

CONSULENZA TECNICA

NELL'INTERESSE del

FALLIMENTO CENTRO STAMPA DELLE VENEZIE

SOCIETA' COOPERATIVA

RELAZIONE DEL CONSULENTE TECNICO

dott.ssa SERENA LIBENER

* * * * *



Indice

1 PREMESSA

1.1 Finalità dell'incarico.....	pag. 3
1.2 Oggetto della valutazione.....	pag. 3
1.3 Assumptions e documenti utilizzati.....	pag. 4

2 LA REALTA' AZIENDALE OGGETTO DI STIMA

2.1 Cenni storici.....	pag. 5
2.2 La società e il mercato in cui opera.....	pag. 7

3 LA VALUTAZIONE DELL'AZIENDA

3.1 Criteri generali adottati per lo svolgimento dell'incarico.....	pag. 9
3.2 La scelta del metodo di valutazione nel caso di specie.....	pag. 15

4 LA VALUTAZIONE DEGLI ASSETS CHE FORMANO IL COMPENDIO

4.1 Immobilizzazioni Materiali	pag. 15
4.2 Immobilizzazioni Immateriali.....	pag. 16
4.3 Conclusioni: il metodo patrimoniale complesso	pag. 17

5 CONCLUSIONI.....	pag. 18
--------------------	---------

Elenco allegati



- tutti gli atti e negozi giuridici necessari o utili alla realizzazione degli scopi sociali, ivi compresa la costituzione di fondi per lo sviluppo tecnologico o per la ristrutturazione o per il potenziamento aziendale e l'adozione di procedure di programmazione pluriennale finalizzate allo sviluppo o all'ammodernamento aziendale, ai sensi della legge 31.1.1992, n. 59 ed eventuali norme modificative ed integrative; potrà, inoltre, emettere obbligazioni ed altri strumenti finanziari ed assumere partecipazioni in altre imprese a scopo di stabile investimento e non di collocamento sul mercato.

L'attività principalmente svolta dalla società in bonis era quella attinente la stampa di quotidiani, periodici e altre pubblicazioni in genere e la stessa non risulta dotata di specifiche certificazioni e/o autorizzazioni utili e/o necessarie per l'esercizio dell'attività di impresa sopra riportata.

Il perimetro di valutazione dell'azienda comprende quindi i seguenti beni:

- **beni strumentali** (attrezzature, macchine d'ufficio e arredi aziendali) escluse le giacenze di magazzino beni, **come meglio dettagliati nell'elenco allegato A al contratto di affitto d'azienda** e successivamente riscontrati nell'inventario del 08.02.2021 (Cancelliere Andrea Cosimo Marsina) oggetto di stima del 24.02.2021 (inoltrata alla procedura con pec del 19.05.2021) redatta dal perito sig. Stefano Bettin e successiva rettifica nei valori per errori materiali depositata in data 05.02.2023;
- **rapporti contrattuali con alcuni fornitori** relativi all'azienda precisati nell'allegato B al documento chiamato dalle parti "inventario affitto di azienda – atto del 18 maggio 2020"
- **contratti di deposito in conto lavorazione:** deposito carta i c/lavorazione con il cliente [REDACTED] e con il cliente [REDACTED] precisati nell'allegato C al documento chiamato dalle parti "inventario affitto di azienda – atto del 18 maggio 2020"
- **contratto di locazione ad uso commerciale** stipulato in data 23.05.2005 (e sue modifiche ed integrazioni successive) con la società [REDACTED] precisato nell'allegato D al documento chiamato dalle parti "inventario affitto di azienda – atto del 18 maggio 2020";
- **n. 03 rapporti di lavoro dipendente** il cui rapporto di lavoro è stato "trasferito" con il contratto di affitto d'azienda in capo all'affittuaria precisato nell'allegato E al documento chiamato dalle parti "inventario affitto di azienda – atto del 18 maggio 2020".

Si precisa che l'attività aziendale viene attualmente svolta presso l'immobile sito in Padova, Via Austria n. 19/b, di proprietà di terzi utilizzato da "[REDACTED]" in forza di contratto di locazione già in essere con la società [REDACTED], registrato a Padova il 23.11.2006 al n. [REDACTED] e da ultimo modificato in data 12.05.2020, (modifica registrata a Padova al n. 2371 serie 3), che comprende anche alcuni contratti di sublocazione.

1.3 Assumptions e documenti utilizzati

La valutazione è stata effettuata sulla base della documentazione fornita direttamente dalla Curatrice Fallimentare. Essa non è stata oggetto di revisione contabile né da parte di terzi né da parte della



scrivente, non essendo stato possibile svolgere alcuna attività di verifica, avendo a riguardo, da un lato al contenimento dei costi, dall'altro ai tempi necessari per l'effettuazione della revisione stessa.

Per l'espletamento dell'incarico affidato alla scrivente, si è avuto modo di esaminare la seguente documentazione:

- bilanci della società "CENTRO STAMPA DELLE VENEZIE SOC. COOP." relativi agli anni dal 31.12.2016 al 31.12.2019;
- contratto affitto d'azienda sottoscritto con la società "██" il 18.05.2020 (**allegato 2**);
- inventario redatto in contraddittorio tra le parti che identifica il complesso dei beni materiali e dei rapporti giuridici che compongono l'azienda concessa in affitto (**allegato 3**);
- scrittura privata di precisazione ed integrativa del contratto di cui all'allegato sub 2) (**allegato 4**);
- fascicolo storico della società "CENTRO STAMPA DELLE VENEZIE SOC. COOP." (**allegato 5**);
- libro soci della società messo a disposizione dalla curatrice;
- inventario dei beni concessi in affitto allegato sub A) al contratto di affitto d'azienda del 18.05.2020;
- inventario dei beni appartenenti alla società fallita, redatto con riferimento alla data del fallimento dal cancelliere dott. Andrea Cosimo Marsina e periziati con stima di tutti i beni effettuata dal perito Stefano Bettin, esperto nominato dal Tribunale di Padova su richiesta della procedura fallimentare (**allegato 6**);
- precisazione dei valori di stima come da istanza della Curatrice nr. 30 del **06.02.2023** (**allegato 7**).

2 LA REALTÀ AZIENDALE OGGETTO DI STIMA

Prima di passare all'analisi dei criteri di valutazione, appare utile fornire nel prosieguo alcuni cenni in ordine agli aspetti aziendali e societari più significativi riguardanti la società oggetto d'indagine.

2.1 Cenni storici

La società CENTRO STAMPA DELLE VENEZIE SOC. COOP. dichiarata fallita in data 28.09.2020, con sentenza del Tribunale di Padova n. 111/2020, è stata costituita in data 04.08.1978, iscritta presso la CCIAA di Padova con atto depositato il 13.03.1978 come società cooperativa, avente ad oggetto l'esercizio dell'attività di stampa di quotidiani, periodici libri e altre pubblicazioni in genere.



La sede operativa è stata via via attivata in varie unità locali sempre nel comune di Padova quali: Via Andorra 18 loc. Camin (cessata nel 1989), Via Pellizzo 15 (cessata nel 1992), Viale della Navigazione interna 40 (cessata nel 2007) e, da ultimo, in Via Austria 19/B, attuale sede legale ed operativa (unità attivata a far data dal 2005).



Dalla lettura del libro soci fornito dalla curatrice, si evince come la compagine sociale della fallita "**CENTRO STAMPA DELLE VENEZIE SOC. COOPERATIVA**", con riferimento alla data di dichiarazione di fallimento, sia la seguente:

-  residente a  entrato a far parte della compagine sociale in data 02.02.1993, con una partecipazione al capitale pari ad euro 58,97 (quota fissa) ed euro 2.300,23 (quota gratuita) per un totale pari a euro 2.359,20 (aggiornamento a libro soci del 26.06.2000);
-  residente ad  entrato a far parte della compagine sociale in data 10.07.2000, con una partecipazione al capitale pari ad euro 51,64 (quota fissa);
-  residente a  entrata a far parte della compagine sociale in data 12.01.2018, con una partecipazione al capitale pari ad euro 51,64 (quota fissa);
-  residente  entrato a far parte della compagine sociale in data 12.01.2018, con una partecipazione al capitale pari ad euro 51,64 (quota fissa);
-  residente a   entrato a far parte della compagine sociale in data 12.01.2018, con una partecipazione al capitale pari ad euro 51,64 (quota fissa);
-  residente a  entrato a far parte della compagine sociale in data 12.01.2018, con una partecipazione al capitale pari ad euro 51,64 (quota fissa);
-  residente a  entrato a far parte della compagine sociale in data 27.04.2020, con una partecipazione al capitale pari ad euro 51,64 (quota fissa).

Una modifica rilevante nella compagine societaria, desumibile dal libro soci, è avvenuta nel **2012** dove si rileva l'uscita dalla compagine sociale dei signori: 

La successiva modifica della compagine sociale viene rilevata in data **02.10.2017** dove si registra l'uscita del socio  oltre a quella del **05.05.2020** con l'uscita del socio 

Per quanto concerne l'**organo gestorio**, si evidenzia come la società, a far data dal **02.07.2018** e sino alla data di intervenuta dichiarazione del fallimento, risultava gestita da un Consiglio di Amministrazione così composto:

-  Presidente;
-  Consigliere;
-  Consigliere

¹ Il sig. Boldrin Sergio è divenuto nuovamente socio a far data dal 12/01/2018.



In precedenza, la società risultava amministrata da un amministratore unico sig. [REDACTED] giusta nomina intervenuta con l'assemblea dei soci del **17.12.2012** (nomina sino alla data di approvazione del bilancio al 31.12.2014), successivamente rinnovato con delibera assembleare del **25.06.2015** (sino alla data di approvazione del bilancio al 31.12.2017). Lo stesso ha cessato le proprie funzioni a far data dal **02.07.2018**, con la nomina del nuovo consiglio di amministrazione sopra indicato.

Si precisa che, tutti gli amministratori avvicendatisi nel corso degli anni erano anche soci operanti in seno alla cooperativa.

Dalla verifica del fascicolo storico presente presso la Camera di Commercio di Padova, non sono emerse poi particolari operazioni societarie di acquisizioni/cessioni d'azienda.

L'unico evento degno di nota riguarda l'affitto d'azienda posto in essere con atto del **18.05.2020** a favore della società [REDACTED] contratto di affitto in essere alla data di dichiarazione di fallimento nel quale, la procedura fallimentare è poi subentrata con atto del 26.11.2020, previa autorizzazione del Giudice Delegato (subentro prorogato al 18.05.2023).

2.2 La società e il mercato in cui operava

Come poc'anzi precisato, la società "CENTRO STAMPA DELLE VENEZIE SOC. COOP." operava, sin dalla costituzione, nel settore della tipografia occupandosi precisamente della stampa di quotidiani, periodici, e altre pubblicazioni in genere, facendo della stampa cartacea il suo *core business* mediante l'utilizzo di macchine rotative.

Da informazioni acquisite presso la curatela fallimentare è emerso come la società fallita non sia riuscita ad intraprendere per tempo nuove strategie industriali di automazione e aggiornamento tecnologico, in particolare informatico, al fine di mantenere la propria piccola quota di mercato.

La clientela era prevalentemente dislocata sul territorio locale all'interno di tutte le provincie venete (prevalentemente nel padovano), oltre che in alcune regioni quali Lombardia, Friuli Venezia Giulia, Emilia Romagna, Lazio, e da ultimo, al di fuori del territorio nazionale, con alcuni clienti aventi sede in Svizzera ed Austria.

Posto che l'incarico affidato alla scrivente mira a stimare il valore economico della società con riferimento alla data di inizio del contratto di affitto d'azienda, **18 maggio 2020**, la sottoscritta ha ritenuto altresì necessario prendere visione dei dati contabili e i risultati economico-patrimoniali verificatisi nel periodo intercorso tra l'esercizio chiuso al 31.12.2016 e quello chiuso con riferimento al 31.12.2019².

Qui di seguito si riportano schematicamente i dati patrimoniali ed economici relativi agli esercizi oggetto di indagine, riclassificati, in funzione gestionale, per categorie omogenee:

² Non si è ritenuto opportuno procedere alla verifica dei dati di bilancio relativi all'esercizio chiuso al 31.12.2020 in quanto in data 18.05.2020 l'intera azienda è stata concessa in affitto e, inoltre, in data 28.09.2020 ne è stato dichiarato il fallimento.



Stato Patrimoniale Riclassificato CENTRO STAMPA DELLE VENEZIE SOC. COOP.								
Attivo	2016	%	2017	%	2018	%	2019	%
Gestione degli Investimenti								
Att. Immobilizzato Lordo	2.766.840	69,10%	2.734.623	70,71%	2.735.013	70,94%	2.735.927	73,54%
Immobilizzazioni Immateriali	370.916	9,26%	370.916	9,59%	371.066	9,62%	372.866	10,02%
Immobilizzazioni Materiali	2.394.924	59,81%	2.361.393	61,06%	2.361.633	61,25%	2.360.747	63,46%
Immobilizzazioni Finanziarie	1.000	0,02%	2.314	0,06%	2.314	0,06%	2.314	0,06%
Gestione Corrente								
Attività Correnti	1.229.000	30,69%	1.130.951	29,24%	1.119.845	29,04%	982.440	26,41%
Crediti verso clienti	1.023.494	25,56%	843.870	21,82%	807.478	20,94%	830.904	22,34%
Rimanenze	171.459	4,28%	261.047	6,75%	287.118	7,45%	125.450	3,37%
Crediti Diversi a Breve	17.417	0,43%	518	0,01%	598	0,02%	1.435	0,04%
Depositi Cauzionali	14.652	0,37%	24.652	0,64%	24.652	0,64%	24.652	0,66%
Totale Ratei e Risconti	1.977	0,05%	865	0,02%	-	0,00%	-	0,00%
Gestione Finanziaria								
Attività Finanziarie	8.505	0,21%	1.602	0,04%	774	0,02%	1.798	0,05%
Depositi bancari e postali	5.760	0,14%	82	0,00%	409	0,01%	253	0,01%
Assegni/titoli non imm.ni	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
Denaro in Cassa	2.745	0,07%	1.520	0,04%	365	0,01%	1.545	0,04%
TOTALE ATTIVO	4.004.345	100,00%	3.867.176	100,00%	3.855.632	100,00%	3.720.165	100,00%

Stato Patrimoniale Riclassificato CENTRO STAMPA DELLE VENEZIE SOC. COOP.								
Passivo	2016	%	2017	%	2018	%	2019	%
Gestione Corrente								
Passività Correnti	843.252	21,06%	724.820	18,74%	670.697	17,40%	759.535	20,42%
Debiti verso fornitori a breve	531.040	13,26%	407.746	10,54%	375.665	9,74%	425.719	11,44%
Acconti	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
Debiti verso dipendenti	112.764	2,82%	161.532	4,18%	144.098	3,74%	158.101	4,25%
+/- Debito/Credito verso Erario per Iva	- 489	-0,01%	677	-0,02%	13.123	-0,34%	18.221	-0,49%
Debiti Diversi	66.025	1,65%	57.940	1,50%	30.951	0,80%	45.787	1,23%
Fondo Trattamento fine rapporto lavoro subordi	133.813	3,34%	98.279	2,54%	115.662	3,00%	131.408	3,53%
Debiti verso soci	100	0,00%	-	0,00%	17.444	0,45%	16.742	0,45%
Fondi per rischi ed oneri	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
Totale Ratei e Risconti	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
Gestione Finanziaria								
Passività Finanziarie	261.649	6,53%	226.104	5,85%	203.177	5,27%	244.974	6,59%
Debiti finanziari v. banche a breve	261.649	6,53%	226.104	5,85%	203.177	5,27%	244.974	6,59%
Debiti finanziari v. banche a medio-l	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
Passività Tributarie								
Posizione tributaria netta	51.981	1,30%	74.828	1,93%	129.666	3,36%	183.300	4,93%
	51.981	1,30%	74.828	1,93%	129.666	3,36%	183.300	4,93%
Fondi Ammortamento Immobilizzazioni	2.702.388	67,49%	2.692.328	69,62%	2.702.482	70,09%	2.712.099	72,90%
	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
Mezzi Propri								
Patrimonio netto	145.075	3,62%	149.096	3,86%	149.611	3,88%	179.743	4,83%
Capitale	2.514	0,06%	2.462	0,06%	2.669	0,07%	2.669	0,07%
Riserve	49.674	1,24%	53.616	1,39%	57.448	1,49%	57.960	1,56%
Riserva sovrapprezzo azioni	490	0,01%	490	0,01%	511	0,01%	511	0,01%
Altre riserve, distintamente indicate	88.455	2,21%	88.455	2,29%	88.455	2,29%	88.455	2,38%
Utili (perdite) portati a nuovo	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
Utile (perdita) dell'esercizio	3.942	0,10%	4.072	0,11%	528	0,01%	329.338	-8,85%
Crediti v/soci	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
TOTALE PASSIVO	4.004.345	100,00%	3.867.176	100,00%	3.855.632	100,00%	3.720.165	100,00%



Conto Economico Riclassificato CENTRO STAMPA DELLE VENEZIE SOC. COOP.							
	2016	%	2017	%	2018	%	2019
Valore della produzione	1.587.650	100,00%	1.228.667	100,00%	956.475	100,00%	995.180
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	1.567.705	98,74%	1.197.335	97,45%	924.698	96,68%	963.359
Ricavi diversi	19.945	1,26%	31.332	2,55%	31.776	3,32%	31.821
Variazione Rimanenze Pdt in c.so lav. e finiti	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-
Costi operativi -	1.032.455	-65,03%	772.608	-62,88%	583.832	-61,04%	938.545
Var. rimanenze mat. Prime	- 26.541	-1,67%	89.588	7,29%	26.071	2,73%	161.668
Costi di Acquisto materie prim.semil.prod.fin	- 656.616	-41,36%	465.705	-37,90%	266.115	-27,82%	433.988
Lavorazioni esterne	- 62.636	-3,95%	66.622	-5,42%	44.222	-4,62%	48.036
Utenze	- 60.335	-3,80%	68.820	-5,60%	61.007	-6,38%	66.158
Costi di Produzione	- 14.227	-0,90%	25.078	-2,04%	21.609	-2,26%	18.555
Spese di amministrazione e legali	- 39.239	-2,47%	51.006	-4,15%	29.364	-3,07%	23.748
Godimento Beni di Terzi	- 82.196	-5,18%	85.644	-6,97%	99.529	-10,41%	108.240
Altri costi operativi	- 27.012	-1,70%	20.197	-1,64%	27.167	-2,84%	25.465
Trasporti e assicurazioni	- 61.431	-3,87%	75.732	-6,16%	60.175	-6,29%	51.249
Accantonamenti rischi vari	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-
Imposte indirette	- 593	-0,04%	911	-0,07%	356	-0,04%	698
Sopravv. E sanzioni	- 1.630	-0,10%	2.480	-0,20%	358	-0,04%	742
VALORE AGGIUNTO	555.195	34,97%	456.059	37,12%	372.643	38,96%	56.634
		0,00%		0,00%		0,00%	
Costo del Lavoro -	434.018	-27,34%	386.247	-31,44%	313.386	-32,76%	348.970
Salari e stipendi	- 319.768	-20,14%	281.373	-22,90%	225.644	-23,59%	249.452
Oneri sociali	- 88.914	-5,60%	83.336	-6,78%	68.828	-7,20%	76.602
Trattamento di fine rapporto	- 23.804	-1,50%	21.538	-1,75%	18.814	-1,97%	18.719
Altri costi del personale	- 1.532	-0,10%	-	0,00%	100	-0,01%	4.197
MARGINE OPERATIVO LORDO	121.177	7,63%	69.812	5,68%	59.257	6,20%	292.335
		0,00%		0,00%		0,00%	
Ammortamenti -	86.091	-5,42%	35.386	-2,88%	10.154	-1,06%	10.395
		0,00%		0,00%		0,00%	
REDDITO OPERATIVO	35.087	2,21%	34.426	2,80%	49.103	5,13%	302.730
		0,00%		0,00%		0,00%	
Gestione finanziaria netta -	30.554	-1,92%	27.454	-2,23%	27.417	-2,87%	24.281
Interessi su mutuo	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-
Interessi sul breve	- 30.675	-1,93%	27.454	-2,23%	27.393	-2,86%	24.281
Interessi passivi vs. Erario	- 25	0,00%	-	0,00%	24	0,00%	-
Proventi Finanziari	146	0,01%	-	0,00%	-	0,00%	-
Componenti Straordinarie	2.016	0,13%	950	0,08%	21.614	-2,26%	95
		0,00%		0,00%		0,00%	
REDDITO LORDO	6.548	0,41%	7.922	0,64%	72	0,01%	327.106
		0,00%		0,00%		0,00%	
Imposte d'esercizio -	2.606	-0,16%	3.850	-0,31%	456	0,05%	2.232
Imposte	- 2.606	-0,16%	3.850	-0,31%	1.272	-0,13%	2.232
Imposte Differite	-	0,00%	-	0,00%	672	-0,07%	-
Imposte Anticipate	-	0,00%	-	0,00%	2.400	0,25%	-
UTILE/PERDITA DI ESERCIZIO	3.942	0,25%	4.072	0,33%	528	0,06%	329.338

3 LA VALUTAZIONE DELL'AZIENDA

3.1 Criteri generali adottati per lo svolgimento dell'incarico

Preso atto dei dati riepilogati nei prospetti di cui sopra e che la valutazione richiesta non deve altresì prendere in considerazione i valori patrimoniali di debiti e crediti, prima di esporre il metodo di valutazione che si intende adottare, definendo così i criteri seguiti per la valorizzazione dell'azienda "CENTRO STAMPA DELLE VENEZIE SOCIETA' COOPERATIVA", si ritiene utile fare una premessa generale e sintetica sulle principali metodologie utilizzabili per la determinazione del valore del capitale economico di un'azienda.

Invero, diversi sono i fattori che concorrono ad influenzare la scelta del metodo per la determinazione del valore di un'azienda come complesso economico di funzionamento.

Tra i fattori più rilevanti possono essere considerati: il tipo di operazione economica per la quale la valutazione è richiesta (es. cessione quota o azienda, ecc.), il settore economico in cui l'azienda opera e l'attività specifica da essa svolta, lo status dell'azienda (azienda in normali condizioni di



funzionamento o in fase di liquidazione) ed infine, l'identità del soggetto nel cui interesse la valutazione viene eseguita.

I principali metodi di valutazione proposti dalla dottrina aziendalistica, ciascuno con peculiari pregi e difetti, si riassumono nei seguenti:

- il metodo patrimoniale;
- il metodo reddituale;
- il metodo misto patrimoniale – reddituale;
- il metodo finanziario;
- il metodo dei multipli o comparativo (cosiddetti metodi empirici).

Tali metodi vengono qui di seguito succintamente esaminati al fine di individuarne la compatibilità con il caso in esame.

Il metodo patrimoniale

Seguendo il metodo patrimoniale, il valore dell'azienda viene espresso come funzione del suo patrimonio netto e in particolare, detraendo il valore delle passività integrate e rettifiche da quello delle attività, a loro volta integrate e rettifiche. La differenza tra attivo e passivo rettificato determina quindi il patrimonio netto rettificato.

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

$$W = \text{attivo rettificato} - \text{passivo rettificato}$$

$$W = K = \text{patrimonio netto rettificato}$$

Dove:

W = capitale economico

K = valore del patrimonio netto rettificato

In altre parole, si assume che l'azienda presenti un reddito atteso pari al prodotto tra il saggio di attualizzazione o di congrua remunerazione ed il valore corrente del patrimonio netto rettificato ovvero:

$$R = i K$$

Dove:

R = reddito medio normale atteso

i = tasso di attualizzazione

K = patrimonio netto rettificato

b) metodo patrimoniale complesso: è un'integrazione del metodo patrimoniale semplice in quanto consente di attribuire un valore separato anche a taluni beni intangibili. Esso assume particolare significato in presenza di 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 dell'azienda.

Considerando quindi anche il valore dei beni intangibili non contabilizzati si ha:

$$W = K + V. \text{imm.}$$

Dove:

W = valore del capitale economico

K = capitale netto rettificato

V. imm = valore degli intangibili non contabilizzati

A prescindere delle diverse tipologie e "varianti" del metodo di valutazione in esame (ovvero a seconda che siano o meno incorporati i valori dei beni immateriali), nella pratica, si procede nel seguente modo:

- 1) si parte della situazione patrimoniale contabile dell'azienda, da cui discende proprio il patrimonio netto contabile;
- 2) si inseriscono i valori relativi ai cosiddetti "elementi immateriali", se non registrati;
- 3) si riesaminano tutti i valori dell'attivo e del passivo, espressi in termini contabili, al fine di assegnare loro un valore corrente.

Si tratta di un metodo quindi di facile applicabilità ma che difficilmente è in grado di rappresentare il dinamico evolversi dell'azienda. Tale metodologia, che possiamo definire "storica", oggi rappresenta una semplice componente del processo valutativo, giacché non tiene conto di taluni fattori essenziali che determinano il valore dell'azienda. Peraltro, l'informazione patrimoniale resta comunque la fonte primaria di informazioni indispensabile per ogni valutazione d'azienda.

Il metodo patrimoniale, nelle sue varianti semplice o complesso, è solitamente il metodo di riferimento delle aziende in crisi che optano per la soluzione liquidatoria. L'identificazione del capitale netto rettificato fornisce comunque una misura delle potenzialità patrimoniali dell'organizzazione.

Il metodo reddituale

Se il complesso aziendale viene valutato secondo il metodo reddituale, l'elemento rilevante risiede unicamente nella capacità prospettica dell'azienda di produrre reddito. È invero, partendo dal reddito, opportunamente capitalizzato, che si giunge alla formazione del valore complessivo. Tale applicazione trova ragione d'essere nella convinzione che un'azienda vale se e in quanto produce reddito: il valore dell'azienda si identifica con la sommatoria dei flussi economici ottenibili a cui si aggiunge, se l'orizzonte temporale sia limitato, il valore finale. Ai fini di una maggiore significatività della stima, è opportuno tenere conto dei risultati economici attraverso il ricorso a verifiche reddituali, effettuabili individuando non solo le attività e passività ma anche prodotti, tecnologie, mercati e clientela. Questo metodo è indicato per le aziende operanti a "regime", senza particolari problemi finanziari, cioè aziende che



sfruttano adeguatamente la loro capacità produttiva. Eventuali beni estranei al processo produttivo devono poi essere separatamente valutati secondo appropriati metodi di valutazione.

D'altro canto, se è vero che un'azienda vale in quanto capace di produrre reddito, è altrettanto vero che sotto il profilo operativo, è necessario evidenziare che il concreto sviluppo di detto metodo valutativo è strettamente subordinato all'effettiva disponibilità di informazioni previsionali dei futuri flussi reddituali che siano dotati di un sufficiente grado di oggettività e di dimostrabilità.

Al riguardo, è necessaria la valutazione di tre elementi:

- il reddito medio prospettico che riflette le condizioni di redditività attesa dell'azienda e per la cui determinazione è necessario stimare i risultati medi e le condizioni di operatività economica futura;
- il tasso di attualizzazione che è costituito dal compenso per il semplice trascorrere del tempo e dal compenso per il rischio;
- l'orizzonte temporale di riferimento ovvero quel periodo in cui è presumibile che l'azienda sia in grado di produrre quei redditi.

Il metodo in esame è rappresentato, in particolare, dalle seguenti formule:

$$W = R/i$$

Dove: R = valore del reddito medio normalizzato

i = tasso di attualizzazione

(se si suppone che l'azienda abbia durata indefinita)

Ovvero:

$$W = \sum R a_{n-i} + Z$$

(se si suppone che l'azienda abbia durata definita)

Dove:

R a_{n-i} = valore attuale del reddito medio normalizzato prospettico per n anni;

Z = valore finale di realizzo dell'azienda al tempo n.

Il pregio del metodo reddituale consiste nel significativo rilievo attribuito al reddito quale componente primaria dell'attività aziendale. D'altro canto, tale criterio presenta forti contenuti di soggettività in quanto i tre elementi rilevanti anzidetti richiedono previsioni talvolta anche su orizzonti temporali piuttosto ampi. Peraltro, il valore reddituale può servire per confermare la validità del criterio che il perito intende adottare ovvero la correttezza delle valutazioni effettuate.

Si evidenzia, infine, come nelle situazioni di disequilibrio economico le valutazioni reddituali sono rese più complesse dal fatto che il reddito è in genere negativo e che potrebbero determinarsi situazioni in



cui il valore stesso dell'azienda sia negativo per la previsione di costi di ristrutturazione superiori al risultato ottenibile in caso di liquidazione. L'utilizzo del metodo reddituale deve, in ogni caso, tenere conto dei costi di ristrutturazione da sostenere.

Metodi che esplicitano la creazione di valore - Il metodo misto patrimoniale – reddituale

Nel tentativo di mediare le caratteristiche dei criteri patrimoniali e reddituali, spesso si giunge all'utilizzo di metodi misti, i quali tengono nella dovuta considerazione:

- sia le prospettive di reddito dell'azienda, in termini di "valore creato o distrutto", inteso come avviamento positivo *-goodwill-* o negativo *-badwill-*, pari al valore attuale del flusso di sovraredditi (o sotto-redditi) che l'impresa oggetto di valutazione è in grado di ritrarre dall'impiego delle attività gestite;
- sia la sua effettiva consistenza data dal valore patrimoniale delle attività dell'azienda, risultato della stima patrimoniale.

In tal modo, il risultato della valutazione potrà riflettere gli elementi di obiettività e verificabilità propri dell'analisi patrimoniale, senza trascurare le attese reddituali.

Invero, il metodo misto patrimoniale – reddituale accoglie i principi e criteri di valutazione propri del metodo patrimoniale e di quello reddituale e perviene alla determinazione del valore dell'azienda aggiungendo o sottraendo al valore del patrimonio netto rettificato (K), il valore dell'avviamento positivo o negativo determinato con procedimento autonomo (*goodwill* o *badwill*).

L'elemento cardine di tale metodo di valutazione risiede nel concetto di *goodwill* che rappresenta l'eventuale capacità dell'impresa di generare redditi eccedenti³ l'equa remunerazione del patrimonio netto stimato in precedenza.

Secondo il metodo della capitalizzazione limitata del profitto medio (o sovrareddito medio), che tra i metodi misti pare essere quello di maggiore diffusione, il valore del *goodwill* viene proiettato per un numero determinato di anni, in base alla seguente formula:

$$W = K + (R - Ki) a_{n-i'}$$

mentre con il metodo della capitalizzazione illimitata

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

Dove: R = valore del reddito medio normale atteso

i' = tasso di attualizzazione del sovrareddito

K = patrimonio netto rettificato

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

³ Ovvero redditi inferiori, e allora si adatterà il termine *badwill*.



i = tasso d'interesse normale rispetto al tipo di investimento considerato e K_i è il reddito normale prodotto da un'azienda operante in quel settore, che abbia investito un capitale pari a K .

L'adozione dell'una o dell'altra formula trova valide ragioni di sostegno: chi sostiene l'importanza di una durata limitata del sovrareddito ipotizza che le condizioni generatrici di tale flusso non possano durare all'infinito e siano destinate a modificarsi in relazione ad una serie complessa di fattori, sia interni che esterni all'azienda; d'altro canto, chi proietta il sovrareddito per un tempo illimitato sostiene che, oltre una certa durata, la differenza tra le due formule non sia significativa.

Il metodo finanziario

Negli ultimi anni, anche in conseguenza all'apertura verso i mercati esteri, si è assistito ad un progressivo spostamento dai metodi patrimoniali a quelli reddituali e finanziari. Ciò in quanto si è più inclini a valutare l'azienda non più esclusivamente sulla base del patrimonio netto contabile, bensì in relazione alla sua capacità prospettica di generare flussi di cassa. In tale contesto, si sono sviluppate metodologie di valutazione che traggono origine nei mercati finanziari ispirandosi al concetto secondo il quale il valore di un'azienda è pari al valore attuale di tutti i flussi di cassa che essa genererà in futuro: appunto il metodo finanziario dato dalla attualizzazione di tali flussi di cassa (*Discounted Cash Flow* o *DFC*).

I metodi empirici – dei multipli o comparativi

Accanto ai metodi "classici" di valutazione dell'azienda, dagli inizi degli anni '90 hanno fatto il loro ingresso alcuni metodi innovativi, che esprimono il valore dell'azienda sulla base di performance economiche – finanziarie, oltre che sul valore creato o distrutto dall'azienda nel corso degli esercizi.

La ragione del ricorso a tali metodi poggia su processi comparativi dell'azienda con i valori riconosciuti dal mercato come realtà affini. Le valutazioni comparative, infatti, comportano l'applicazione a grandezze aziendali rilevanti di "moltiplicatori" (o "multipli") ricavati dalle capitalizzazioni di Borsa di società quotate *confrontabili*, o dalle negoziazioni comunque avvenute con riferimento a quote di capitale di società *confrontabili*. Rappresentano stime di tipo *analogico* finalizzate all'individuazione di un probabile valore di mercato dell'azienda, o del ramo aziendale, muovendo da prezzi registrati sul mercato per titoli di aziende simili o per pacchetti azionari di società non quotate.

Lo stimatore, tuttavia, deve essere consapevole che non esistono aziende "sosia" all'azienda da valutare e facilmente rischia di giungere alla determinazione di risultati fuorvianti, estendendo all'azienda oggetto di valutazione profili di redditività, di crescita e di rischio che la stessa non ha.

Tra i metodi innovativi, si possono elencare:

- il metodo del market value added (MVA);
- il metodo del break – up;
- il metodo dell'economic value added (EVA).



3.2 La scelta del metodo di valutazione nel caso di specie

Così sintetizzando le principali metodologie utilizzabili per la determinazione del valore economico di un'azienda, si è voluto evidenziare le premesse che stanno alla base della scelta fatta dal perito.

Invero, momento rilevante nelle operazioni peritali consiste nella scelta del criterio unico o dei criteri di valutazione che l'esperto è tenuto ad applicare ai fini della stima dell'azienda. La prassi operativa non impone l'utilizzo di un singolo criterio di valutazione e neppure l'obbligo di utilizzare tutti i criteri possibili e fare una media dei valori. Non esiste cioè una metodologia da ritenere aprioristicamente superiore dal punto di vista teorico.

La dottrina aziendalistica ha in alcuni casi tentato di trovare una possibile correlazione tra tipologia di operazione e metodologia valutativa da adottare, basandosi, per un lato, sull'esperienza maturata e dall'altro sui convincimenti teorici dei diversi autori.

In tutti i casi, la conclusione è stata però il riconoscimento dell'impossibilità di una classificazione esaustiva ed universalmente valida ed il conseguente riconoscimento che l'esperto incaricato deve valutare di volta in volta le peculiarità del caso concreto, operando la scelta che la propria esperienza professionale e discrezionalità tecnica ritiene più idonea nella particolare circostanza in cui si trova ad operare la stima dell'azienda allo stesso richiesta.

Dopo aver analizzato le caratteristiche generali dell'azienda in esame e la qualità dei dati a disposizione, è ora possibile illustrare il criterio di metodologia di valutazione adottato.

Nel caso di specie si è optato per l'applicazione del metodo patrimoniale complesso in quanto consente di dare una valutazione patrimoniale attribuendo un valore separato anche a taluni beni intangibili.

Peraltro, l'informazione patrimoniale resta comunque la fonte primaria di informazioni indispensabile per la valutazione dell'azienda.

Il metodo patrimoniale, nelle sue varianti semplice o complesso, è solitamente il metodo di riferimento delle aziende in crisi che optano per la soluzione liquidatoria. L'identificazione del capitale netto rettificato fornisce comunque una misura delle potenzialità patrimoniali dell'organizzazione.

Ciò premesso, la sottoscritta intende adottare nella scelta del metodo di valutazione, **il metodo patrimoniale (complesso)**.

4. LA VALUTAZIONE DEGLI ASSETS CHE FORMANO IL COMPENDIO

Come anticipato, la sottoscritta intende adottare, nella scelta del metodo di valutazione, il metodo patrimoniale complesso e, pertanto, si riepilogano qui di seguito le poste dell'attivo patrimoniale rilevanti ai fini della stima e nei limiti definiti del perimetro di valutazione, con l'indicazione del valore attribuito.

4.1 Immobilizzazioni Materiali

Le immobilizzazioni materiali rappresentano il complesso delle attrezzature, automezzi, macchine elettroniche d'ufficio ed arredi per l'ufficio utilizzabili per lo svolgimento dell'attività aziendale.



Ai fini della determinazione del presunto valore di realizzo, i beni di cui sopra, già in sede di redazione del contratto di affitto d'azienda, sono stati elencati in un allegato al contratto di cui costituisce parte integrante – allegato A al contratto di affitto di azienda.

La Curatela fallimentare ha ritenuto utile e necessario ottenere una stima dei beni aziendali affidando l'incarico al P.A. Stefano Bettin.

In esito alla stima di tutti i beni aziendali, il C.T.U. nominato dalla procedura, ha stimato i beni indicati nell'inventario come riportato nell'elaborato qui **allegato sub 6)**, le cui risultanze sono state in parte prese in considerazione ai fini della valutazione dell'azienda da parte della scrivente consulente.

Il C.T.U. P.A. Stefano Bettin ha valorizzato tutti i beni aziendali rinvenuti in euro 51.5813,00 in ipotesi di stima in liquidazione, mentre in ipotesi di stima sul posto in euro 112.565,40.

Peraltro, alcuni dei beni rinvenuti non appartengono ai complessi di beni concessi in affitto e pertanto, la scrivente ha ritenuto opportuno estrapolare dai valori di cui sopra, i beni appartenenti alla società fallita ma non inclusi nel perimetro di rendicontazione perché non inseriti tra i beni concessi in affitto.

Inoltre, nel corso dell'esame della documentazione è emerso un errore materiale nell'identificazione del valore di alcuni beni e la procedura fallimentare, con l'istanza nr. nr. 30 del **06.02.2023 (allegato 7)** ha consegnato alla scrivente il valore definitivo dei beni mobili concessi in locazione ovvero:

- euro 55.964,50 in ipotesi di stima in liquidazione;
- euro 118.826,60 in ipotesi di stima sul posto.

La scrivente ritiene prudenzialmente corretto recepire la valutazione formulata dal perito, poiché trattasi di stima effettuata in sede fallimentare che di per sé tiene già in considerazione una congrua svalutazione del valore del bene in quanto stimato con criteri liquidatori.

In particolare, si precisa che nella presente valutazione sono stati considerati i valori attribuiti in sede di stima nell'ipotesi di continuità aziendale (stima sul posto).

Il C.T.U. PA Stefano Bettin ha quindi così valorizzato i beni mobili di proprietà della società fallita:

CATEGORIE BENI INVENTARIATI	VALORE STIMA AZIENDA	
	STIMA IN LIQUID.	STIMA SUL POSTO
1_ Stima arredi e macchine ufficio	1.812,50	2.726,00
2_ Stima impianti ed attrezzature	51.772,00	104.278,60
3_ Stima magazzino	740,00	888,00
4_ Stima beni da considerare nell'immobile	1.640,00	10.934,00
5_ Stima beni oggetto di rivendica	-	-
6_ Stima automezzo		
TOTALI	55.964,50	118.826,60

Pertanto, per quanto attiene quindi al valore da assumere ai fini della stima dell'azienda diventa rilevante il valore attribuito ai beni materiali pari a **euro 118.826,60**.

4.2 Immobilizzazioni Immateriali

L'adozione del metodo patrimoniale complesso prevede anche, come precedentemente anticipato, la valorizzazione di elementi patrimoniali non tangibili (*intangible assets*) che sono da considerare per



una corretta valutazione. I componenti immateriali compresi nel perimetro aziendale oggetto di stima sono tra loro diversi. Trattasi di Know-how (intendendo tutte le componenti del sapere dell'azienda e quindi anche la disponibilità e la conoscenza di processi particolari nella realizzazione degli impianti o comunque la posizione di avanguardia tecnologia), licenze, autorizzazioni, localizzazione, portafoglio clienti, capacità e formazione del capitale umano.


I cosiddetti *intangible assets* assumono dunque una valenza strategica e l'opportunità di procedere alla loro valutazione è dettata dalla crescente rilevanza che essi assumono nell'azienda.

Invero, un bene immateriale vale solo in quanto identificabile e misurabile, utile e trasferibile (nel senso che il bene possa essere ceduto estraendolo dall'azienda in cui si è formato); in caso contrario non rileva ai fini della valutazione patrimoniale. La trasferibilità dei beni immateriali è un elemento fondamentale al fine di evitare rischi di sovrapposizione e di duplicazione nella valorizzazione degli stessi beni immateriali.

Nel caso di specie, nel contratto di affitto d'azienda vengono altresì menzionati come componenti costituenti l'azienda concessa in affitto, i seguenti rapporti giuridici:

contratti di deposito in conto lavorazione:

deposito carta i c/lavorazione con il cliente 

deposito carta i c/lavorazione con il cliente 

entrambi precisati nell'allegato C al documento chiamato dalle parti "inventario affitto di azienda – atto del 18 maggio 2020.

n. 03 rapporti di lavoro dipendente il cui rapporto di lavoro è stato "trasferito" con il contratto di affitto d'azienda in capo all'affittuaria precisato nell'allegato E al documento chiamato dalle parti "inventario affitto di azienda – atto del 18 maggio 2020".

A tal proposito, la scrivente ritiene opportuno valorizzare tali rapporti giuridici pari a ZERO, poiché il potenziale fatturato conseguibile non può essere quantificato, non essendovi elementi concreti e tali da consentire una loro valorizzazione.

In conclusione, il valore attribuibile alle immobilizzazioni immateriali risulta pari a zero.

4.3 Conclusioni: il metodo patrimoniale complesso

In sintesi, come anticipato nella premessa teorica, l'apprezzamento della composizione qualitativa e quantitativa del patrimonio aziendale costituisce l'informazione di base per procedere alla valutazione dell'azienda. Il valore economico attribuito all'azienda dipende, in generale, dalla sua capacità di produrre "frutti economici" per gli investitori e alla produzione del flusso di risultati economici – finanziari concorrono tutte le condizioni produttive di azienda personali e patrimoniali, sia tangibili che intangibili.



Il patrimonio intangibile partecipa alla formazione dei risultati economici futuri insieme alle altre componenti patrimoniali materiali secondo la formula:

$$W = K + V. \text{imm.}^4$$

Dove:

W = capitale economico

K = Patrimonio netto rettificato = Attivo rettificato – Passivo rettificato= € 118.826,60 - zero

e **V. Imm.** (valore beni immateriali) = zero

quindi:

$$W = € 118.826,60 - \text{zero} + \text{zero} = € 118.826,60$$

Arrotondato per difetto e prudenzialmente a € 118.000,00.

5. Conclusioni

A conclusione dell'incarico ricevuto, dopo aver svolto le opportune analisi e le considerazioni sopra esposte e qui integralmente richiamate, la stima dell'azienda nel caso di specie viene individuata in un **valore non inferiore ad euro 118.000,00.**

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

Con osservanza

Abano Terme, 4 aprile 2023

Il Consulente Tecnico
dott.ssa Serena Libener



⁴ W = capitale economico, K = valore del patrimonio netto rettificato, V. Imm. = valore beni intangibili



Elenco allegati:

- 1) Conferimento incarico del 12.10.2021;
- 2) Contratto di affitto dell'azienda del 18.05.2020;
- 3) inventario redatto in contraddittorio tra le parti che identifica il complesso dei beni materiali e dei rapporti giuridici che compongono l'azienda concessa in affitto;
- 4) scrittura privata di precisazione ed integrativa del contratto di cui all'allegato sub 2);
- 5) fascicolo storico della società "CENTRO STAMPA DELLE VENEZIE SOC. COOP.;
- 6) Inventario beni redatto dal P.A- Stefano Bettin e dal cancelliere dott. Andrea Cosimo Marsina;
- 7) precisazione dei valori di stima come da istanza della Curatrice nr. 30 del 06.02.2023.

