
EURO FURNITURE PANELS SRL – IN FALLIMENTO

Sede Legale: Cessalto (TV) – Via Giotto n. 1
C.F. / P. IVA e Reg. Imprese di TV: 03283930265
Capitale Sociale € 10.400,00= i.v. - REA CCIAA di TV: 258226

*** **

Valutazione peritale di Azienda

PREMESSA

Il sottoscritto dott. Umberto Romano, nato a Treviso il 03.04.1982, c.f.: RMN MRT 82D03 L407V, dottore commercialista e revisore contabile con Studio sito in Treviso, Viale Cesare Battisti n. 17, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Treviso al n. A 1357 ed iscritto al Registro dei Revisori Contabili in data 02.04.2012 al n. 165720, ha ricevuto incarico dal Dott. Matteo Orlandi, nella sua qualità di Curatore Fallimentare della società "Euro Furniture Panels S.r.l." di redigere idonea relazione di stima per la determinazione del valore del compendio aziendale affittato di proprietà della società "EURO FURNITURE PANELS SRL" con sede in Cessalto (TV) – Via Giotto n. 1 - C.F./P.IVA e Reg. Imprese di TV: 03283930265 (d'ora in avanti più semplicemente anche la Società).

Valutazione d'azienda, che ha quale finalità quella di fornire elementi utili per lo svolgimento della procedura di vendita competitiva che sarà indetta nel rispetto dei principi di cui agli artt. 105 – 108 *ter* della Legge Fallimentare.

Trattandosi dunque di azienda in fallimento si procederà ad esaminare e valorizzare l'attivo materiale e immateriale oltre alle eventuali posizioni passive, che per legge o per particolari vincoli contrattuali, richiedano necessariamente un subentro dell'acquirente, al momento della riconsegna.

Attualmente l'azienda risulta essere affittata con contratto stipulato in data 25.09.2018 con la società Euro Forniture S.r.l. e scadente il 30.09.2024.

Alla data di redazione della presente perizia risulta altresì pendente, in quanto prorogato, il termine di cui all'art. 79 L.F. che consente il recesso ad entrambe le parti, salvo equo indennizzo, entro 60 giorni dalla dichiarazione di fallimento. In caso di mancato scioglimento, ipotesi verosimile, le clausole del contratto di affitto d'azienda potrebbero subire delle modifiche per meglio assecondare le necessità della Procedura Fallimentare.

DESCRIZIONE DELL'IMPRESA E CENNI STORICI

CENNI STORICI - DESCRIZIONE DELL'AZIENDA

La società oggetto di stima, denominata "**EURO - FURNITURE PANELS - S.R.L.**" con sede in Cessalto (TV) via Giotto n. 1, è stata costituita in data 15.05.1997 con, all'oggetto sociale, l'attività di "*lavorazione di pannelli in truciolare grezzi e nobilitati, in mdf, in pvc o altre sostanze e specificatamente la sezionatura degli stessi e l'eventuale loro quadratura, bordatura e foratura*".

Il capitale sociale è pari ad Euro 10.400,00 e risulta così ripartito tra i soci alla data del fallimento:

Soci	Quote	Percentuale
Simon Bolcic	€ 6.240,00	60,00%
Adolfo Trevisan	€ 3.120,00	30,00%
Giuliano Tomasella	€ 1.040,00	10,00%

La società è stata sempre amministrata, dalla data di costituzione sino al fallimento, dal Dott. Bruno Boraso in qualità di Amministratore Unico; quest'ultimo ha inoltre posseduto sino al 11.06.2019 una quota di partecipazione al capitale sociale pari al 60%.

Nel corso degli anni la società ha quindi svolto esclusivamente lavorazioni per conto di terzi nell'ambito della sezionatura di pannelli in truciolare grezzo, in truciolare nobilitato ed in MDF presso il proprio capannone sito in Cessalto (TV) via Giotto n.1.

In particolare la clientela inviava presso la sede della società il materiale da trattare e - una volta terminata la lavorazione - il materiale trattato veniva restituito al cliente, proprietario del pannello, attraverso trasportatori terzi appositamente incaricati.

Il volume di affari medio nei vari anni di attività si è attestato nell'intorno di Euro 1.200.000 per ciascuna annualità, con una forza lavoro media di n. 10 lavoratori dipendenti.

Durante il 2018, a causa della situazione di crisi in cui versava la "EURO FURNITURE PANELS S.r.l." è stato affittato il ramo d'azienda produttivo, con scrittura privata del 25 settembre 2018 autenticata dal Notaio Giacomo Innocenti di Oderzo (**Allegato 1**), alla società "EURO FORNITURE S.r.l." avente sede legale in Cessalto (TV), via Giotto n. 1, Capitale sociale di Euro 2.000,00=, codice fiscale e partita iva: 04965520267.

Detto Contratto individua il perimetro dell'azienda, facendo un'elencazione dei beni materiali, immateriali e dei contratti per i quali le parti hanno espressamente previsto il subentro. Rinviando al contratto di affitto per una puntuale analisi, di seguito si fornisce sinteticamente la consistenza dell'azienda affittata:

- immobile di proprietà della concedente "Euro Furniture Panels S.r.l." sito in Comune di Cessalto (TV), Via Giotto n. 1, costituito da capannone ad uso laboratorio e uffici, con area scoperta di pertinenza esclusiva della superficie di circa mq. 2332 così censito al Catasto Fabbricati del Comune di Cessalto: Sezione A -Foglio 1 - M.N. 553 - Via Giotto, piano T-1-2, cat. D/1, R.C. Euro 17.724,80;
- macchinari, attrezzature e impianti con tutte le loro pertinenze, nonché dagli arredi e macchine per ufficio nello stato di fatto e di diritto in cui si trovano, descritti e valorizzati da apposita perizia di stima redatta dall'ING. Piero Bortolin di Motta di Livenza, allegata al contratto di affitto;
- avviamento, nonché tutte le autorizzazioni e licenze necessarie ad esercitare l'attività attualmente esistente ed in genere tutti i beni e diritti (inclusi eventuali brevetti) necessari od utili ai fini della gestione delle attività esercitate presso l'azienda.

Venivano invece espressamente esclusi dal perimetro dell'azienda affittata:

- il magazzino costituito dai materiali di consumo, compravenduto a parte;
- le disponibilità liquide, i crediti e i debiti di qualsiasi genere o natura sorti anteriormente all'affitto;
- tutti i rapporti di lavoro dipendente afferenti l'azienda affittata;

-
- i contratti di agenzia e di mandato attualmente esistenti;
 - ogni ulteriore contratto intestato alla concedente non espressamente citato e trasferito all'affittuaria con il contratto di affitto.

Nel contratto veniva inoltre specificato che l'azienda affittata è libera da oneri e impegni contrattuali e non è soggetta a diritti di prelazione in favore di terzi avendone la concedente la piena proprietà e disponibilità; per quanto attiene ai beni materiali costituenti il complesso aziendale l'affittuaria dichiarava inoltre che gli stessi si trovavano in buono stato e adatti all'uso convenuto obbligandosi a restituire gli stessi beni alla scadenza del contratto, rendendosi responsabile soltanto per i deterioramenti dovuti ad uso improprio.

Da ultimo si dà evidenza che in detto contratto è stato previsto un canone annuale di Euro 62.400,00 (oltre iva) nonché un'offerta irrevocabile di acquisto ex art. 1329 c.c., in favore dell'Affittante, ad un prezzo determinato in complessivi Euro 200.000,00=, escluso l'immobile, avente validità per tutta la durata del contratto di affitto d'azienda.

DOCUMENTI

Agli effetti della redazione della perizia di stima, sono stati acquisiti agli atti i seguenti documenti (in copia):

1. statuto sociale attualmente vigente;
2. visura camerale ordinaria "Euro Furniture Panels S.r.l." alla data del 14.01.2020;
3. visura camerale ordinaria "Euro Forniture S.r.l." alla data del 20.05.2020;
4. contratto di affitto d'azienda del 25.09.2018 e relativi allegati;
5. sentenza dichiarativa di fallimento Euro Furniture Panels S.r.l. del 15.01.2020;
6. perizia di stima bene immobile Geom. Biasuzzi del 15.05.2020;
7. perizia di stima beni mobili Aste 33 S.r.l. del 19.05.2020;
8. bilancio di verifica "Euro Furniture Panels S.r.l." anni 2015 - 2016 -2017 - 2018 - 2019;
9. bilancio CEE "Euro Furniture Panels S.r.l." anni 2015 - 2016 -2017 -2018;
10. bilancio CEE "Euro Forniture S.r.l." al 31.12.2018;
11. bilancio provvisorio "Euro Forniture S.r.l." al 31.12.2019;

METODI DI VALUTAZIONE

Ai fini della stima del valore economico di un complesso aziendale, la dottrina economica ha elaborato diversi metodi di valutazione tra i quali, i principali e più accreditati, vengono di seguito esposti sinteticamente al fine di una migliore comprensione dei paragrafi che seguiranno. A tal riguardo preliminarmente occorre distinguere tra valutazioni assolute, basate su modelli e che focalizzano l'attenzione sull'azienda oggetto di stima, e valutazioni relative, basate su informazioni di mercato, che partendo da valori determinati in tale contesto, definiscono il valore dell'impresa.

Tra le valutazioni assolute si esaminano, in particolare, i seguenti criteri:

1. metodi fondati sui flussi (finanziari o reddituali);
2. metodi patrimoniali;
3. metodi misti patrimoniali/reddituali;
4. altri metodi

1) METODI FONDATI SUI FLUSSI

Si tratta di metodi di valutazione che propongono di dare una valutazione all'azienda sulla base dei flussi finanziari, ovvero reddituali, che la medesima sarà in grado di generare. Il valore dell'azienda viene cioè concepito, sul piano quantitativo, come valore attuale dei flussi finanziari ovvero dei flussi reddituali che si presume possano essere realizzati dalla stessa in un determinato arco temporale futuro.

Si tratta di criteri di valutazione astrattamente da preferirsi rispetto ad altri, in quanto teoricamente più rispondenti all'obiettivo di pervenire ad una corretta stima del capitale economico di un'azienda, e ciò soprattutto per valutazioni riguardanti complessi aziendali dotati di sistemi di contabilità dei costi e di budgeting, sistemi tali cioè da generare informazioni e previsioni sui flussi nel loro complesso astrattamente attendibili, almeno nel breve/medio periodo.

I procedimenti fondati sui flussi sono quelli, da un punto di vista teorico, ritenuti sicuramente più razionali ed universali.

Quanto alla razionalità degli stessi è facilmente intuibile dalle formule teoriche in cui si concretizzano, che possono essere rappresentate secondo i seguenti modi:

1 - nell'ottica dell'investitore (ottica "esterna"):

$$W_0 = d_s v^s + P_n \cdot v^n$$

in cui:

W_0 valore del capitale economico al tempo zero

d_s è il dividendo pagato dall'azienda nell'anno s

P_n è il prezzo più probabile ricavabile dalla cessione dell'azienda al tempo t_n

v^s e v^n sono i coefficienti di attualizzazione in base ad un tasso i

Questa formulazione include pertanto nella valutazione (W) tutti i proventi che l'impresa procurerà all'investitore tra il momento t_0 ed il momento t_n in cui l'azienda sarà rivenduta. Trattasi cioè del valore di qualsivoglia investimento secondo la teoria finanziaria.

2 - nell'ottica dell'impresa (ottica "interna"):

$$W_0 = F_s v^s$$

in cui:

F_s è il flusso atteso per l'anno s

Intendendo il "flusso atteso" in senso economico (reddito) ovvero finanziario (flusso di cassa).

Le due formulazioni, peraltro, pur essendo come detto teoricamente indubbiamente le più razionali, presentano alcune difficoltà di applicazione in quanto si basano su eventi spesso difficilmente prevedibili nel lungo termine. Esse vengono pertanto, a volte, sostituite con formule più approssimative ma meno aleatorie. Quanto infine alla condivisione del metodo, questo trova ampia diffusione presso gli operatori.

Tra i metodi fondati sui flussi, il metodo reddituale fonda il proprio presupposto sulla

capacità dell'azienda di generare una serie reddituale riproducibile nel futuro. Il valore del capitale economico (W) viene dunque stimato, sul piano quantitativo, come funzione del reddito atteso (R).

Per ciò che riguarda l'orizzonte temporale di riferimento, entro il quale si stima che l'azienda sia in grado di produrre reddito, oltre a considerare un periodo limitato, è possibile ricorrere, al limite, ad una durata indefinita.

In questo caso, il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita perpetua di rata costante (R), calcolata al tasso (i), determinato in base alla seguente formula:

$$\text{valore attuale della rendita perpetua: } W = R / i$$

La configurazione del reddito (R) rilevante ai fini dell'applicazione del metodo in questione è quello *prospettico*, idoneo a riflettere le condizioni di redditività attesa dell'azienda, *medio*, vale a dire che l'impresa è stabilmente in grado di produrre, e *normalizzato*, ossia depurato dalle componenti straordinarie non ripetibili e comunque estranee alla gestione, e in ogni caso determinato sulla base di soluzioni razionali e comunemente accettate dal punto di vista tecnico. Ciò comporta che nella configurazione del reddito (R) rilevante debba essere eliminata ogni componente negativa la cui appostazione sia dettata esclusivamente dall'esigenza di ridurre il reddito imponibile ai fini dell'imposizione diretta, ovvero dall'intento di attuare determinate politiche di bilancio.

Il reddito medio normale è calcolato, infatti, con riferimento a condizioni normali di svolgimento della gestione e, in particolare, a condizioni di indebitamento "regolari" e non eccezionali, in assenza di situazioni particolarmente favorevoli o sfavorevoli, con conseguente redistribuzione nel tempo dei componenti straordinari (plusvalenze e minusvalenze patrimoniali, rettifiche di costi e ricavi di precedenti esercizi ecc.); il medesimo, inoltre, deve essere determinato al netto degli oneri tributari che gravano, seppur potenzialmente, su di esso, e dei compensi figurativi diversi dalla remunerazione del capitale proprie e delle eventuali partecipazioni agli utili spettanti a terzi.

Il tasso di attualizzazione (i) utilizzato incorpora il compenso derivante dal semplice trascorrere del tempo (sostanzialmente pari al rendimento riconosciuto ad attività prive di rischio), ed altresì l'adeguata remunerazione del rischio sopportato, qualificandosi anche come *costo del capitale proprio (cost of equity)*.

In particolare, il tasso di puro interesse, relativo agli impieghi di capitale a rischio nullo, è determinato sostanzialmente in riferimento a titoli di debito pubblico; peraltro, in periodi di inflazione, il medesimo deve essere depurato dall'erosione monetaria creata dalla componente inflazionistica e, pertanto, assunto nella sua configurazione di tasso reale.

La maggiorazione del tasso di puro interesse a titolo di premio per il rischio di impresa, è commisurata all'intensità del rischio generale d'impresa gravante sul capitale proprio.

Il metodo reddituale, pur trovando un limite nell'aleatorietà delle stime sulle capacità reddituali dell'impresa, le quali non sono altrettanto riscontrabili quanto le verifiche di valore correnti dei cespiti che compongono il patrimonio sociale, ha acquisito sempre maggior credito e diffusione negli ultimi decenni parallelamente all'affermarsi dei metodi finanziari, più graditi e diffusi nei Paesi anglosassoni.

Quando ragioni di prudenza lo consigliano, anche al fine di limitare l'imprevedibilità dei

risultati reddituali futuri, soprattutto se proiettati oltre un lasso temporale ragionevole, il valore economico aziendale può essere determinato per attualizzazione di un numero limitato (n) di anni, secondo la seguente formulazione:

$$W = R_1 (1+i)^{-1} + R_2 (1+i)^{-2} + \dots + R_n (1+i)^{-n}$$

dove

:

R_n reddito atteso all'anno n

Il metodo finanziario, al pari del metodo reddituale, basa la misura del valore dell'azienda oggetto di esame sul valore attuale dei flussi di cassa attesi (CF) anno per anno, per un certo lasso temporale (n) entro il quale è possibile effettuare una previsione analitica degli stessi, maggiorati del valore finale del medesimo compendio aziendale al termine del periodo in cui sono determinati analiticamente i suddetti flussi, al netto dei debiti finanziari.

Le formule su cui si basa il metodo finanziario, nella versione oggi maggiormente utilizzata (*Unlevered Discounted Cash Flows Analysis*), sono le seguenti:

$$W = I - D_a$$

$$\text{dove } I = \sum_{t=1}^n CF_t \cdot v^t + V_f \cdot v^n$$

con

:

W valore del capitale economico

I valore dell'investimento netto

D_a valore attuale dei debiti finanziari (talora sostituito dal loro valore nominale)

CF_t flussi di cassa attesi anno per anno

n durata (in termini di anni) del periodo di previsione analitica del flusso di cassa

v coefficiente di attualizzazione in base al costo medio ponderato del capitale

V_f valore finale, cioè dell'anno n, dell'investimento (*Terminal Value*)

Gli elementi che hanno portato a ritenere preferibile il metodo valutativo in esame sono sinteticamente riportati:

a) il vero obiettivo cui tendono le imprese è la massimizzazione del cash flow, e pertanto il criterio finanziario risulterebbe al riguardo lo strumento di valutazione più efficace e coerente con l'obiettivo di creazione di valore nel lungo termine;

b) i risultati contabili (reddito di periodo) sono spesso soggetti a politiche di bilancio, e perciò sono almeno in parte discrezionali: i flussi di cassa sono invece più obiettivi;

c) si ritiene possano approssimare la valutazione del capitale economico percepita dai mercati finanziari.

A latere delle suddette motivazioni, vi sono anche alcuni elementi di criticità che, soprattutto da un punto di vista operativo, inducono a ritenere preferibile l'applicazione dei metodi reddituali rispetto a quelli finanziari. Tali argomenti possono essere espressi nei seguenti tre punti:

a) i metodi reddituali presentano un'applicazione meno problematica, posto che l'individuazione del flusso dei risultati presenta minori difficoltà rispetto ai flussi di cassa

prospettici, che prevedono un set di assunzioni più ampio;

b) il flusso reddituale è il "vero" risultato nel breve-medio periodo, tanto che, ad esempio, un flusso di cassa positivo può benissimo accompagnarsi ad una perdita in senso economico-contabile;

c) il metodo reddituale ha indubbiamente ed empiricamente un più alto grado di prevedibilità.

2) METODI PATRIMONIALI

I metodi patrimoniali, a differenza di quelli fondati sui flussi, si fondano sul principio della valutazione analitica e puntuale dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale economico.

Al riguardo si distinguono in particolare due diverse metodologie valutative:

a) il **metodo patrimoniale semplice**, che prevede la pura riespressione a valori correnti degli elementi attivi (beni materiali, crediti, liquidità e, se indicati per cifre modeste e trascurabili, poste contabili non aventi natura materiale quali spese di impianto e costituzione, disaggi di emissione di prestiti obbligazionari ecc.).

Nella pratica i metodi semplici sono di gran lunga i più noti. Essi sono di diffusa applicazione in tutte le categorie di aziende, costituendo, nonostante i loro forti limiti, quantomeno una base rilevante ed insostituibile di informazione ed un utile termine di paragone con risultati ottenuti mediante l'applicazione di altri criteri.

La formulazione più nota al riguardo è

$$W = K$$

dove:

W è il valore economico dell'azienda oggetto di stima

K è il valore del patrimonio netto rettificato a valori correnti

b) il **metodo patrimoniale complesso**, che comprende nella valorizzazione uno o più beni immateriali.

Le stime patrimoniali complesse, pur nelle critiche rivolte spesso ai metodi patrimoniali in genere per l'eccessiva semplificazione a cui a volte conducono, assumono comunque un notevole rilievo e grado di attendibilità nei casi in cui i criteri di stima degli "Intangibles" (elementi immateriali complessivamente considerati) raggiungono a loro volta un sufficiente grado di attendibilità.

Il concetto indicato è espresso nella seguente formula:

$$W = K + I (1-t)$$

Dove, già indicata la definizione di "W" e "K":

I valore attribuito ai valori immateriali (o, se vi sono già iscrizioni in bilancio per tali beni, plusvalenze rilevate su di essi)

t incidenza degli oneri fiscali potenziali (espressi in misura unitaria)

I metodi patrimoniali da oltre un decennio non vengono più annoverati tra i modelli valutativi, in quanto trascurano completamente essenziali leve di valore quali i flussi attesi e la valutazione dei rischi, ma rimangono importanti strumenti per condurre l'analisi dei dati

fondamentali delle società oggetto di valutazione. Solamente nel caso delle società immobiliari di gestione e delle holding pure le formule dei modelli patrimoniali mantengono appieno la loro validità quali metodi di valutazione.

3) METODI MISTI PATRIMONIALI-REDDITUALI

Trattasi di criteri che fondono i principi essenziali dei metodi reddituali e di quelli patrimoniali. Elemento essenziale dei detti metodi è la ricerca di un risultato conclusivo che consideri contemporaneamente i due aspetti, così da tenere conto dell'elemento di obiettività e verificabilità proprio dell'aspetto patrimoniale, senza peraltro trascurare le attese reddituali, che sono concettualmente e concretamente una componente essenziale del valore del capitale economico.

Il metodo misto, nella sua formulazione più nota e diffusa (classicamente definita "metodo misto con stima autonoma del Goodwill"), mette in evidenza il valore di "avviamento" (o "Goodwill"), inteso come attualizzazione della differenza tra il risultato della stima reddituale (R) e quello della stima patrimoniale (K).

La formula applicativa più conosciuta viene di seguito esposta:

$$W = K + a n | i' \cdot (R - i'' K)$$

dove

:

K capitale netto rettificato (risultato della stima patrimoniale, semplice o complessa che sia)

R reddito medio normale atteso per il futuro

n numero definito e limitato di anni

i' tasso di attualizzazione del sovrareddito

i'' tasso di interesse "normale" rispetto all'investimento considerato, comprensivo di una componente aggiuntiva rispetto al tasso utilizzato per i trasferimenti intertemporali delle grandezze monetarie, atta a rappresentare il rischio insito nelle attività imprenditoriali

a fattore di attualizzazione

L'altra formula utilizzata è quella che prevede la capitalizzazione illimitata del reddito differenziale medio, nell'ipotesi che il sovrareddito si produca indefinitamente nel tempo

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

Nelle aziende in perdita il "Goodwill" diviene negativo, ed assume la denominazione di "avviamento negativo" o "Badwill".

4) ALTRI METODI

La pratica professionale ha recentemente sviluppato altri metodi valutativi, spesso fondati su indicatori di performance, quali: l'EVA (*Economic Value Added*), che concepisce il valore di una azienda in funzione della sua capacità di realizzare rendimenti sul capitale investito superiori a quelli offerti da altri complessi aziendali con eguale grado di rischio; il REI (*Risultato Economico Integrato*), che avvicina il valutatore alla logica dell'investitore finanziario,

per il quale il risultato economico di un certo anno è dato dalla somma del "beneficio staccato" (cedola) e del "beneficio incorporato" (differenziale di valore di mercato).

A latere delle *valutazioni assolute*, in relazione alle quali sono stati forniti alcuni brevi cenni nelle pagine che precedono, vi sono le c.d. *valutazioni relative*, le quali, come detto, fondano la stima del valore dell'azienda oggetto di esame sulla scorta delle informazioni desumibili dai mercati o da transazioni comparabili, e sono essenzialmente costituite dalle stime di valore effettuate a mezzo dei multipli applicati ad indicatori di performance od aggregati desunti dal bilancio della società oggetto di valutazione.

Il metodo dei moltiplicatori empirici perviene alla valutazione dell'azienda mediante l'applicazione di moltiplicatori su indici riferibili ad aziende similari a quella oggetto di stima (es: $P/E = \text{Price Earning}$, cioè l'utile per azione; $P/CF = \text{rapporto prezzo/Cash Flow}$; $P/BV = \text{Price/Book Value}$, cioè il rapporto tra il prezzo ed il valore contabile ecc.).

I metodi dei moltiplicatori vengono utilizzati con frequenza dagli analisti finanziari e dalle Merchant Bank per la valutazione delle aziende. Ancorché si tratti di metodi di stima non analitici, profondamente diversi per impostazione e finalità da quelli di stima del capitale economico precedentemente illustrati, questi metodi si sono largamente affermati nella pratica professionale ed i risultati da loro forniti sono considerati altamente attendibili.

I *Comparables*, definiti concettualmente come "prezzi probabili", non sono altro che prezzi ragionevolmente raggiungibili o negoziabili alla vendita o all'acquisto, dedotti da osservazioni di mercato, con riferimento ad esperienze omogenee e paragonabili. Sotto questa voce sono raggruppati una serie di metodi che affrontano il problema della valutazione dell'impresa da un angolo visuale completamente diverso rispetto ai metodi tradizionali dei valori-flusso e dei valori-stock. Questi metodi non si basano su formule valutative razionalmente costruite, ma deducono il "valore" direttamente da osservazioni di mercato, basandosi su prezzi fatti nelle negoziazioni borsistiche e di quote di controllo (o comunque di rilievo) dei capitali d'impresa, con tecniche più o meno elaborate. Il risultato cui questi approcci pervengono non può considerarsi una valutazione analitica nel senso tradizionale: essi esprimono i prezzi probabili, negoziabili per una data impresa, alla vendita o all'acquisto, con riferimento ad esperienze omogenee e paragonabili, oppure i prezzi ragionevolmente raggiungibili a certe epoche future (prezzi target).

Le due tecniche più rilevanti a questo fine sono *l'approccio delle società comparabili* e *l'approccio delle transazioni comparabili* (nell'insieme talvolta indicati come "metodo dei moltiplicatori").

L'idea che ispira *l'approccio delle società comparabili* è concettualmente semplice. Si stima il prezzo più probabile per un'azienda, prendendo come riferimento un campione di società, operanti nello stesso settore, giudicate omogenee.

L'approccio delle transazioni comparabili, detto anche "di confronto diretto coi prezzi di società comparabili" (Direct Market Data Method), si è nel tempo andato affermando parallelamente al crescere delle informazioni disponibili su transazioni intervenute, grazie alla disponibilità di idonee banche dati. Il fondamento sono appunto le informazioni inerenti a compravendite e fusioni di aziende similari, cioè comparabili.

Per ambedue gli approcci, i multipli sono quasi sempre espressi dal rapporto tra un prezzo ed una misura di performance realizzata da una società in un dato periodo: le tipiche

performance considerate nell'esperienza internazionale sono l'utile netto (E), l'utile prima di interessi passivi e imposte (EBIT), l'utile prima di interessi passivi, imposte e ammortamenti su beni materiali e immateriali (EBITDA) e similmente da noi il MOL. Più rari i moltiplicatori che presentano al denominatore grandezze che non esprimono performance: un esempio significativo è il "Book Value" (BV).

Lo strumento concettuale dei *prezzi probabili* (ovvero la tecnica dei *Comparbles*, secondo l'espressione anglo-sassone) oltre che rispondere ad alcuni scopi peculiari, legati ad esempio alla previsione degli andamenti sul breve e medio termine delle quotazioni di specifici titoli, è andato senza dubbio nel tempo assumendo crescente importanza anche per la valutazione delle aziende in generale e non più solamente come metodo di controllo delle valutazioni analitiche basate sui flussi attesi o su altri criteri. Infatti, nella prassi degli analisti finanziari e delle Merchant ed Investment Bank è ormai sistematico il ricorso ai metodi di comparazione per verificare i risultati delle stime analitiche condotte con i metodi finanziari (Discounted Cash Flow in particolare), al punto tale che frequentemente nasce il sospetto che le stime finali di valore siano decise più dai prezzi probabili che dai metodi finanziari.

A prescindere dalla loro diffusione nella pratica, tuttavia, l'uso dei multipli dovrebbe essere inserito in un processo di valutazione in grado di garantire che:

- sia individuabile un nesso causale tra il dato numerico cui applicare il moltiplicatore di cui trattasi;
- il multiplo sia ragionevolmente stabile nel tempo.

L'uso dei moltiplicatori presenta alcune difficoltà di ordine concettuale che è opportuno sottolineare e che, in un certo senso, ne possono limitare l'utilizzo; il riferimento è, in particolare all'assenza di dati relativi ad aziende comparabili dai quali desumere i moltiplicatori da applicare agli indicatori di performance della società target al fine di individuarne il valore. E' infatti di tutta evidenza che i dati desunti dai mercati finanziari non sono immediatamente applicabili alle valutazioni che spesso vengono effettuate nella pratica professionale, posto che riguardano società che, per dimensioni e caratteristiche, non sono comparabili a quelle oggetto di valutazione. Per quanto concerne i dati riscontrabili da transazioni, ammesso che possano riguardare aziende "comparabili" a quella oggetto di valutazione, devono essere utilizzati con estrema cautela in quanto possono risentire di asimmetrie informative ed i prezzi che vengono negoziati possono includere plusvalori che l'acquirente riconosce all'azienda acquistata per effetto delle sinergie che possono crearsi con eventuali altre attività esercitate dallo stesso.

SCelta DEL METODO DI VALUTAZIONE

Stante l'incarico ricevuto, quale la determinazione del presumibile valore dell'azienda e viste le particolarità della stessa, si ritiene che il metodo più idoneo per determinare detto valore sia quello misto patrimoniale e reddituale. Ciò al fine di considerare la consistenza patrimoniale e la capacità di generare reddito.

ELEMENTI PATRIMONIALI DEL RAMO D'AZIENDA DA STIMARE

Considerato che la società proprietaria dell'azienda è in stato di fallimento e che la cessione dell'azienda medesima contempla i beni materiali inventariati nonché le autorizzazioni e le licenze amministrative possedute per lo svolgimento dell'attività, non si è reso necessario svolgere alcuna attività di *due diligence* finalizzata alla valutazione della realtà dei debiti e dei crediti afferenti l'azienda, restando gli stessi rispettivamente a carico e a favore della società fallita salvo quanto si dirà per alcune passività.

Gli elementi patrimoniali costituenti il ramo d'azienda sono pertanto quelli elencati nelle allegate perizie di stima redatte dal Geom. Alessandro Biasuzzi, per quanto attiene all'immobile sito in Cessalto (TV) Via Giotto n. 1, e da Aste 33 S.r.l., per quanto attiene ai macchinari, attrezzature, impianti, arredi e macchine per ufficio.

ATTIVO

- BENE IMMOBILE

In data 10/09/2018 l'Ing. Piero Bortolin ha redatto perizia di stima del bene immobile di proprietà della società "Euro Furniture Panels S.r.l." che è stata allegata al contratto di affitto d'azienda del 25.09.2018 come detto in precedenza (**Allegato 1**).

Il perito ha quindi attribuito all'immobile un valore di mercato del bene, nello stato in cui si trova, supposto libero da ipoteche, pesi vincoli ed oneri pregiudizievoli pari a **Euro 801.000,00**. Successivamente alla dichiarazione di fallimento il Curatore dott. Matteo Orlandi, come di consuetudine, ha nominato un proprio perito per effettuare una nuova valutazione dell'immobile.

Il Geom. Alessandro Biasuzzi in data 15.05.2020 ha predisposto tale elaborato peritale stabilendo un valore di vendita dell'immobile pari a **Euro 644.000,00**. Come si legge dalla relativa perizia (**Allegato 2**) il Geom. Biasuzzi ha evidenziato, tra le altre, un deprezzamento imputabile all'immobile dovuto alla procedura fallimentare in corso per i seguenti motivi: i) immobile non facilmente ispezionabile se non previo accordo con il Curatore, ii) ottenimento del decreto di trasferimento e del possesso non contestuale al pagamento del prezzo di aggiudicazione, iii) immobile occupato con titolo opponibile, iv) mancanza di garanzia su vizi che potrebbero emergere dopo l'aggiudicazione.

Considerato che la perizia del Geom. Biasuzzi tiene conto anche della situazione di fallimento del proprietario e dei deprezzamenti ad essa riconducibili, nonché in un'ottica maggiormente prudentiale, si ritiene opportuno attribuire all'immobile il valore di **Euro 644.000**.

- BENI MATERIALI

Alla data di stipula del contratto di affitto d'azienda (25.09.2018) è stato allegato, sotto la lettera "C", l'inventario dei beni, macchinari, attrezzature, impianti, arredi e macchine costituenti il ramo aziendale affittato. Anche in questo caso L'Ing. Bortolin ha redatto perizia di stima dei predetti beni mobili (**Allegato 1**) stabilendo il probabile valore di mercato degli stessi, in ipotesi di continuità dell'attività produttiva, in complessivi **Euro 200.000,00**.

Il curatore dott. Matteo Orlandi, nelle more dello svolgimento delle attività di inventariazione dei beni, ha nominato la società Aste 33 S.r.l. al fine di effettuare apposita perizia di stima dei beni

mobili inventariati e appresi al fallimento. Tali beni sono stati pertanto oggetto di nuova inventariazione e catalogazione nello scorso mese di febbraio 2020 in ossequio alla normativa fallimentare.

Si precisa altresì che, raffrontando la perizia dell'Ing. Bortolin con quella redatta da Aste 33, vi è perfetta coincidenza circa i beni inventariati oggetto del ramo aziendale affittato; non sono pertanto intervenute variazioni nella consistenza dei beni tra la data di affitto dell'azienda (25.09.2018) e la data di fallimento (15.01.2020).

In data 26/05/2020 lo scrivente, accompagnato dal Curatore Fallimentare, ha effettuato un accesso presso i locali ove viene esercitata l'attività dell'affittuaria, ovvero in Chiarano, via Giotto n. 1, verificando e accertando la presenza di tutti beni inventariati.

La società Aste 33 S.r.l. ha quindi depositato il proprio elaborato peritale in data 19.05.2020 (**Allegato 3**) determinando il valore secondo due opzioni alternative: i) valorizzazione in caso di vendita con continuità aziendale - **Euro 200.400,00**; ii) valorizzazione in caso di vendita/cessione di singoli cespiti con smontaggio e asporto dei beni, per la liberazione totale dei locali - **Euro 110.700,00**.

Le due perizie citate, riferite all'ipotesi di continuità aziendale ovvero di cessione dell'intero complesso aziendale, riportano valori sostanzialmente identici.

Si ritiene pertanto congruo attribuire alla complessità dei beni mobili, oggi ricompresi nel compendio aziendale affittato alla società Euro Forniture S.r.l., il valore di **Euro 200.000,00**.

- **BENI IMMATERIALI**

In base alle informazioni acquisite non sono stati rinvenuti assets immateriali suscettibili di valutazione economica.

PASSIVO

Si premette anzitutto che nel contratto di affitto d'azienda in contesto, all'art. 1, lett. c), è previsto il mancato passaggio in capo all'Affittuaria dei contratti pendenti relativi ai lavoratori dipendenti. Tale previsione contrattuale appare in contrasto con l'art. 2112 c.c. il quale al primo comma prevede che: *"In caso di trasferimento d'azienda il rapporto di lavoro continua con il cessionario ed il lavoratore conserva tutti i diritti che ne derivano"*.

Al secondo comma è inoltre prevista la responsabilità solidale tra cedente e cessionario per tutti i crediti del lavoratore al tempo del trasferimento, salvo l'applicazione delle procedure di cui agli artt. 410 e 411 c.p.c. che consentono la liberazione del cedente.

Dalle informazioni acquisite risulta peraltro che il personale dipendente sia stato trasferito in capo all'affittuaria con l'operazione di affitto dell'azienda; è quindi consigliabile una rettifica della previsione contrattuale commentata qualora si proceda ad un adeguamento del contratto come specificato in premessa con riferimento alla pendenza del termine di cui all'art. 79 L.F.

Si passa ora alla disamina delle posizioni passive afferenti l'azienda le quali, in caso di cessione, potrebbero determinare un subentro o la responsabilità solidale dell'acquirente con il cedente al momento del trasferimento.

L'art. 105 L.F. prevede espressamente al quarto comma che *"... è esclusa la responsabilità dell'acquirente per i debiti relativi all'esercizio delle aziende cedute, sorti prima del*

trasferimento”.

Al terzo comma è inoltre previsto, nel caso di presenza di personale dipendente, la possibilità di ricorrere alle procedure sindacali per prevedere il trasferimento solo parziale dei dipendenti e/o ulteriori modifiche al rapporto di lavoro.

Pertanto, in presenza di dipendenti, deve ritenersi operante l'art. 2112 c.c. in merito al passaggio anche parziale dei lavoratori in capo all'acquirente ma con deroga alla responsabilità solidale del cessionario ex art. 105, 4° comma, L.F.; la deroga di responsabilità del cessionario, per i debiti vs. dipendenti ante trasferimento pare operante, secondo i maggioritari orientamenti giurisprudenziali, a condizione che vengano esperite le procedure sindacali di cui all'art. 105, 3° comma, L.F.

Nel caso in cui l'azienda sia ceduta in pendenza del contratto di affitto e, quindi, con subentro dell'acquirente in tale contratto, al momento della retrocessione non sarà applicabile l'art. 105, 4° comma, L.F. in quanto la retrocessione dell'azienda avverrà tra affittuario e acquirente con applicazione degli art. 2560 e 2112 c.c.

Pare tuttavia, sempre secondo la giurisprudenza maggioritaria, che la responsabilità solidale del cessionario, nell'ipotesi suddetta, sia limitata ai soli debiti maturati dall'affittuaria durante l'affitto (dal 25.09.2018 sino alla retrocessione) e non anche ai debiti maturati precedentemente all'affitto dalla cedente oggi fallita.

Si potranno pertanto avere (in sintesi) due situazioni alternative:

i) Vendita dell'azienda direttamente dal fallimento

Applicazione dell'art. 105 L.F., 3° comma, L.F. con esclusione di responsabilità dell'acquirente per i debiti sorti prima del trasferimento.

Applicazione dell'art. 2112 con riferimento al passaggio dei dipendenti presenti alla data di cessione, con esclusione di responsabilità dell'acquirente per i debiti vs. dipendenti sorti ante trasferimento, previo esperimento delle procedure sindacali ex art. 105, 3° comma, L.F.

ii) Vendita dell'azienda in pendenza di contratto d'affitto con subentro dell'acquirente su quest'ultimo

Applicazione degli art. 2560 e 2112 al momento della retrocessione dell'azienda tra affittuario e acquirente.

Nella ipotesi sopramenzionate l'acquirente potrebbe pertanto sopportare delle passività aggiuntive rispetto al valore di aggiudicazione.

EVIDENZA DEL VALORE PATRIMONIALE AZIENDALE

La situazione patrimoniale dell'azienda oggetto di valutazione viene di seguito sinteticamente riepilogata:

BENE IMMOBILE	644.000
BENI MATERIALI	<u>200.000</u>
TOTALE PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO (K)	844.000

DISAMINA DELLA CAPACITA' REDDITUALE AZIENDALE AI FINI VALUTATIVI

Stante il criterio adottato, oltre all'aspetto patrimoniale, lo scrivente Perito, si è soffermato ad analizzare anche la capacità reddituale dell'azienda al fine di mettere in evidenza il valore di "avviamento" (A), inteso come attualizzazione della differenza tra il risultato della stima reddituale (R) e quello della stima patrimoniale (K).

La formula applicativa più conosciuta viene di seguito esposta:

$$A = a \cdot n \cdot i' \cdot (R - i'' \cdot K)$$

dove:

- K capitale netto rettificato (risultato della stima patrimoniale sopra evidenziata)
- R reddito medio normale atteso per il futuro
- n numero definito e limitato di anni
- i' tasso di attualizzazione del sovra-reddito
- i'' tasso di interesse "normale" rispetto all'investimento considerato, comprensivo di una componente aggiuntiva rispetto al tasso utilizzato per i trasferimenti intertemporali delle grandezze monetarie, atta a rappresentare il rischio insito nelle attività imprenditoriali
- a fattore di attualizzazione

Nel caso di specie, vengono di seguito analizzati i singoli fattori presi a riferimento per la determinazione del componente Avviamento, in particolare tralasciando il valore K essendo lo stesso già ampiamente commentato nella prima parte della presente perizia, si vanno ad analizzare e determinare gli ulteriori fattori.

Reddito Medio normale atteso per il futuro (R)

Ai fini della determinazione di detto valore sono stati esaminati sia i dati storici economici conseguiti dalla società, ricavati dai bilanci predisposti per gli anni 2015 - 2016 - 2017, sia la situazione economico patrimoniale fornita dall' Affittuaria relativa all'esercizio 2019. Non si è tenuto conto dei risultati economici maturati nel corso dell'esercizio 2018 dalla società affittante in quanto, durante il predetto esercizio, è stato stipulato il contratto di affitto rendendo il risultato conseguito non omogeneo e raffrontabile con gli altri esercizi considerati.

I risultati economici conseguiti nel triennio oggetto di analisi sono stati normalizzati apportando le seguenti rettifiche:

- Altri ricavi e proventi: sono stati eliminati i ricavi non afferenti alla gestione caratteristica aziendale quali sopravvenienze attive e contributi in conto esercizio;
- Compensi organo amministrativo: sono stati aggiunti i compensi minimi stimabili per l'organo amministrativo in quanto non presenti nei bilanci esaminati;
- Perdite su crediti: è stato sterilizzato l'impatto delle perdite su crediti in quanto tale evento deve intendersi già ricompreso nella percentuale di rischio forfettariamente determinata dallo scrivente in relazione alle caratteristiche aziendali e di mercato;
- Proventi e oneri finanziari: è stata sterilizzata la componente relativa a proventi e oneri finanziari essendo quest'ultima di natura soggettiva ovvero dipendente sia dal merito creditizio dell'azienda che dalla effettiva necessità di far ricorso al capitale di terzi piuttosto

che al capitale proprio;

- Imposte dell'esercizio è stata sterilizzata la componente relativa alle imposte d'esercizio

CONTO ECONOMICO	31/12/15	31/12/16	31/12/17
Totale Ricavi	1.926.085	1.622.411	1.065.761
Costo per Materie Prime	-668.343	-455.231	-84.455
Costi per servizi	-427.561	-523.466	-429.950
Costo per godimento beni di terzi	-54.645	-35.202	-27.044
Costi del personale	-296.668	-307.860	-357.083
Variazione delle rimanenze	-194.847	-3.423	-498
Oneri diversi di gestione	-41.771	-28.758	-523.585
MARGINE OPERATIVO LORDO (EBITDA)	242.250	268.471	-356.854
Ammortamenti	-81.259	-102.025	-51.693
RISULTATO OPERATIVO (EBIT)	160.991	166.442	-408.547
Proventi e oneri finanziari	-122.232	-127.287	-53.925
RISULTATO ANTE IMPOSTE	38.758	39.155	-462.472
Imposte sul reddito	-19.045	-21.764	0
RISULTATO NETTO	19.713	17.391	-462.472

Rettifica per riadeguamento previsioni	151.326	130.436	451.474
RISULTATO NETTO ASSESTATO	171.039	147.827	-10.998

Reddito cumulato per il periodo considerato	307.868
anni presi a riferimento	3
<i>Reddito medio normale atteso (R)</i>	102.623

Il Cost of Equity

I parametri per la stima dei tassi utilizzati sono ordinariamente derivati dal mercato dei capitali, ciò sul presupposto che sia un efficiente allocatore di risorse.

In particolare il tasso utilizzato è comunemente basato sul tasso opportunità del costo dei mezzi propri che è formato da più fattori:

- dal tasso risk free o comunque tale da poter essere considerato sostanzialmente nullo, generalmente viene rappresentato dal tasso applicato ai titoli corporate con rating AAA o comunque aventi scadenze similari;
- dal premio per il rischio, solitamente rappresentato quale media dei rendimenti di lungo periodo di un paniere di titoli azionari o di un indice di borsa al netto della media dei rendimenti privi di rischio. Nello specifico, ci si è avvalsi dei dati ricavabili dal database Damodaran.
- dal rischio specifico correlato alla singola impresa e al settore in cui opera ed anche in tal caso ci si è avvalsi del database Damodaran.

Tenendo conto degli elementi citati in precedenza, delle caratteristiche dell'azienda e dell'orizzonte temporale di riferimento, il tasso preso a riferimento viene determinato nella misura del 8.74%.

ALLEGATI:

- 1) Contratto di affitto d'azienda del 25.09.2018 e relativi allegati;
- 2) Perizia di stima bene immobile Geom. Biasuzzi del 15.05.2020;
- 3) Perizia di stima beni mobili Aste 33 S.r.l. del 19.05.2020;

