

CONSULENZA TECNICA

RELAZIONE DI STIMA DEL RAMO D'AZIENDA DELLA [REDACTED] IN FALLIMENTO

RELAZIONE DEL CONSULENTE TECNICO
Dott. Alberto Lanzavecchia



INDICE

1. PREMESSA	3
1.1 Finalità dell'incarico	3
1.2 Oggetto della valutazione	3
1.3 Assumptions e documenti utilizzati.....	5
2. PERIMETRO AZIENDALE OGGETTO DI STIMA.....	6
2.1 Cenni storici	6
3. LA VALUTAZIONE DEL RAMO D'AZIENDA	7
3.1 Criteri generali adottati per lo svolgimento dell'incarico.....	7
3.2 La scelta del metodo di valutazione nel caso di specie.....	8
4. LA VALUTAZIONE DELLE ATTIVITÀ CHE FORMANO IL COMPENDIO .	10
4.1 Immobilizzazioni Materiali.....	11
4.2 La determinazione del valore dell'avviamento.....	11
4.3 Il metodo misto: conclusione	13
5. Conclusioni.....	14

1. PREMESSA

1.1 Finalità dell'incarico

Il sottoscritto dott. Alberto Lanzavecchia, revisore legale iscritto al n. 156933, ricercatore presso l'Università degli Studi di Padova – Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali, professore aggregato per l'insegnamento in "Finanza Aziendale e Finanza strategica" presso il medesimo ateneo, è stato incaricato da Nicolò Sgueglia della Marra, Curatore del fallimento della società [REDACTED] con sede legale in Casalserugo (PD), Via Leonardo da Vinci n. 9, codice fiscale e numero iscrizione al Registro Imprese di Padova [REDACTED] [REDACTED] dichiarato con sentenza del 27.11.2015 (in seguito, il "Fallimento"), giusta autorizzazione del Giudice Delegato del 25.09.2018 (**allegato 1**), di effettuare la stima del valore del ramo d'azienda di proprietà della società fallita, attualmente concesso in affitto alla società [REDACTED]

La valutazione è diretta ad accertare il valore del ramo d'azienda di proprietà della società fallita al fine della cessione del ramo stesso. La presente relazione non può quindi essere utilizzata per scopi diversi da quanto sopra.

Si precisa altresì che la presente valutazione si riferisce al valore del compendio aziendale della [REDACTED] alla data 31.12.2017.

1.2 Oggetto della valutazione

Il ramo d'azienda oggetto di valutazione è attualmente attivo e condotto in affitto; trattandosi della valutazione di una attività in funzionamento, non può farsi ricorso all'applicazione di criteri di valutazione di realtà imprenditoriali in liquidazione.

Il ramo d'azienda posseduto dalla fallit [REDACTED] oggetto della presente valutazione, è costituito dal complesso dei beni aziendali organizzati per l'esercizio delle attività così dettagliate:

- realizzazione e manutenzione di impianti sportivi, edifici civili e industriali, lavori in terra, verde e arredo urbano, pavimenti e sovrastrutture speciali e finiture di opere generali in materiali lignei metallici e vetrosi;
- costruzione di impianti di irrigazione, di fognature, di impianti di illuminazione pubblica e sportiva;
- lavori stradali;
- costruzione e manutenzione di opere in verde e di arredo urbano;
- fabbricazione di strutture metalliche e parti assemblate di strutture;
- realizzazione di coperture;
- costruzione di edifici di qualsiasi tipo, siano essi urbani, rustici, industriali, commerciali, direzionali e sportivi;
- opere di impianti di bonifica e protezione ambientale;
- opere di ingegneria naturalistica, di impianti di smaltimento e di recupero rifiuti.

Il perimetro di valutazione del ramo aziendale comprende altresì i seguenti beni materiali e contratti in essere presso la [REDACTED] società conduttrice dello stesso:

- beni strumentali mobili (attrezzature, automezzi, macchine d'ufficio, arredi aziendali), come meglio dettagliati nella perizia di stima dell'arch. Mario Benetello del 26.04.2016 (**allegato 2**), salvo il bene TERNA JCB 3CX targata PDAK546 non più presente in azienda;
- n. 14 rapporti di lavoro dipendente;
- contratti di appalto pubblici e privati;
- marchio aziendale;
- contratto di locazione commerciale relativo a parte del capannone e dello scoperto sito in Casalserugo (PD), Via Leonardo da Vinci n. 9, di proprietà della società fallit [REDACTED] **allegato 3)**¹. In sede di stipula del

¹ Con il predetto contratto è stata concessa in locazione solo una porzione dell'immobile, costituita da un vano "archivio", un ufficio, una parte di magazzino e parte dello scoperto. La restante parte del capannone è utilizzata dalla

contratto di affitto del ramo d'azienda il contratto di locazione è stato ceduto al conduttore. Al momento della retrocessione dell'azienda all'affittante, il contratto di locazione verrà ritrasferito a quest'ultima. Verrà anche trasferito all'affittante, al momento della retrocessione, il contratto di locazione commerciale, registrato in data 20.05.2015 al n. 002771 serie 3T (co. ident. T5U15T002771000XF), con prima scadenza il 30 aprile 2021, con cui la società [REDACTED] a assunto in locazione la residua parte del capannone e dello scoperto sito in Casalserugo (PD), via L. Da Vinci n.9, dalla società proprietaria, la fallita [REDACTED]

Il perimetro di valutazione del ramo d'azienda **non comprende** i terreni posseduti dalla società fallita in Casalserugo, nonché ogni altro bene, materiale e/o immateriale non espressamente indicato, né crediti e debiti, e quindi la situazione finanziaria.

1.3 Assunzioni e documenti utilizzati

La valutazione è stata effettuata sulla base della documentazione fornita direttamente dal Curatore del Fallimento, infra dettagliata. Essa non è stata oggetto di revisione contabile, né da parte di terzi né da parte dello scrivente.

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

- contratto del 18 dicembre 2013 (Notaio Francesco Saverio Diliberto REP. 20598 RACC. 10529) e successive modifiche con atto del 19 maggio 2015 (Notaio Francesco Saverio Diliberto REP. 22265 RACC. 11589), con atto del 25 gennaio 2016 n. 29381 di REP. del Notaio Riccardo Speranza di Padova; con atto del 28 dicembre 2016 n. 31092 di REP. del Notaio Riccardo Speranza di Padova; con atto del 27 febbraio 2017 n. 31356 di REP. del Notaio Riccardo Speranza di Padova; con atto del 29 giugno 2017 n. 31946 di REP. del Notaio

societ [REDACTED] in forza di contratto di locazione registrato a Padova nello stesso mese di maggio 2015.

Riccardo Speranza di Padova; con atto del 27 dicembre 2017 n. 32896 di REP. del Notaio

Riccardo Speranza di Padova (**allegato 4**);

- documentazione contabile della societ [REDACTED] relativa agli esercizi dal 1.1.2015 al 31.12.2017 (**allegato 5**);

- perizia di stima avente ad oggetto la stima del compendio mobiliare, redatta dall'arch. Mario Benetello in data 26 aprile 2016 (**allegato 2**).

2. PERIMETRO AZIENDALE OGGETTO DI STIMA

In via preliminare alla valutazione in esame, 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 [REDACTED] è stata costituita in data 31.07.1985 come società in nome collettivo, con denominazione [REDACTED] dai signori

[REDACTED] Le partecipazioni sociali erano rispettivamente del 60% e del 40%. La società svolgeva attività di realizzazione e manutenzione di impianti sportivi, edifici civili e industriali, lavori in terra, verde e arredo urbano, pavimenti e sovrastrutture speciali e finiture di opere generali in materiali lignei metallici e vetrosi.

In data 29.10.1998 la società è stata trasformata in società in accomandita semplice. La denominazione della società è stata variata in [REDACTED]

[REDACTED] è divenuta quindi socio accomandante insieme ai figli, [REDACTED]

[REDACTED] che sono entrati a far parte della società.

Le quote erano così distribuite:

- [REDACTED] £ 19.250.000 (€ 9.941,80) (55%)
- [REDACTED] £ 12.250.000 (€ 903,80) (5%)
- [REDACTED] £ 1.750.000 (€ 6.326,60) (35%)
- [REDACTED] £ 1.750.000 (€ 903,80) (5%)

L'attività era svolta presso il capannone di proprietà sito in Casalserugo (PD), via Leonardo da Vinci n. 9.

In data 16.01.2008 è stata attuata la scissione parziale della società, con la costituzione della [REDACTED] con sede in Casalserugo, Via Leonardo Da Vinci n.9, a cui è stato trasferito l'immobile ove era svolta l'attività. In tal modo è stata attuata prevalentemente la scissione del patrimonio immobiliare rispetto all'operatività aziendale.

Negli anni si sono succedute molteplici modifiche nella compagine sociale, nonché la variazione della forma giuridica in società a responsabilità limitata che ha condotto all'attuale denominazione in [REDACTED]

In data 16.01.2013 è stata costituita una *newc* [REDACTED] a cui è stata poco dopo concessa in affitto l'intera azienda della società [REDACTED] con esclusione di qualche bene strumentale (poi comunque ceduto alla conduttrice) e di un terreno. Pertanto l'attività operativa della [REDACTED] nonostante il fallimento, è proseguita senza soluzione di continuità in capo alla conduttrice.

3. LA VALUTAZIONE DEL RAMO D'AZIENDA

3.1 Criteri generali adottati per lo svolgimento dell'incarico

Preso atto dei dati riepilogati nei prospetti di cui sopra, considerato che il perimetro di stima non comprende alcuna proprietà immobiliare (terreni) della società fallita, 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 del complesso aziendale della [REDACTED] si ritiene utile fare una premessa generale e sintetica sulle principali metodologie utilizzabili per la determinazione del valore del capitale economico di un'azienda.

² Il contratto di affitto originario ha subito numerose successive modifiche ante e post fallimento, come da **allegato 4**.

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 (intensità di capitale, prospettive di crescita e rischio), 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 (acquirente industriale, finanziario e terzi portatori di interessi).

I principali metodi di valutazione proposti dalla dottrina aziendalistica, ciascuno con peculiari pregi e difetti, ancorché ampiamente utilizzati dalla prassi operativa senza particolari remore, si riassumono nei seguenti:

- il metodo patrimoniale;
- il metodo reddituale;
- il metodo misto patrimoniale - reddituale;
- il metodo finanziario (valore attuale dei flussi di cassa futuri);
- il metodo dei multipli o comparativo (metodo empirico).

Non è il caso in questa sede riproporre l'ennesima disamina teorica dei suddetti metodi, rinviando il Lettore ad un qualsiasi testo edito da primaria casa editrice, come definita dall'Accademia Italiana Accademia Italiana di Economia Aziendale (AIDEA)³.

3.2 La scelta del metodo di valutazione nel caso di specie

Si vuole qui invece evidenziare le motivazioni alla base della scelta del metodo di valutazione effettuata 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

³ Cfr.: <https://www.accademiaaidea.it/accreditamento-collane-di-monografie>. Tra gli altri, si segnala M. Cavalieri (2011) "La determinazione del valore economico del capitale d'impresa", Giappichelli; ovvero il più esaustivo Organismo Italiano di Valutazione (a cura di) "PIV Principi Italiani di Valutazione 2015", Egea.

utilizzare tutti i criteri possibili, per poi farne magari una media dei valori così ottenuti. Non esiste cioè una metodologia da ritenere aprioristicamente superiore dal punto di vista teorico – se non quella del buon senso e della correttezza morale.

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 autori⁴.

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 richiesta.

Dopo aver analizzato le caratteristiche generali del ramo d'azienda in esame e la qualità dei dati a disposizione, è ora possibile illustrare i criteri di scelta della metodologia di valutazione adottata.

Da una parte il metodo analitico patrimoniale (stima delle poste attive e passive opportunamente rettificata) è molto significativo nell'ipotesi di aziende con alta incidenza della componente patrimoniale, mentre il metodo reddituale tiene essenzialmente conto solo della capacità dell'azienda di remunerare il capitale proprio (valore dell'azienda quale attualizzazione dei flussi di reddito attesi). Al contrario, il metodo patrimoniale - reddituale, contempera la necessità dell'azienda di generare un flusso di reddito adeguato alla remunerazione del capitale con la considerazione del valore funzionale del complesso organizzato di beni che costituisce l'azienda stessa.

Ciò premesso, il sottoscritto in questo caso intende adottare il metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento.

⁴ Si veda OIV, *op. cit.*

Tale criterio viene denominato "misto", in considerazione del fatto che esso prende in considerazione sia l'aspetto patrimoniale (patrimonio netto tangibile rettificato) sia quello reddituale (avviamento).

Secondo la metodologia patrimoniale mista, il valore dell'azienda sarà dato da:

- valore del patrimonio, determinato operando le dovute rettifiche di valore a quegli elementi che non presentano valori coincidenti da un punto di vista contabile-economico (**K**);
- valore dell'avviamento, determinato come differenza tra la redditività prospettica dell'azienda esaminata e quella "attesa in un mercato normale". Tale differenza verrà successivamente proiettata per un periodo prospettico e attualizzata alla data di valutazione: il valore risultante costituisce il *goodwill* (*badwill* se negativo) che, sommato alle componenti tangibili del patrimonio netto, determina il valore complessivo del patrimonio netto aziendale (**Avviamento = $\frac{R - ie \cdot K}{i}$**).

Tale metodo, ancorché giudicato "superato" (da chi o cosa, la "moda" del momento?) da parte di alcuni operatori e da una parte della dottrina aziendalistica, al sottoscritto pare invece utilizzabile nel caso *de quo*, poiché consente di offrire la giusta enfasi all'elemento patrimoniale, grazie all'identificazione dei beni mobili ricompresi nel complesso aziendale oggetto di valutazione ("cuore" del compendio oggetto di valutazione), e di approcciare nel contempo la determinazione dell'avviamento, in quanto l'attività operativa non è mai cessata.

La quantificazione di tale ultima grandezza consente infatti di soddisfare il requisito della razionalità nella valutazione e di pervenire, pertanto, ad una stima dell'azienda come insieme coordinato di beni e rapporti giuridici, il cui valore dipende dal perseguimento dell'obiettivo di generazione di redditi nel tempo.

4. LA VALUTAZIONE DELLE ATTIVITÀ CHE FORMANO IL COMPENDIO

In applicazione del metodo di valutazione misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento, 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, si precisa che i beni di cui sopra sono stati oggetto di stima da parte del perito arch. Mario Benetello, incaricato di valutare i beni mobili appresi dal fallimento. L'elaborato peritale è stato messo a disposizione dello scrivente da parte della curatela fallimentare e risultava alla data del 26 aprile 2016 pari ad € 235.451,00 **(allegato 2)**.

La valutazione effettuata, riferendosi alla situazione alla fine dell'anno 2015, è stata rettificata considerando un periodo di ammortamento pari a cinque anni (coefficiente del 20%); è stata inoltre depurata del valore del bene non più presente in azienda (TERNA JCB 3CX targata PDAK546, nella perizia di stima valutato euro 7.500).

Pertanto al 31.12.2017, a fronte del compimento di due anni di ammortamento, il valore residuo del complesso mobiliare della società risulta pari **euro 136.771=**.

4.2 La determinazione del valore dell'avviamento

In sede di esposizione delle varie metodologie di stima delle aziende, lo scrivente ha evidenziato come la scelta del metodo patrimoniale complesso - reddituale, consenta altresì la valorizzazione delle prospettive di reddito dell'azienda, in termini di "valore creato o distrutto" (*goodwil* o *badwill*).

Nel caso di specie, la valorizzazione del sovrareddito è riferita ai bilanci relativi agli esercizi 2015, 2016 e 2017 della società [REDACTED] conduttrice del ramo d'azienda a partire dal 2014 **(allegato 5)**.

Infatti, atteso che l'incarico affidato allo scrivente mira a stimare il valore economico del compendio aziendale della [redacted] concessa in affitto alla società [redacted] già a partire dal 2014, il sottoscritto ha ritenuto necessario esaminare i dati contabili e i risultati economico-patrimoniali verificatisi nel periodo intercorso tra l'esercizio chiuso al 31.12.2015 e quello chiuso al 31.12.2017 riferiti alla società conduttrice [redacted]

Ai fini della determinazione del valore dell'avviamento la formula utilizzata è la seguente:

$$\text{Avviamento} = an^{-n} i (R - ie * K)$$

Dove:

K = Patrimonio netto rettificato a valori correnti ottenuto partendo dal capitale netto contabile

$an^{-n} i$ = valore attuale di una rendita unitaria immediata ad un tasso "i" in "n" anni

i = tasso di interesse per un investimento a rischio minimo

R = è il reddito (netto) medio normalizzato (depurato cioè di eventi eccezionali) previsto per il futuro

ie = tasso di rendimento atteso sul capitale di rischio aziendale

con:

K = euro 136.771 (vedi 4.1)

n = 2 anni (durata massima dei contratti e contatti commerciali in essere)

i = 2,10%, rendimento obbligazioni BTP della Repubblica Italiana a 10 anni (alla data di valutazione)

ie = 10,10%, in applicazione del CAPM⁵

R = euro 195.972

Il reddito (netto) medio normalizzato è stato calcolato neutralizzando il risultato di esercizio esposto in bilancio negli ultimi tre esercizi rispetto a tutte le componenti di carattere straordinario (eventi eccezionali), infragruppo (ossia, riferite a rapporti con la società

⁵ Più precisamente: $\text{risk free rate} + \text{beta} \times \text{MRP} + \text{small cap risk adj} = 2,1\% + 1,00 \times 5,5\% + 2,5\% = 10,10\%$ (Fonte: Isole24ore, Fernandez (2017), *The SBBI Valuation Edition Yearbook*).

conduttrice) e finanziario (trattandosi di valutazione che non comprende i valori patrimoniali di debiti e crediti). In particolare, sono state apportate le seguenti variazioni:

- totale proventi e oneri finanziari: trattandosi di una gestione finanziaria complessivamente negativa, è stata neutralizzata attraverso una variazione in aumento;
- servizi vari amministrativi: l'importo del contratto di servizi in essere con la società conduttrice è stato rettificato al fine di ottenere un valore di mercato congruo rispetto ai servizi amministrativi oggetto del contratto;
- affitto ramo d'azienda: tale voce, venendo meno nel momento dell'acquisto del ramo d'azienda, è stata interamente neutralizzata attraverso una variazione in aumento;
- sopravvenienze attive: neutralizzate attraverso una variazione in diminuzione dell'intero importo;
- rimborso assicurazione: componente straordinario neutralizzato attraverso una variazione in diminuzione dell'intero importo;
- sopravvenienze passive: neutralizzate attraverso una variazione in aumento dell'intero importo;

Alla luce di tale rettifiche, il reddito medio normalizzato, al netto della rideterminazione delle imposte correnti, risulta pari ad euro 195.972.

Il calcolo effettuato, valorizzando le diverse variabili nei termini sopra indicati, determina un avviamento (*goodwill*) che si attesta ad **euro 295.325=**.

4.3 Il metodo adottato: conclusione

Il valore dell'azienda è quindi così determinato:

$$W = K + an^{-1} (R - ie * K)$$

e risulta pertanto pari a:

$$W = 136.771 + 295.325 = 432.096.$$

Arrotondato per difetto in **euro 432.000=**.

5. Conclusioni

A conclusione dell'incarico ricevuto, dopo aver svolto le opportune analisi e le considerazioni sopra esposte e qui integralmente richiamate, la stima del valore del complesso aziendale nel caso di specie viene individuato in un importo **pari ad euro 432.000=**.

Il sottoscritto C.T.U. ritiene di aver espletato diligentemente e in maniera esauriente l'incarico ricevuto, ma resta a disposizione per ogni eventuale richiesta di chiarimento e/o integrazione si rendesse necessaria.

Con osservanza.

Padova, 10 novembre 2018



Il Consulente Tecnico

Dott. Alberto Lanzavecchia

Allegati:

1. Autorizzazione del Giudice Delegato del 25.09.2018;
2. Perizia di stima dell'arch. Mario Benetello del 26.04.2016;
3. Contratto di locazione commerciale in essere;
4. Contratto del 18 dicembre 2013 (Notaio Francesco Saverio Diliberto REP. 20598 RACC. 10529) e successive modifiche;
5. Documentazione contabile della [REDACTED] relativa agli esercizi dal 1.1.2015 al 31.12.2017.