'Associazione (www.assil.it) sono la tutela e la rappresentanza delle aziende associate attraverso l'attività di supporto tecnico volto al costante miglioramento qualitativo e prestazionale dei prodotti immessi sul mercato.

Infatti, nello svolgimento della propria *mission* ASSIL ha l'intento di offrire alle

aziende associate servizi ad alto valore aggiunto in grado di assicurare un aggiornamento costante e puntuale sulle tematiche di maggior interesse per le imprese del settore.

Ad ASSIL aderiscono circa 80 aziende suddivise nelle seguenti categorie merceologiche:

- Apparecchi di illuminazione
- Componenti elettrici per apparecchi e impianti
- Sorgenti Luminose e LED

La scrivente riporta di seguito l'analisi di mercato svolta dal Servizio Centrale Studi Economici ANIE relativa all'industria illuminotecnica italiana nel quarto trimestre 2016 e preconsuntivo 2016 (i primi dati del 2017 non sono al momento della redazione del presente elaborato ancora disponibili).

I dati relativi al comparto illuminotecnica nell'analisi in esame si riferiscono ad imprese con codice Ateco 27.4, il medesimo utilizzato da ██████████.

La nota congiunturale prodotta dall'ANIE evidenzia come l'evoluzione dell'economia nel quarto trimestre del 2016 sia stata segnata da una perdurante incertezza data da incognite di natura economica ed elevati rischi di natura politica. Nel corso del 2016 l'andamento dell'industria elettrotecnica italiana (macro area dell'illuminotecnica) ha riflesso lo scenario macro economico incerto sia sul fronte interno che sui mercati internazionali. In particolare la produzione industriale dopo una crescita registrata nei primi due trimestri del 2016 ha subito un rallentamento probabilmente a causa di una riduzione degli ordinativi nel terzo trimestre.

A livello internazionale la dinamica esportativa rimane penalizzata dalla debolezza della domanda extra UE, mentre il mercato europeo continua a mostrare una

maggior tenuta.

Rilevante ai fini di una visione prospettica è l'analisi del portafoglio ordini.

Essa evidenzia indicazioni contrastanti sull'andamento dell'illuminotecnica italiana nei prossimi mesi. Difatti, dopo la flessione del terzo trimestre, l'indagine evidenzia come il periodo ottobre-dicembre 2016 abbia registrato una crescita del 3,4% degli ordini totali.

A fronte di un 2016 caratterizzato da un rallentamento dell'export, nei prossimi mesi si intravedono segnali di recupero (ordinato estero +6%), con un miglioramento congiunturale dei mercati extra UE, tra cui anche la Russia.

Tale aspetto è da considerarsi positivo alla luce della propensione ai mercati stranieri da sempre evidenziata dalla società ██████████

Infine merita uno sguardo il futuro del settore dell'arredamento (ulteriore attività svolta dall'azienda ██████████) grazie ai nuovi rapporti presentati da CSIL – Centro Studi Industria Leggera www.csilmilano.it - per il triennio 2016-2018.

Gli scenari macroeconomici elaborati forniscono spunti interessanti sul prossimo futuro dell'industria del mobile, sui consumi e sulla crescita dei diversi Paesi, dall'Europa all'Asia, dalle Americhe alla Russia. Nello specifico, il rapporto World Furniture Outlook 2016 contiene dati analitici sull'industria del mobile con previsioni sulla crescita della domanda di mobili nel 2015-2017 in 70 paesi di cui: 35 paesi europei, 15 paesi dell'Asia e del Pacifico, 12 del Medio Oriente e dell'Africa, 3 del Nord America e 5 del Sud America.

Il Rapporto di Previsione sul Settore del Mobile in Italia invece si sofferma sulla descrizione di un quadro dettagliato delle prospettive per il nostro paese, mettendone in luce i rischi e le possibilità offerte dallo scenario futuro.

Fondamentale è la panoramica sul quadro macroeconomico che prevede, per il triennio 2016-2018, una crescita continua ma disomogenea dell'economia mondiale. Il tasso di crescita del PIL mondiale del 2015 ha fatto segnare un lieve rallentamento dovuto a un andamento meno vivace delle economie emergenti. Cina, America Latina (Brasile in primis) e Russia hanno subito maggiormente questo rallentamento pesando sul commercio internazionale di beni, che si è attestato su tassi di crescita dell'1,5% nel 2015 e del 2,3% nel 2016.

Al contrario gli USA hanno visto crescere il proprio PIL con un tasso intorno al 2,5%, seguiti da un generale consolidamento della ripresa da parte dei paesi europei che grazie alla debolezza dell'Euro, riescono ancora a sostenere le esportazioni.

Le aziende italiane, quelle caratterizzate da una grande flessibilità tecnologica e commerciale e dalla capacità di reagire rapidamente agli stimoli del mercato, hanno sviluppato in modo particolare l'export affermandosi in tutto il mondo quali leader del settore.

Infatti, quasi il 50% della produzione è dedicata ai mercati esteri. Gli elementi che hanno contribuito a tale successo sono la qualità, l'affidabilità dei prodotti e delle soluzioni proposte, il design e la capacità di innovazione.

Secondo le ricerche sopra indicate, gli investimenti nel loro complesso stanno riprendendo a crescere, in particolare quelli in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto, ma daranno i propri frutti nel prossimo futuro.

E, come già detto, un forte segnale in questo senso sta arrivando da tutte quelle aziende più strutturate e lungimiranti che hanno investito sulla crescita dei propri canali *retail* sia all'estero sia sul territorio nazionale e, quindi che hanno garantito continuità al mobile Made in Italy.

Infine si deve riportare quanto indicato nello studio pubblicato il 29.05.2017 da Altagamma.

Altagamma è il punto di riferimento a livello mondiale della conoscenza del mercato *luxury*. Ogni anno la Fondazione cura 8 ricerche di settore condotte insieme ai partner internazionali più autorevoli.

Il *forecast* pubblicato indica che la crescita dei consumi è prevista essere tra il 3% ed il 4%, in Europa (4%), Asia (5%) ed Americhe (2%).

Lo studio riporta anche il dettaglio per settori e prodotti: gli accessori in pelle sono previsti crescere significativamente (5%), l'abbigliamento (3%) ed i prodotti di bellezza (3,5%). Dopo alcuni anni di difficoltà, si intravedono spiragli positivi anche per i consumi di gioielleria ed orologeria (2%).

Inoltre la previsione a fine anno è di un incremento medio degli EBITDA del 10%. Altagamma conclude il suo studio evidenziando, da un lato, come il mercato globale dei beni personali di alta gamma raggiungerà i 254-259 miliardi di Euro nel 2017, un tasso costante di crescita tra il 2% e il 4%, principalmente sostenuta dalla ripresa dei consumatori cinesi sia nel mercato locale che all'estero e dalla maggiore propensione all'acquisto in Europa, dall'altro, l'ampliamento del differenziale di performance tra i marchi di alta gamma, che rende ancora più indispensabile rivedere le strategie aziendali di crescita per adattare ai bisogni della nuova classe di consumatori "*millennial-minded*".

In conclusione, anche se ancora con alcune incertezze, i settori nei quali opera l'azienda della ██████████ intravedono spiragli importanti di ripresa, che possono consentire ad un futuro acquirente di ottenere in tempi discretamente rapidi buoni risultati in termini di redditività ed ampliamento del mercato.

8. VALUTAZIONE DEI BENI IMMATERIALI

L'ing. Sara Giordani ha fornito al curatore la stima del portafoglio di beni immateriali di proprietà della ██████████ così come meglio dettagliati nell'allegato "F" del contratto d'affitto d'azienda del 21.01.2015, concessi in gestione alla ██████████

In particolare tale portafoglio di beni è costituito da titoli di proprietà industriale di varia natura ed estensione della tutela quali marchi, disegni/modelli, brevetti sia italiani che comunitari ed extracomunitari.

Per quanto riguarda i marchi il perito precisa che trattasi di un insieme *“abbastanza strutturato, composito e relativamente complesso anche in termini di brand architecture”*.

Sono difatti presenti marchi che derivano da domande internazionali (WIPO/OMPI), registrazioni comunitarie (UAMI/OAMI), registrazioni italiane (UIBM) e depositi effettuati direttamente presso paesi stranieri, in questo caso extraeuropei (TIPO, Taiwan). Per ogni maggiore dettaglio si invita il lettore a fare riferimento alla perizia di stima allegata.

Relativamente ai brevetti, questi sono da identificarsi come brevetti per invenzione, ovvero estensioni all'estero di un brevetto principale che ha costituito il primo deposito.

Per il dettaglio delle vicende storiche dei diversi brevetti si rimanda alla perizia dell'ing. Giordani, in questa sede basta evidenziare come ad oggi rimanga in corso di validità solo il titolo italiano *“apparecchio d'illuminazione con uno o più bracci a connessione rapida”*.

Infine l'elaborato peritale prende in esame i modelli/disegni evidenziando come, alla data del fallimento, nessuno dei titoli registrati risulti in corso di validità ma

precisando “*il patrimonio intangibile che è presumibilmente maturato attorno ai disegni/modelli ricomprende le bozze, i progetti e i disegni tecnici necessari per la realizzazione dei prodotti, dei vari pezzi e componenti. Unitamente al Know-how e alla conoscenza codificata per la gestione della produzione, questo insieme di beni immateriali che non gode di una protezione cosiddetta “titolata” rimane l’aspetto più rilevante di questo gruppo di diritti di proprietà industriale via via scaduti o decaduti negli anni tra il 2010 ed il 2015”*”.

In conclusione il perito, effettuate tutte le verifiche del caso, ha identificato, ancora in essere, n. 15 marchi registrati ed un brevetto italiano, che ha ritenuto di stimare utilizzando il “metodo del costo di rimpiazzo”.

Tale metodo consiste nella stima dei costi che si dovrebbero sostenere, alla data della valutazione, per disporre di portafogli di titoli di proprietà industriale del tutto simili a quelli oggetto di stima.

L’ing. Giordani ha così diviso in due gruppi i n. 15 titoli ed il brevetto:

- Be-ON brevetto e marchio italiani;
- n. 14 marchi registrati di cui n. 2 marchi portanti “BEBY” e “DILUCE”, oltre ad altri più specifici e di nicchia.

All’esito dei conteggi effettuati dal perito e sulla base delle assunzioni da essa svolte il valore attribuito, con il “metodo del costo di rimpiazzo”, al primo gruppo “Be-ON” risulta pari ad Euro 17.889,28, mentre il valore da attribuirsi al secondo gruppo risulta pari ad Euro 26.808,00, e quindi la stima complessiva è pari ad Euro 44.690,00.

L’ing. Giordani ha altresì stimato il valore del portafoglio nel suo complesso, senza la suddivisione sopra riportata, applicando in seconda analisi il “metodo delle royalties”.

Dovendo tenere conto della possibilità di vita indefinita dei marchi il perito ha ritenuto di utilizzare come metodo di calcolo la formula della rendita perpetua applicando al canone di licenza, individuato in Euro 7.500,00 annui, un tasso di sconto pari al 17%, stimando così il portafoglio dei beni immateriali in complessivi Euro 44.110,00.

In conclusione il perito ha ritenuto di stimare i marchi ed i brevetti di proprietà di [REDACTED] pari complessivamente ad **Euro 44.000,00** precisando *“ritengo tuttavia in conclusione di evidenziare che, la disponibilità di pochi acquirenti interessati ai beni, la necessità di procedere in tempi brevi con la monetizzazione degli asset e l'obsolescenza a cui potrebbero andare incontro il portafoglio dei marchi se non opportunamente utilizzato potrebbero influire sull'effettivo valore di realizzo, e non sarebbe inusuale che tale valore, in sede di trattativa, potesse attestarsi anche al **50% del valore stimato**”*.

9. VALUZIONE DEI BENI MOBILI

Come già anticipato il compendio mobiliare di [REDACTED] è stato oggetto di stima da parte del geom. Silvano Lora, il quale ha identificato i beni mobili strumentali presenti presso l'immobile, sede della società, ed il magazzino residuo alla data di fallimento.

Il verbale d'inventario riporta un saldo complessivo di Euro 361.966,55, di cui Euro 102.448,19 per beni mobili ed arredi ed Euro 259.518,36 per il magazzino.

Nel verbale d'inventario non viene dettagliato se la stima in esame possa essere considerata a valori in continuità o in liquidazione.

Il perito ha solamente precisato che sono stati acquisiti come valori iniziali quelli derivanti dai listini dell'affittuaria a cui è stata applicata una svalutazione generale di

circa il 12,3%.

10. LA VALUTAZIONE D'AZIENDA IN LIQUIDAZIONE E NELLE PROCEDURE CONCORDATARIE

Prima di procedere alla scelta del metodo di valutazione è opportuno svolgere alcune considerazioni sulla valutazione d'azienda quando questa, come nel caso in esame, si trovi in liquidazione e/o soggetta a procedure concorsuali.

10.1. Valutazione in caso di azienda in liquidazione

L'operazione di liquidazione ha come unica finalità la totale dissoluzione del patrimonio aziendale, poiché costituisce l'atto finale dell'attività dell'azienda.

La liquidazione può essere volontaria (quando originata da libera decisione dei soci) o forzata (quando attuata a seguito di disposizioni di legge quali fallimento e altre procedure analoghe).

L'azienda, in entrambi i casi, scioglie i vincoli che legano i vari beni aziendali convertendo le attività in forma liquida attraverso la vendita (in caso di beni) o la riscossione (in caso di crediti) delle stesse.

In tale ottica non solo non è possibile valorizzare il patrimonio aziendale quale capitale economico, ma non è neppure possibile quantificarlo quale capitale funzionale, in quanto i singoli componenti cessano di far parte di un complesso unitario di valori e rilevano solo in quanto suscettibili di autonoma valutazione (c.d. valutazione atomistica).

Svincolati da relazioni di complementarietà ed interdipendenza le attività sono quindi valutate in maniera disaggregata, ossia quale capitale di liquidazione, senza

che vi sia pertanto la possibilità di valutare l'azienda quale soggetto unitario.

Nel caso in esame invece il curatore fallimentare dott. Pampaloni ha ritenuto maggiormente performante per la procedura il tentativo di cedere i beni, come sopra descritti, in modo unitario, evitando la loro disgregazione e la perdita di valore che la liquidazione atomistica degli stessi avrebbe comportato, con probabili realizzazioni a valori minori rispetto a quelli delle stime dei Consulenti della procedura.

10.2. Valutazione nelle procedure concorsuali

Nella maggior parte dei casi le procedure concorsuali si presentano come procedure “dissolutorie”, nel corso delle quali viene posto a soddisfacimento dei creditori il realizzo della liquidazione del complesso aziendale in modo atomistico, unitamente al realizzo degli altri *assets* rappresentati da crediti, da proprietà immobiliari o altro. In questo caso per la determinazione del capitale di liquidazione dell'azienda, ossia del patrimonio che scaturisce dalla somma algebrica di valori tra loro non più collegati in termini funzionali, in quanto è venuta a cessare ogni attività, i principi di valutazione dell'attivo, in generale, sono quelli del presumibile valore di realizzo dei beni.

Il criterio di valorizzazione, per le attività, può essere costituito dal valore di realizzo desunto direttamente dal mercato o dal valore di sostituzione o di riproduzione; in ogni caso, il valore di realizzo deve essere applicato verificando sia la possibilità della vendita frazionata dei beni che quella della cessione globale dell'attività o di settori funzionanti autonomi (rami d'azienda), nell'ottica del migliore realizzo dei beni stessi; le passività, invece, non vengono valutate in quanto non oggetto di trasferimento (ma di semplice accertamento ai fini della formazione dello “stato

passivo”).

La legge fallimentare, più volte novellata, ha previsto la cessione del complesso aziendale (anche se temporaneamente non funzionante) all’art. 105 L.F., lasciando trapelare la preferenza da parte del legislatore per il realizzo in blocco dell’azienda o dei suoi rami, in quanto operazione che, nell’ottica del migliore soddisfacimento dei creditori, rappresenta una delle soluzioni più auspicabili della crisi d’impresa.

Da vari punti di vista tale procedura è simile all’operazione di liquidazione volontaria e lo è ancor di più se andiamo a verificarne la finalità ovvero la determinazione del capitale di liquidazione, cioè il patrimonio che scaturisce dalla somma algebrica di valori non più collegati in termini funzionali, in quanto è venuta a cessare ogni attività.

La liquidazione forzata applica metodi valutativi affini a quelli indicati per la liquidazione volontaria, anche se la natura concorsuale della procedura rende necessario far riferimento ad un complesso normativo (legge fallimentare) che richiede alcune differenziazioni nei principi di valutazione e di quantificazione del patrimonio aziendale.

In linea generale, in questo caso, i principi di valutazione dell’attivo sono quelli del presumibile valore di realizzo dei singoli beni, che si sostanziano nel valore dei beni desunto dal mercato o dal valore di sostituzione o di riproduzione degli stessi, sia nel caso della vendita frazionata del compendio mobiliare, che nel caso della cessione globale dell’attività o di settori autonomi, nell’ottica del migliore realizzo dei beni stessi.

Nella prima ipotesi la cessione frazionata dell’azienda non presenta particolari problemi valutativi, in quanto la disaggregazione del complesso aziendale richiede

la stima dei valori in assenza di avviamento, che si ritiene azzerato in seguito alla gestione trascorsa dell'azienda fallita. In tale ipotesi non si quantifica un *good/badwill*, limitandosi a valorizzare le singole attività da cedere.

In caso di cessione globale dell'attività o di suoi singoli settori, anche nell'ambito di una procedura concorsuale, sarà quindi compito dello stimatore verificare l'avviamento che può risultare inesistente oppure presente e quindi, in quest'ultimo caso, trasferibile.

Nell'ipotesi in cui si riscontri un avviamento con valore positivo, è conveniente, per ottenere il migliore soddisfacimento dei creditori, procedere al realizzo in blocco del complesso aziendale. Può risultare tuttavia conveniente prevedere la cessione unitaria dell'azienda anche in quei casi in cui la vendita dei singoli *assets* non risulti agevole e/o particolarmente performante per il raggiungimento della massima soddisfazione possibile dei creditori.

Difficilmente, in ambito concorsuale, potranno essere applicabili i soli metodi reddituali e finanziari per la negatività dei dati storici, la possibile inattendibilità delle scritture contabili e per l'aleatorietà delle previsioni per il futuro, necessitando le aziende insolventi di profondi processi di ristrutturazione/riorganizzazione.

Spesso l'avviamento viene valutato empiricamente con metodi reddituali in base agli elementi oggettivi, che in sede concorsuale tuttavia sono spesso carenti o superati perché non attuali.

Fra tutti, il più usato degli elementi oggettivi è il volume d'affari, che rappresenta uno dei pochi dati certi, sul quale fondare considerazioni di valore. Tuttavia il volume d'affari degli anni antecedenti la crisi che conduce alla presentazione di una domanda di concordato preventivo o al fallimento appare spesso come un dato

inficiato dalla negativa gestione e che, quindi, difficilmente può dare indicazioni tendenziali di quello che potrebbe essere l'utile dell'azienda.

Per questo motivo, solo qualora la crisi sia dovuta a fattori esterni al processo produttivo e commerciale (si pensi per esempio ad una crisi finanziaria che rende impossibile l'approvvigionamento della materia prima) potrà utilmente usarsi un metodo reddituale basato su fattori oggettivi quali il fatturato storico e/o la capacità produttiva, precisando che, nel caso di valutazione basata sulla capacità produttiva degli impianti, dovrà essere analizzata la capacità di assorbimento del mercato attraverso un'analisi dei mercati di sbocco (il potenziale di mercato, la concorrenza, le tendenze del settore, la segmentazione dei prodotti/servizi e dei clienti, l'identificazione dei principali prodotti/servizi e degli acquirenti, il *marketing mix*, l'identificazione dei principali rischi del mercato di sbocco).

Nel contesto concorsuale rimangono comunque applicabili i metodi tradizionali di valutazione d'azienda, in particolare i metodi patrimoniali e misti (agevolati dalla presenza di un inventario, predisposto dall'azienda e/o dal Curatore) dove, in ipotesi di applicazione del metodo misto le singole componenti, e dunque anche l'avviamento, potranno essere giustamente valorizzate nell'interesse della massa dei creditori.

E' opportuno comunque sottolineare che prima di giungere alla stima del valore d'azienda, con qualsiasi metodo effettuata, il perito deve quindi identificare le spese di ristrutturazione e rilancio aziendale e considerarle in detrazione del valore totale. Inoltre bisogna comunque considerare che qualora la liquidazione del bene azienda si inserisca nell'ambito di una procedura concorsuale, lo scopo della perizia di stima dovrà essere quello di accertare la consistenza patrimoniale dell'individuo soggetto

a procedura, e si tratterà dunque di una valutazione di azienda “pura”, ovvero di una valutazione che non considera i debiti oramai addossati alla procedura, tenendo conto, come nel caso di specie, anche della possibilità di adottare criteri di stima non liquidatori, bensì di continuità alla luce del permanere dell’azienda sul mercato attraverso un contratto di affitto.

10.3. La valutazione dell’avviamento: *Goodwill* e *Badwill*

Secondo parte della dottrina classica l’avviamento è un’eccedenza del prezzo di scambio pattuito fra le parti rispetto al valore corrente del patrimonio dell’impresa. Secondo altri, invece, non vi è un valore dei beni che rimanga immutato, quali che siano le circostanze del loro profittevole impiego, ed al quale si aggiunge un altro valore, costituito dall’avviamento, quando quell’impiego produce dei risultati “sopra-normali”.

E’ il valore stesso dei beni, del capitale dell’impresa che risulta variato in dipendenza di queste circostanze.

Sia che si consideri l’avviamento come valore intrinseco ai beni complessivi (sia materiali che immateriali), sia che lo si consideri come valore differenziale, è pacifico come esso oggi rappresenti una qualità dell’azienda, sul quale incidono una serie di fattori: ad esempio il valore dei beni, la qualità dei prodotti, l’immagine dell’azienda, l’organizzazione dell’azienda, la clientela, l’ubicazione, che determinano un maggior o minor valore rispetto al *value* complessivo dell’azienda.

Ovviamente tale valore viene fuori solo quando l’azienda viene posta in vendita. Infatti, chi acquista un’azienda già avviata, riconosce un valore aggiuntivo, avviamento appunto, rispetto al valore complessivo dell’azienda, proprio in virtù

del fatto che l'acquirente vuole evitare i rischi di insuccesso derivanti dall'avvio di una nuova attività ed i costi d'impianto.

L'avviamento, quindi, è l'eventuale valore che l'azienda esprime come insieme coordinato di beni e di capacità professionale, di essere presente su un mercato e/o di entrare in nuovi mercati.

Il principio contabile internazionale n. 22 descrive le tecniche di rilevazione e valutazione dell'avviamento e delle differenze da consolidamento. Con riferimento all'avviamento il principio contabile definisce l'avviamento positivo (*goodwill*) e l'avviamento negativo (*badwill*).

L'avviamento è definito come qualsiasi eccedenza del costo d'acquisto rispetto ai *fair value* delle attività e delle passività identificabili, acquisite alla data dell'acquisizione.

Il *goodwill* è dunque il maggior prezzo corrisposto dall'acquirente in previsione di futuri benefici economici derivanti da sinergie o da attività immateriali che non possono essere rilevate distintamente.

Il *badwill* invece è definito dallo IAS 22 come: l'eventuale eccedenza, alla data della compravendita, della quota di partecipazione dell'acquirente nei *fair value* (valori correnti) delle attività e passività identificabili acquisite rispetto al costo di acquisizione.

In altri termini, il *badwill* si verifica quando il risultato reddituale prospettico iniziale è inferiore al risultato patrimoniale.

Quantitativamente esso corrisponde alla diminuzione di valore del patrimonio di un'azienda in perdita, un valore che è inferiore al suo capitale economico.

E' l'indice di un complesso funzionante che, in termini di efficienza, al momento

del trasferimento ha un valore inferiore alla sommatoria dei valori che lo compongono.

L'avviamento negativo o anche nullo, quindi, è dato dalla differenza tra il patrimonio netto rettificato e il valore economico del capitale, determinato, sulla base dei flussi attesi.

La motivazione più razionale alla base dell'acquisto di un'azienda (o ramo d'azienda) ad un prezzo inferiore al valore del patrimonio netto contabile ad esso riferibile è data dalla circostanza che:

- vi siano fondate previsioni di perdite future, che l'acquirente dovrà sopportare successivamente all'acquisizione e/o
- che il prezzo incorpori oneri di ristrutturazione che vengono scontati all'acquirente.

I risultati negativi attesi comprimeranno, infatti, il valore del patrimonio aziendale successivamente all'operazione, riducendo pertanto il prezzo che l'acquirente è disposto a pagare, e quindi il valore, per ottenere la proprietà del bene-azienda.

L'avviamento è dunque il risultato della differenza tra: il reddito normalmente atteso dall'azienda e il reddito del settore in cui essa opera.

L'espressione

$$(R - i''K) \text{ a n } \neg i'$$

indica quindi la capacità dell'azienda di generare un reddito maggiore (*goodwill*) o minore (*badwill*) rispetto al reddito normale che si ottiene investendo un capitale (K) uguale a quello impiegato nell'azienda, utilizzando un tasso di rendimento normale (i'') relativo al sub-settore in cui l'azienda opera.

Si deve tuttavia precisare che il metodo sopra descritto potrà essere utilizzato solo

qualora i bilanci aziendali siano utilizzabili per trarre da essi i dati e le informazioni necessarie alla determinazione reddituale.

11. LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE NEL CASO DI SPECIE E SUA APPLICAZIONE

11.1. La scelta del metodo di valutazione

I criteri di stima più appropriati in base alla prassi ed applicabili nella situazione in esame, sono i metodi patrimoniali ed i metodi misti, in quanto i metodi puramente reddituali e finanziari risultano difficilmente applicabili per la negatività dei dati storici e per l'aleatorietà ed inattendibilità delle previsioni per il futuro, poiché trattasi di azienda di impresa dichiarata fallita.

Come il lettore ha avuto modo di vedere nel capitolo dedicato all'analisi delle situazioni economiche e patrimoniali di ██████████ antecedenti alla dichiarazione di fallimento, non risulta possibile utilizzare i suoi bilanci come base di partenza per svolgere un'analisi reddituale, in quanto la società è stata oggetto di numerose operazioni straordinarie e di due affitti d'azienda che non consentono di individuare all'interno dei bilanci stessi dati utili per la stima a cui ci accinge.

Prima di procedere con l'eventuale scelta di un metodo valutativo, è necessario fare alcune precisazioni in relazione alla realtà aziendale oggetto di valutazione, soprattutto per quanto concerne agli *assets* ad essa afferenti.

In primo luogo, la scrivente precisa che l'azienda oggetto di valutazione comprende le immobilizzazioni materiali ed il magazzino (stimate dal geom. Lora) oltre immobilizzazioni immateriali (stimate dall'ing. Giordani), poiché crediti e debiti rimangono in capo al fallimento.

Rimarcando l'impossibilità di creare delle situazioni reddituali prospettiche utilizzando i dati di bilancio storici, si è ritenuto opportuno stimare l'azienda ██████████ in liquidazione servendosi del metodo patrimoniale complesso, nel quale sono considerati i valori degli *assets* materiali ed immateriali (così come rettificati dai periti) aggiungendo/sottraendo l'avviamento.

11.1.1. Il metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento

Il metodo patrimoniale semplice non viene utilizzato molto frequentemente nelle valutazioni di azienda, in quanto i casi idonei al suo utilizzo sono piuttosto rari; in particolare è applicabile solo qualora i beni che compongono il patrimonio aziendale siano caratterizzati da un valore proprio, rilevante ed autonomo.

È inoltre da osservare che il patrimonio è comunque un indice significativo del valore aziendale, poiché il suo ammontare è interpretabile come la manifestazione dei risultati della gestione passata ed il punto di partenza per la gestione futura.

Generalmente si utilizza il metodo patrimoniale semplice solo per aziende prive di attività produttiva, che risultino essere un contenitore di immobili (società immobiliari) o beni mobili di rilevante valore, ovvero di partecipazioni (*holding pure*).

Nel caso di specie ██████████ presenta sia un compendio mobiliare materiale che immateriale, composto da macchinari, attrezzature, magazzino, marchi e brevetti, i quali come abbiamo visto, sono già oggetto d'affitto d'azienda e, visti i risultati positivi della affittuaria, essi stanno dimostrando di saper esprimere un *surplus* di valore, che andrebbe totalmente perso in caso di cessione disaggregata degli stessi.

La filosofia del metodo patrimoniale semplice è solitamente sintetizzata nella seguente

formula:

$$V = K$$

dove

V = valore economico dell'azienda che si vuole valutare;

K = valore patrimoniale rettificato come da stime, in questo caso, fallimentari.

La logica di questo metodo è infatti basata sulla determinazione del patrimonio netto rettificato, ovvero il patrimonio netto ri-espresso a valori correnti, determinato sommando al valore del patrimonio netto contabile le rettifiche per le valutazioni a valori di mercato in sostituzione di quelle al costo.

Considerato che l'originario valore contabile risulta non più utilizzabile, in quanto modificato da valutazioni recenti quali quella del perito Lora, si ritiene che il valore K possa essere adeguatamente sostituito dal valore del compendio mobiliare e del magazzino che lo stimatore ha indicato nell'inventario fallimentare e che la scrivente ha ritenuto di fare proprio (si veda in proposito il par. n. 9).

A tale valore deve essere aggiunta la stima dei beni immateriali fornita dall'ing. Sara Giordani, in quanto tali *assets* risultano indipendenti e valutabili autonomamente.

Un'evoluzione del metodo patrimoniale semplice è rappresentata dal "*metodo patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento*" che, oltre ai valori patrimoniali dell'azienda, considera anche i c.d. *Intangibles* (immateriali spesso non strumentali e quindi non oggetto di contabilizzazione, quali l'organizzazione produttiva, l'immagine dell'azienda, la reputazione, i rapporti con i clienti ed i fornitori, la rete di vendita ecc...).

Questa categoria di beni, nell'era della globalizzazione e della terziarizzazione dell'economia, sta assumendo un ruolo sempre più predominante nella determinazione del vantaggio competitivo di un'azienda e quindi del suo valore.

Gli *Intangibles* possono essere, infatti, spesso prevalenti rispetto ad altri elementi del patrimonio ed in grado di influenzare, anche notevolmente, i flussi finanziari futuri.

Volendo esprimere la filosofia del metodo in questione attraverso una formula matematica, si dovrà aggiungere a quella commentata precedentemente il valore degli *Intangibles* e pertanto si avrà:

$$V = K + I$$

dove

V = valore economico dell'azienda che si vuole valutare

K = valore patrimoniale rettificato

I = valore degli elementi immateriali non contabilizzati

La stima degli *Intangibles*, talvolta identificati anche dal solo avviamento, è spesso soggetta a criteri empirici di volta in volta adattati alla tipologia di azienda oggetto di cessione.

Tale maggior valore viene definito dalla dottrina “avviamento oggettivo”, ricollegabile a fattori che permangono anche se muta il titolare dell'azienda, come nel caso di acquisto da parte di un terzo, in quanto insiti nella capacità di un complesso industriale di consentire una produzione a costi competitivi sul mercato. La dottrina aziendalistica, occupandosi di valutazione d'azienda con il metodo misto patrimoniale-reddituale, che viene utilizzato nella presente relazione, ha suddiviso i beni immateriali tra quelli:

- strumentali: contabilizzati, dotati di valore di mercato, valutabili autonomamente indipendentemente dalla metodologia valutativa.

Nel caso in esame trattasi degli *intangibles* stimati dall'ing. Giordani trasferibili in quanto codificati, poiché si tratta di capitale intellettuale e diritti di proprietà industriale derivanti dalla registrazione presso gli uffici competenti di marchi e brevetti, i quali hanno un'efficacia potenziale residuale per produrre valore, in quanto costituiscono e possono ancora costituire un vantaggio competitivo e/o un elemento di accesso privilegiato a clienti e mercato.

- non strumentali: valori non contabilizzati, non collegati direttamente a capacità interne dell'azienda, ma correlati al settore economico ove opera la società.

Il metodo di stima scelto dalla scrivente è da sempre considerato il modello di determinazione del valore più diffuso nella prassi professionale, in quanto pur conservando i pregi, compensa i difetti delle due impostazione (patrimoniale puro e reddituale) che ne sono alla base.

Nella stima del valore dell'azienda, infatti, l'approccio considera sia gli *assets* tangibili che intangibili, trascurati dal metodo reddituale, sia la futura capacità di generare reddito, non considerata dal modello patrimoniale.

La versione del metodo misto più rigorosa e diffusa nella pratica è quella della stima autonoma del *goodwill*, che può essere applicata mediante tre diverse formule:

- a) attualizzazione limitata dal reddito medio;
- b) attualizzazione dei redditi analitici per n. anni;
- c) capitalizzazione illimitata del reddito medio.

La più nota che verrà utilizzata in questa sede è la formula con attualizzazione limitata del reddito medio:

$$I = R a_n \overline{\cdot}_i$$

$I =$ *Intangibles* non strumentali / *Goodwill*

R = Reddito medio

n = numero di anni dell'orizzonte temporale oggetto di analisi

i = tasso di attualizzazione

$a_n \overline{\cdot}$ = simbolo matematico finanziario che indica il valore attuale di una rendita con durata definita.

In considerazione di tale formula il valore dell'azienda risulta quindi così espresso:

$$V = K + R a_n \overline{\cdot}_i$$

dove

V = valore economico dell'azienda che si vuole valutare

K = valore patrimoniale rettificato

$R a_n \overline{\cdot}_i = I$

12. DETERMINAZIONE DELL'AVVIAMENTO

La scrivente, anche alla luce delle informazioni raccolte dalla stima dei beni mobili, ha ritenuto che il compendio mobiliare (composto sia da beni mobili che marchi e brevetti), così come organizzato, consenta la produzione di utilità nuove, diverse e maggiori di quelle che si potrebbero ricavare dalla vendita atomistica dai singoli beni isolatamente considerati.

Il rapporto di strumentalità e di complementarietà fra i singoli beni facenti parte del compendio mobiliare unitamente agli *intangibles* strumentali fa sì che il complesso unitario acquisti un valore di scambio maggiore della somma dei singoli valori che in un dato momento lo costituiscono.

Sul punto, la scrivente ha ritenuto di determinare il valore dell'avviamento, secondo la formula sopra riportata, utilizzando come base di calcolo i risultati economici ottenuti dall'affittuaria [REDACTED], nell'ultimo quadriennio 2013 -2016 (vale a dire da quando quest'ultima ha preso in affitto l'azienda di [REDACTED]).

Viste le considerazioni svolte in merito alla inutilizzabilità dei bilanci di [REDACTED] date le numerose operazioni societarie nella quali è stata coinvolta, si è ritenuto di verificare la capacità di produrre reddito dell'azienda sulla base dei risultati ottenuti dall'affittuaria, la quale, visto anche l'interessamento all'acquisto, è da ritenersi plausibile che in questi tre anni abbia posto in essere delle politiche commerciali volte all'ottenimento del miglior risultato possibile ed al rilancio sul mercato dell'azienda stessa.

I bilanci in esame, sulla scorta delle considerazioni appena esposte, tengono per certo conto:

- delle spese poste in atto per il riposizionamento dell'azienda,
- del canone d'affitto della stessa ed in particolare il godimento dell'immobile di Piombino Dese,
- degli incassi derivanti degli ordini non ancora eseguiti (si veda il contratto di affitto),
- dei rapporti di lavoro con i dipendenti dalla [REDACTED],
- dell'uso dei marchi e brevetti,

senza scontare il peso di tutti i debiti accumulati negli anni dalla ██████████ e rimasti in capo al fallimento.

I risultati, al netto delle imposte, ottenuti da ██████████ nel triennio in esame sono i seguenti:

Anno	2016	2015	2014	2013
Utile Netto	141.627,00	21.938,00	27.161,00	24.941,00

Poiché la stima dei flussi di reddito attesi rappresenta numerose complessità, la scrivente ha ritenuto di determinare un valore medio dei risultati annuali per un orizzonte temporale definito di n. 5 anni, utilizzando come valore di partenza il reddito mediano ottenuto dall'affittuaria che è risultato pari ad Euro 26.051,00.

Si è ritenuto di usare la mediana e non la media per limitare l'incidenza del reddito prodotto nel corso del 2016, il quale è risultato sensibilmente più elevato rispetto alla media dei redditi degli anni precedenti.

Al fine di attualizzare tale reddito medio secondo la formula della rendita per una durata definita di 5 anni è necessario ora individuare un corretto tasso di attualizzazione.

Esso in sostanza esprime la cifra della rischiosità dei frutti derivanti dalla detenzione dell'investimento. In particolare è lo strumento che permette di passare da flussi/risultati esigibili in futuro alla data di stima ovvero a valore attuale.

Nella determinazione del tasso si deve tenere conto di due fattori:

- la remunerazione per il differimento temporale, il c.d. *price of time*;
- la remunerazione per il rischio legata alla probabilità di manifestazione o meno del reddito che discende dalla detenzione di una certa attività.

Ad un investimento che non presenta rischi, il tasso che permette l'equivalenza tra reddito futuro e reddito attuale è il tasso privo di rischio (c.d. *risk free rate*).

Nella prassi professionale esso viene associato al rendimento dei titoli di Stato.

Nel caso in esame quindi il *risk free rate* si è considerato di porlo pari al rendimento dei BTP con scadenza a 5 anni che, alla data di redazione di questa perizia, è risultato pari al 0,88%.

La seconda componente del tasso di attualizzazione è data dal premio per il rischio, che può essere descritto come il rendimento richiesto dagli investitori per spostarsi da un investimento privo di rischio ad un investimento genericamente definibile come rischioso.

Tale dato può essere estratto direttamente dagli andamenti del mercato o estrapolando i dati storici resi disponibili da diverse banche dati, quali ad esempio quella creata da Aswath Damodaran¹.

Il tasso calcolato dal prof Damodaran relativo al settore dell'arredamento (macro classe che ricomprende anche l'attività svolta da ██████████) è pari al 2,81%.

Ovviamente il *market risk premium* elaborato è disponibile sulla base dei dati raccolti negli Stati Uniti ed in Europa, diventa pertanto fondamentale rapportare i dati dell'economia internazionale a quelli nazionali attraverso l'utilizzo del c.d. *country risk premium*.

Al momento in cui si scrive per l'Italia tale tasso è stimato pari a 2,26%, avendo il nostro paese un *rating* di Baa2 secondo la stima elaborata da Moody's.

In conclusione quindi il premio per il rischio per l'investimento nell'attività di

¹ Aswath Damodaran è professore di finanza presso la Stern School of Business della New York University ed autore di moltissime pubblicazioni in tema di valutazione aziendale. Una sezione del suo Damodaran on line è appunto dedicata alle informazioni quantitative di mercato.

arredamento/illuminazione è pari al 5,07%, a cui deve essere aggiunto il tasso *free risk* così da ottenere il tasso di attualizzazione da applicare al reddito medio che risulta quindi pari al 5,95%.

Ora applicando quanto ottenuto alla formula della rendita con durata definita si ottiene:

$$I = R a_n \overline{r}_i$$

$$I = 26.051 a_5 \overline{r}_{5,95}$$

Il valore dell'avviamento così calcolato risulta quindi pari ad **Euro 116.424,52**

13. DETERMINAZIONE DEL VALORE DELL'AZIENDA.

La scrivente, alla luce delle considerazioni sopra esposte, delle informazioni raccolte dalle perizie di stima dei beni mobili materiali ed immateriali alle quali si rimanda, considerata la convenienza per il Curatore di cedere l'azienda non ricorrendo alla vendita atomistica dei singoli beni, anche alla luce di una plausibile ripresa del mercato evidenziata nel par. n. 6, fornisce la seguente stima dell'azienda ██████████ S.r.l. in liquidazione ottenuta con il metodo misto patrimoniale - reddituale.

Il valore dei beni che compongono l'azienda risulta quindi essere il seguente:

Beni immateriali	22.000,00
Beni mobili	102.448,19
Magazzino	259.518,36
Avviamento	116.424,52
Totale	500.391,07

Riprendendo le considerazioni svolte in merito alla determinazione dell'avviamento, le stime del geom. Lora sui beni mobili e sul magazzino ed accogliendo quanto precisato dall'ing. Giordani in merito al dimezzamento del

valore dei beni immateriali data dall'obsolescenza a cui possono andare incontro, la scrivente determina il valore dell'azienda pari ad **Euro 500.391,07**.

* * *

A conclusione dell'incarico ricevuto, dopo aver svolto le analisi ritenute necessarie nella circostanza e con le considerazioni svolte in precedenza e qui integralmente richiamate, si ritiene che il **valore dell'azienda** [REDACTED] in liquidazione sia pari alla somma dei valori suddetti e pertanto pari ad Euro 500.391,07 che può si arrotondare ad

Euro 500.000,00

La sottoscritta C.T. ritiene di aver espletato in maniera esauriente l'incarico ricevuto e resta a disposizione per ogni eventuale chiarimento e/o integrazione si rendesse necessaria.

La presente relazione si compone di n. 47 pagine e di n. 10 allegati.

Padova, 9 luglio 2017

Il Consulente Tecnico

Dott.ssa Margherita Chiavegato



Allegato 1 Nomina a CTU.....	4
Allegato 2 Visura camerale di ██████████	5
Allegato 3 Domanda di concordato	6
Allegato 4 Revoca domanda di concordato.....	7
Allegato 5 Contratto di affitto d'azienda del 21.01.2015.....	8
Allegato 6 Perizia beni mobili.....	9
Allegato 7 Perizia di stima beni immateriali	9
Allegato 8 Offerta d'acquisto d'azienda	10
Allegato 9 Visura ██████████	12
Allegato 10 Bilanci ██████████ dal 2012 al 2016	12