



TRIBUNALE DI SIENA

Sezione Fallimentare

CONSULENZA TECNICA PER LA VALUTAZIONE DELL'AZIENDA E DELLA
CONGRUITA' DEL CANONE DI AFFITTO DI AZIENDA

Fallimento N. 34/2021 "**Meccanica Valdelsa Srl in liquidazione**"

Giudice Delegato: **Dott.ssa Valentina Lisi**

Curatrice: **Dott.ssa Emanuela Giorgini**

Consulente Tecnico

Dott.ssa Lucia Vezzosi

Studio: *Viale Garibaldi, 7 – 53036 Poggibonsi (Si)*

Pec: *lucia.vezzosi@commercialistisiena.it*

INDICE:

1. Premessa.....	3
2. Cenni storici e attività sociale.....	6
3. Oggetto della stima – L'azienda concessa in affitto.....	10
4. Documentazione impiegata.....	16
5. Breve disamina dei metodi di valutazione e scelta del metodo.....	18
6. Stima del valore dell'azienda – Metodo misto.....	23
6.1. Determinazione del patrimonio netto rettificato.....	26
6.2. Determinazione dell'avviamento.....	28
7. Sintesi valutativa.....	33
8. Valore dell'affitto dell'azienda.....	34

1. PREMESSA

La società Meccanica Valdelsa Srl in liquidazione (in seguito e per brevità anche Meccanica Valdelsa oppure la fallita) con sede legale in Colle di Val d'Elsa (Si), Località San Marziale n. 7, C.F. e P.IVA 00237870522, è stata dichiarata fallita dal Tribunale di Siena con sentenza n. 38/2021 pubblicata il 27.12.2021. Nella medesima sentenza, il Collegio Fallimentare delegava alla procedura il Giudice Dott.ssa Valentina Lisi e nominava Curatrice la Dott.ssa Emanuela Giorgini la quale, considerata l'esistenza di un contratto di affitto di azienda in corso tra la fallita, in qualità di locatrice, e la società [REDACTED] [REDACTED] in qualità di conduttrice, con informativa del 15.02.2022, ravvisava la necessità di effettuare la stima del complesso aziendale sia per finalità di vendita che per valutare la congruità del canone di affitto della stessa determinato dalle parti in complessive € 3.000,00 mensili + IVA, che attualmente vengono corrisposte al fallimento, suddivise in € 2.000,00 per l'affitto dell'immobile e € 1.000,00 per l'affitto degli altri beni facenti parte dell'azienda. Il Giudice Delegato in data 15.02.2022 recepiva la richiesta della Curatrice e autorizzava la nomina del perito edile dott. Michele Catoni, per la stima dell'immobile, e della sottoscritta Dott.ssa Lucia Vezzosi, nata a Colle di Val d'Elsa (Si) il 18.11.1982, C.F. VZZLCU82S58C847L, Dottore Commercialista iscritta all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Siena al n. 453/A, per la valutazione dell'azienda nel suo complesso e della congruità del canone di locazione del citato contratto di affitto (**All. 1**).

La scrivente ha effettuato una prima valutazione dell'azienda in data 18.11.2022 utilizzando il metodo patrimoniale complesso e, pertanto, procedendo alla stima sia dei beni materiali che di quelli immateriali trasferibili, nel caso di specie il marchio, individuati in sede di inventario fallimentare reso disponibile dalla Curatela, ed oggetto del contratto di affitto di azienda

stipulato in data 12.11.2020 tra la Meccanica Valdelsa e la [REDACTED] Nello scegliere il metodo di valutazione, l'esperto stimatore è tenuto a privilegiare i criteri che conducano a risultati quanto più possibile oggettivi nel rispetto di una imprescindibile prudenza valutativa. Tenuto conto delle limitazioni dovute all'inattendibilità dei bilanci anteriori all'esercizio 2019, [REDACTED] [REDACTED] e le vicende che si sono verificate negli esercizi 2020 e 2021, nel corso dei quali la società ha affrontato il periodo del lock-down, è stata posta in liquidazione e ha affittato l'azienda, la sottoscritta ha ritenuto di utilizzare il metodo patrimoniale complesso in quanto maggiormente obiettivo e prudente, procedendo alla valorizzazione dei beni materiali a "valori correnti", facendo riferimento ai prezzi attualmente presenti sul mercato, ed aggiungendovi il maggior valore dato dal marchio, quale bene immateriale trasferibile, che rappresenta per l'azienda un segno distintivo di riconoscimento sul mercato, ipotizzando che le vendite realizzate dall'affittuaria siano state strettamente correlate all'utilizzo del marchio della locatrice. Il valore di tale componente immateriale, correlato alla denominazione sociale dell'affittuaria [REDACTED] che richiama la precedente denominazione della locatrice in bonis "Officile SL Srl", ha rappresentato una sorta di "avviamento in senso lato" inteso come "azienda avviata" in grado di proseguire i precedenti rapporti commerciali creatisi negli anni grazie alla precedente gestione della Meccanica Valdelsa, senza dover "partire da zero". Nel contratto di affitto, infatti, è specificato che la conduttrice si assume l'obbligo della conservazione del patrimonio aziendale costituito dalla continuità dell'attività d'impresa, degli impianti, macchine ed attrezzature deperibili, nonché il mantenimento dei segni distintivi e del buon nome della società che è presente sul mercato da oltre settant'anni.

La sottoscritta non ha ritenuto di utilizzare il parametro “redituale” in quanto, come anzidetto, per gli esercizi anteriori al 2019 i bilanci della fallita non erano attendibili ed effettuare una previsione di “flussi attesi” di reddito sulla base degli ultimi bilanci della Meccanica Valdelsa già in stato di crisi, non avrebbe apportato alcuna utilità ai fini della valutazione dell'azienda nell'ottica di una futura cessione. La scrivente ha quindi rivolto la propria attenzione anche ai dati di bilancio dell'attuale affittuaria di azienda in quanto saranno le performances di quest'ultima che consentiranno di verificare l'effettiva capacità dell'azienda affittata di generare risultati positivi. Tuttavia, alla data della precedente relazione di stima del 18.11.2022, era possibile consultare solamente il bilancio dell'esercizio chiuso al 31.12.2021 della [REDACTED] primo anno di gestione dell'azienda affittata, peraltro in un periodo particolare nel quale gli effetti negativi del periodo del lock-down continuavano a riflettersi sul mercato e, pertanto, una valutazione effettuata sulla base dei risultati di un solo esercizio non sarebbe stata pienamente attendibile; per tale ragione la sottoscritta in un primo momento ha preferito effettuare una valutazione prudenziale utilizzando il metodo patrimoniale complesso e ricomprendendo nel valore del marchio le componenti proprie dall'avviamento, in quanto è dall'esercizio 2021, che l'affittuaria ha potuto beneficiare appieno del valore aggiunto derivante dall'utilizzo dello stesso concesso in affitto con contratto del 12.11.2020. Successivamente al deposito della relazione di stima, si è reso necessario, ai fini della valutazione dell'azienda di proprietà di Meccanica Valdelsa, prendere in considerazione i rapporti di lavoro attualmente in essere, sorti successivamente alla stipula del contratto di affitto di azienda mediante il quale [REDACTED] ha riassunto otto dei quattordici dipendenti precedentemente licenziati dalla fallita. Tali rapporti, infatti, godono della tutela prevista dall'art.2112 c.c.. Nel contempo la sottoscritta ha potuto estrarre dal Registro delle Imprese il bilancio [REDACTED] relativo all'esercizio chiuso al 31.12.2022, documento necessario ai

fini della quantificazione dell'avviamento inteso come la “capacità dell'impresa di produrre reddito” grazie alla proficua combinazione di tutti i fattori produttivi tra cui attrezzature, *know-how*, risorse umane, etc. Sulla base dell'ulteriore documentazione acquisita successivamente al deposito della prima relazione di stima, la sottoscritta ha orientato la scelta della metodologia di valutazione sul metodo misto patrimoniale-reddituale, considerando anche quelle componenti immateriali quali l'esperienza e l'addestramento del personale, le relazioni avviate con i clienti ed i fornitori, i benefici legati all'utilizzo del marchio e delle “certificazioni aziendali” già acquisite dalla locatrice, etc. secondo un approccio valutativo comunemente noto come *going concern value*.

La scrivente, visto l'incarico sopra riportato, raccolte le opportune informazioni, sentita la Curatela, il liquidatore [REDACTED] l'Ing. [REDACTED] General Manager della [REDACTED] ed il consulente [REDACTED] e acquisita ulteriore documentazione a seguito del deposito della prima perizia di stima del 18.11.2022, espone, in prosieguo, le proprie considerazioni e valutazioni.

2. CENNI STORICI E ATTIVITA' SOCIALE

La “Meccanica Valdelsa srl in liquidazione” (ex “Officine SL Srl”) è stata costituita in data 28.05.1977. Come risulta dalla visura camerale, il capitale sociale pari ad € 20.392,00, interamente versato, è sottoscritto e portato come segue:

- [REDACTED]
[REDACTED]
- [REDACTED]
[REDACTED]

- [REDACTED]
[REDACTED]

La società, sin dalla sua costituzione, ha svolto attività di costruzione di stampi e attrezzature per l'industria del vetro e del cristallo. Presente sul mercato da oltre settant'anni, è stata fondata dai sigg.ri [REDACTED] che, poco più che ventenni e spinti dalla voglia di costruire il proprio futuro, impegnano i pochissimi mezzi finanziari a loro disposizione per aprire un'officina per la costruzione di stampi per vetrerie. Nel 1948 nasce così la [REDACTED]. In quegli anni la regione Toscana era caratterizzata da una grande produzione di vetro e cristallo e, in particolare, le zone di Empoli, Colle Val d'Elsa e San Giovanni Val d'Arno, erano ricche di ogni tipo di produzione di vetro e, in questo contesto, la [REDACTED] costruisce la propria esperienza nella costruzione di stampi. Col passare del tempo l'azienda cresce in dimensioni e tecnologie e, nel 1977, si trasferisce in una nuova struttura, cambiando la ragione sociale in "Officine SL Srl". Le famiglie [REDACTED] detengono il capitale sociale fino all'aprile 2016 quando, in seguito alla cessione della propria quota da parte di [REDACTED] con atto redatto dal [REDACTED] in data 08 aprile 2016, la famiglia [REDACTED] diviene unica proprietaria dell'azienda.

Pochi anni dopo, nei primi mesi del 2018, la società delibera un aumento del capitale sociale che passa da € 10.400,00 a € 20.392,00 e la [REDACTED] entra a far parte della compagine sociale.

La Meccanica Valdelsa è sempre stata amministrata da un Consiglio di Amministrazione inizialmente costituito dai soci delle famiglie [REDACTED] e, dal 01.06.2018, in seguito all'aumento del capitale sociale e all'ingresso dei nuovi soci, dai seguenti componenti:

[REDACTED]

Il CdA così rappresentato rimane in carica fino al 29.11.2019 quando il sig. assume la carica di Amministratore Unico.

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

4) in data 24.07.2020 la società cambia la denominazione sociale da “Officine SL Srl” in “Meccanica Valdelsa Srl” contestualmente alla messa in liquidazione con atto ai rogiti del

[REDACTED]

[REDACTED] per il verificarsi della causa ex art. 2484, comma 1, n. 4 c.c., con la nomina di [REDACTED] quale liquidatore;

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

9) in data 12.11.2020 viene sottoscritto il contratto di affitto di azienda tra la Meccanica Valdelsa e la [REDACTED]

10) dopo la sottoscrizione del contratto di affitto di azienda, l'affittuaria [REDACTED] riassume otto dei quattordici dipendenti precedentemente licenziati dalla Meccanica Valdelsa (la riassunzione avviene, pertanto, prima della dichiarazione di fallimento della locatrice); in particolare vengono riassunti i sigg.ri [REDACTED]

11) il 19.09.2021 la Meccanica Valdelsa presenta un ricorso per l'ammissione alla procedura di concordato preventivo ex art. 161 comma 6 L.F. con riserva di presentazione della proposta, del piano e della documentazione nei termini di legge;

12) con ricorso depositato in data 25.11.2021, dopo aver tentato di ottenere un finanziamento per l'importo di almeno euro 335.000 necessario per presentare un piano di concordato preventivo giuridicamente fattibile ed economicamente conveniente senza riuscirvi, la società formula istanza di fallimento in proprio e viene dichiarata fallita dal Tribunale di Siena con sentenza n. 38/2021 del 27.12.2021.

3. OGGETTO DELLA STIMA – L'AZIENDA CONCESSA IN AFFITTO

Al fine di salvaguardare la continuità aziendale e quindi il patrimonio aziendale, in data 12.11.2020 la "Meccanica Valdelsa Srl in liquidazione" sottoscrive un contratto di affitto di azienda commerciale con la [REDACTED]

[REDACTED] Nelle premesse del sopracitato contratto la Meccanica Valdelsa dà atto di trovarsi in uno stato di temporanea illiquidità e della volontà dei soci di soddisfare al meglio i creditori della società, anche facendo ricorso ad una procedura

concorsuale, oltre che preservare il patrimonio aziendale e salvaguardare, nei limiti del possibile, le opportunità di lavoro riattivando l'attività d'impresa. La ██████████ essendo a conoscenza dello stato di crisi in cui si trova Meccanica Valdelsa e della sua struttura aziendale, si dichiara disponibile a riattivare la gestione d'azienda rendendosi, altresì, disposta ad acquistare la stessa entro il termine di durata del contratto, subordinatamente alla volontà degli organi della procedura concorsuale alla quale la locatrice dovesse essere assoggettata.

Con la sottoscrizione del contratto, Meccanica Valdelsa concede in locazione l'azienda esercente attività di costruzione e vendita di stampi macchine ed attrezzature per l'industria in genere e, specificatamente:

- un fabbricato industriale di circa mq. 1750 complessivi corredato da impianto elettrico, riscaldamento a aria compressa, costituito da locali destinati a magazzino, alla lavorazione delle materie prime e ad uffici oltre a resede di terreno adiacente il fabbricato destinato a piazzale, situato in Loc. San Marziale n.7 e censito al Catasto Fabbricati del Comune di Colle Val D'Elsa al foglio 66, particella 465, Cat. D/1, Rendita Catastale € 8.263,3, allegato C al contratto;

- il marchio registrato e meglio specificato nell'allegato B al contratto, l'insegna e ogni altro bene immateriale registrato e non, afferente all'azienda, nonché tutti i beni relativi agli impianti, macchine, attrezzature, mobili e arredi e macchine elettroniche d'ufficio indicati in un apposito elenco allegato al contratto alla lettera A.

Il medesimo contratto permette alla conduttrice di utilizzare i progetti ed ogni altro elaborato grafico presente nell'archivio della locatrice la quale ne resta, in ogni caso, proprietaria.

Vengono espressamente esclusi dall'affitto di azienda:

- tutte le materie prime e le minuterie varie che vengono acquistate dalla conduttrice contestualmente alla sottoscrizione dell'atto, i crediti ed i debiti di qualsiasi natura e genere che restano a esclusivo profitto e carico della locatrice;
- tutti gli elementi rappresentativi di poste finanziarie ed i relativi rapporti contrattuali quali depositi bancari e postali, le aperture di credito e i finanziamenti, bancari e non, di qualunque tipo;
- ogni e qualsiasi passività e/o responsabilità e/o onere (anche con riferimento ad eventuali contenziosi pendenti), anche di natura potenziale, scaduti, scadenti o a scadere, anche in relazione a contratti eseguiti e/o a quelli pendenti (ivi inclusi quelli relativi ai servizi forniti e alle relative garanzie), anche se afferenti l'azienda, relativi al periodo antecedente alla data di entrata in vigore del contratto.

La durata dell'affitto viene stabilita in anni 4 dal 16.11.2020 al 15.11.2024 ed il canone annuo viene determinato in complessivi euro 3.000,00 oltre IVA mensili e, sebbene si tratti di un canone unico, esso è formato dalla somma di due componenti: componente relativa al compendio immobiliare euro 2.000,00 e componente relativa alla residua parte dei beni, diritti e rapporti facenti parte dell'azienda (quali attrezzature, impianti, marchio ecc.) euro 1.000,00.

Il contratto, come si legge all'art.8, prevede che con riferimento agli automezzi, elencati nell'allegato sotto la lettera A, il cui diritto d'uso della conduttrice nasce dall'esecuzione del medesimo contratto, le parti si impegnano, ove necessario, a stipulare uno o più contratti di usufrutto senza corrispettivo, essendo il corrispettivo compreso nell'ammontare del canone pattuito, ai soli fini della volturazione al PRA del diritto di circolazione degli automezzi a favore della conduttrice; l'usufrutto avrà la stessa durata del contratto e si risolverà automaticamente nell'ipotesi in cui questo si sciogla.

All'art.9 viene poi precisato che la locatrice trasferisce alla conduttrice anche tutte le certificazioni di qualità (ivi comprese quelle UNI EN ISO o simili) riferibili all'azienda in modo tale da poter continuare l'attività produttiva.

Sulla base di quanto indicato nel contratto di affitto di azienda e dell'incarico affidato alla sottoscritta, l'oggetto della presente stima è, quindi, rappresentato dai seguenti *asset* aziendali individuati dalla Curatrice in sede di redazione dell'inventario (**All. 3**):

- il marchio registrato, specificato nell'allegato B al contratto e nell'allegato 2 all'inventario, e l'insegna;
- macchinari, attrezzature, arredi e macchine da ufficio, elencati nell'allegato A al contratto e nell'allegato 3 all'inventario;
- due autocarri, uno marca Fiat Doblò targato CV725PM, di cui si allega il libretto di circolazione (**All. 4**) ed un altro marca OPEL Combo targato CC483KW presente nell'allegato 3 dell'inventario ma non ricompreso nell'allegato A al contratto di affitto in quanto non funzionante.

Il magazzino delle materie prime e delle minuterie varie è stato ceduto dalla locatrice alla conduttrice contestualmente alla sottoscrizione del contratto di affitto come da fattura n. 50 del 30.11.2020 consegnata alla Curatrice.

Come già anticipato in premessa, l'affittuaria [REDACTED] successivamente alla sottoscrizione del contratto di affitto, ha riassunto otto dei quattordici dipendenti precedentemente licenziati dalla Meccanica Valdelsa (**All. 5**); in particolare i dipendenti in forza presso l'azienda alla data della presente relazione di stima sono i seguenti:

- 1) [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]

- 2) [Redacted]
- 3) [Redacted]
- 4) [Redacted]
- 5) [Redacted]
- 6) [Redacted]
- 7) [Redacted]
- 8) [Redacted]

Il personale sopra elencato dovrà essere considerato ai fini della valutazione di azienda in quanto l'art 2112 c.c. stabilisce 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.

Il cedente ed il cessionario sono obbligati, in solido, per tutti i crediti che il lavoratore aveva al tempo del trasferimento. Con le procedure di cui agli articoli 410 e 411 del codice di procedura civile il lavoratore puo' consentire la liberazione del cedente dalle obbligazioni derivanti dal rapporto di lavoro.

Il cessionario è tenuto ad applicare i trattamenti economici e normativi previsti dai contratti collettivi nazionali, territoriali ed aziendali vigenti alla data del trasferimento, fino alla loro scadenza, salvo che siano sostituiti da altri contratti collettivi applicabili all'impresa del cessionario. L'effetto di sostituzione si produce esclusivamente fra contratti collettivi del medesimo livello.

Ferma restando la facoltà di esercitare il recesso ai sensi della normativa in materia di licenziamenti, il trasferimento d'azienda non costituisce di per sé motivo di licenziamento. Il lavoratore, le cui condizioni di lavoro subiscono una sostanziale modifica nei tre mesi successivi al trasferimento d'azienda, puo' rassegnare le proprie dimissioni con gli effetti di cui all'articolo 2119, primo comma.

Ai fini e per gli effetti di cui al presente articolo si intende per trasferimento d'azienda qualsiasi operazione che, in seguito a cessione contrattuale o fusione, comporti il mutamento nella titolarità di un'attività economica organizzata, con o senza scopo di lucro, preesistente al trasferimento e che conserva nel trasferimento la propria identità a prescindere dalla tipologia negoziale o dal provvedimento sulla base del quale il trasferimento è attuato ivi

compresi l'usufrutto o l'affitto di azienda. Le disposizioni del presente articolo si applicano altresì al trasferimento di parte dell'azienda, intesa come articolazione funzionalmente autonoma di un'attività economica organizzata, identificata come tale dal cedente e dal cessionario al momento del suo trasferimento. ”.

Per effetto di tale articolo, pertanto, i nuovi dipendenti assunti saranno eventualmente oggetto di trasferimento a terzi nell'ambito della procedura competitiva di vendita fallimentare.

4. DOCUMENTAZIONE IMPIEGATA

La sottoscritta ha effettuato un sopralluogo presso la sede della società, nel corso del quale è stata riscontrata la presenza di tutti i beni mobili elencati nell'inventario. In tale occasione, alla presenza della Curatrice, del liquidatore [REDACTED] e dell'Ing. [REDACTED] General Manager della [REDACTED] sono state raccolte informazioni storiche della Meccanica Valdelsa, sulla specifica tipologia dell'attività svolta e sulle ultime vicende che hanno causato il dissesto, raccogliendo anche parte della seguente documentazione contabile utile per la valutazione:

- Bilanci di verifica della Officine SL Srl al 31.12.2017, 31.12.2018, 31.12.2019;
- Bilanci civilistici della Officine SL Srl al 31.12.2017, 31.12.2018, 31.12.2019;
- Bilancio di verifica e bilancio civilistico della Meccanica Valdelsa Srl in liquidazione al 31.12.2020;
- Relazione degli amministratori ai sensi dell'art. 2482-bis del codice civile della Officine SL Srl;
- Registro dei beni ammortizzabili.

Inoltre sono stati forniti dalla Curatrice i seguenti documenti:

- contratto di affitto di azienda e relativi allegati;

- verbale di inventario e relativi allegati;
- visura camerale della Meccanica Valdelsa Srl in liquidazione;
- accordo sindacale del 14.09.2020;
- verbali di conciliazione del 30.09.2020;
- lettere di assunzione dei dipendenti.

La sottoscritta ha, infine, estratto dal Registro delle Imprese il bilancio civilistico al 31.12.2021 della [REDACTED] e, successivamente al deposito della prima relazione di stima, il bilancio al 31.12.2022. Inoltre, la [REDACTED] dietro richiesta della scrivente, ha fornito il bilancio di verifica al 30.06.2023 ed una previsione del conto economico.

Si fa presente che i bilanci della fallita precedenti all'esercizio 2019, relativamente alle posizioni debitorie erariale e contributiva e ad altre ad esse collegate, non sono attendibili. [REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

L'incarico affidato alla sottoscritta non ha previsto lo svolgimento di alcuna attività di "due diligence", né di revisione contabile sui bilanci delle società, né verifiche o accertamenti. La responsabilità della veridicità, completezza, accuratezza e idoneità dei documenti, dei dati e delle informazioni utilizzate ricade, quindi, unicamente sui soggetti che li hanno forniti. Sempre per i sopracitati motivi non è stata compiuta alcuna verifica in ordine alla compatibilità dei macchinari e delle attrezzature alle disposizioni di tutela ambientale ed ecologica, né a quelli di presidio della salute e di prevenzione degli infortuni. Eventuali carenze, sotto questo profilo, non sono state prese in considerazione al fine della determinazione del valore.

5. BREVE DISAMINA DEI METODI DI VALUTAZIONE E SCELTA DEL METODO

La scelta del criterio di valutazione dipende dalle caratteristiche dell'azienda, dal contesto valutativo, dalle informazioni disponibili e dalle finalità per le quali la stima è formulata.

La dottrina aziendale è concorde nel ritenere che il valore dell'azienda sia da individuarsi nel suo capitale economico, ossia nel "valore" di scambio teorico dell'azienda. La determinazione di tale valore è tuttavia soggettiva in quanto deriva dalle scelte e dai metodi adottati dallo stimatore che, tra i criteri astrattamente utilizzabili nella prassi aziendale, deve cercare di scegliere quelli che meglio si adattano a rappresentare quanto più oggettivamente possibile il valore effettivo attribuibile al cespite da valutare.

Al fine di determinare il capitale economico in maniera attendibile occorre che i criteri adottati dall'estimatore rispondano ai seguenti principi:

- a) *razionalità*: il metodo deve essere razionale, ossia avere una propria consistenza teorica e una validità concettuale;
- b) *dimostrabilità*: il metodo deve essere applicabile in concreto, ovvero fondato su dati certi o comunque connotati da un alto grado di probabilità;
- c) *stabilità*: la stima del capitale economico non deve fondarsi su elementi provvisori o instabili ma deve basarsi su valori effettivi e concreti e quindi tendenzialmente validi finché non si ha un cambiamento significativo dei dati posti quale premessa di ragionamento seguito per la stima;
- d) *generalità*: il valore cui deve giungere il processo di stima del capitale economico dell'azienda deve avere valenza generale prescindendo dalle esigenze dei vari portatori di interesse.

In ogni caso, nella scelta del metodo di valutazione, nella definizione dei processi di calcolo e nell'assunzione delle singole grandezze l'esperto deve avere un approccio orientato al perseguimento dell'oggettività del giudizio, nel rispetto di una imprescindibile prudenza valutativa.

Nel caso di specie, della valutazione di un'azienda finalizzata alla cessione all'interno di una procedura concorsuale, è necessario, da un lato, evitare di esprimere valutazioni che possano rappresentare un patrimonio che poi potrebbe rivelarsi inesistente, dall'altro, evitare di non considerare le potenzialità insite nella cessione unitaria dell'azienda definita dall'art.2555 c.c. come “*complesso di beni organizzato dall'imprenditore*” che, se ceduto in maniera unitaria e nell'ottica della prosecuzione dell'attività, può acquisire un valore superiore rispetto a quello ricavabile dalla cessione atomistica dei singoli *asset*.

La stima, di conseguenza, non dovrà assumere come fine la determinazione del valore prudenzialmente attribuibile al complesso aziendale ma verrà effettuata in vista di una potenziale cessione dello stesso all'affittuaria, resasi disposta ad acquistarla entro il termine di durata del contratto, come ivi indicato, ovvero a terzi nell'ambito della procedura concorsuale.

I principali metodi di valutazione definiti in dottrina ed usati nella prassi sono:

- metodi patrimoniali;
- metodi reddituali;
- metodi finanziari;
- metodi misti;
- metodi di borsa;
- metodi empirici.

Prima di procedere ad una breve rassegna sul contenuto e le caratteristiche dei vari metodi, si ricorda che nel processo di valutazione assume spesso particolare importanza la componente

denominata “avviamento” ("Goodwill" nel linguaggio anglosassone), che rappresenta la sintesi patrimoniale della capacità dell'azienda di produrre durevolmente un sovrareddito. L'avviamento è quindi un valore generalmente riconosciuto a chi ha investito nel tempo risorse e capitalizzato energie, per portare l'azienda ad un adeguato livello di funzionamento. L'avviamento può avere anche segno negativo (nel cui caso si parla di "Badwill"). Ciò si verifica quando la redditività prospettica non è tale da garantire una adeguata remunerazione del capitale investito.

A) Metodi patrimoniali

Il metodo patrimoniale presenta spiccate caratteristiche di obiettività poiché è legato all'accertamento di concreti elementi storici ed attuali; inoltre, evidenzia caratteri di generalità per i suoi tipici riferimenti al mercato. Il metodo patrimoniale si può distinguere in semplice e complesso. Il metodo patrimoniale semplice prevede che il valore dell'azienda sia dato dagli *assets* iscritti in bilancio, opportunamente rettificati per tener conto della differenza tra valore contabile e valore corrente. Si tratta, in sostanza, di giudicare un'azienda nell'ipotesi in cui essa stessa venga posta in liquidazione. Il metodo patrimoniale complesso comprende la valorizzazione espressa anche dei beni immateriali, i cosiddetti “*intangibles assets*” quali marchi, insegne, brevetti, licenze, portafoglio clienti, know-how, etc.

Tali metodi garantiscono una valida indicazione della solidità patrimoniale dell'azienda ma hanno il limite di trascurare spesso gli aspetti finanziari e reddituali della gestione futura, non tenendo in considerazione l'avviamento aziendale.

B) Metodi reddituali

Ravvisano nella capacità di reddito l'elemento fondamentale della valutazione e basano il calcolo sulla capitalizzazione ad una certa data del flusso prospettico di redditi attesi.

Tali metodi sono indicati per aziende operanti "a regime", senza particolari problemi finanziari, cioè aziende che sfruttano adeguatamente la loro capacità produttiva.

Nell'ambito dei metodi reddituali quello più utilizzato nella pratica è il metodo reddituale puro. Il metodo reddituale puro comporta la capitalizzazione, ad un fissato tasso d'interesse, del reddito medio prospettico che deve essere calcolato con riferimento a condizioni normali di gestione. Il principio della "normalizzazione" dei redditi ha lo scopo di assicurare una stima del capitale economico in situazioni di "stabilità" del valore dell'azienda, depurando il reddito dalle componenti a carattere straordinario e non ripetibili nel tempo, che lo possono influenzare. Esso inoltre deve essere in grado di riflettere le aspettative della futura gestione aziendale. Per la sua determinazione si ricorre alternativamente ad una media dei risultati storici, ad una proiezione nel futuro dei risultati storici sulla base di una previsione delle variazioni di alcuni fattori quali i livelli di produttività, andamento della domanda, aumento dei prezzi, etc. ed infine la proiezione futura dei risultati stimati derivanti da budget economici annuali o pluriennali. Concettualmente validi, tali metodi non possono considerarsi idonei quando il processo di formazione del reddito sia incerto e quando la dimensione e la struttura del patrimonio siano elementi troppo rilevanti per poter essere trascurati.

Con i metodi reddituali, l'avviamento (insieme a tutte le altre eventuali componenti patrimoniali immateriali non contabilizzate) trova rappresentazione indiretta nel plusvalore, identificato rispetto al patrimonio netto contabile.

C) Metodi finanziari

Si basano sull'attualizzazione dei flussi di cassa che l'azienda sarà in grado di produrre in futuro. L'attualizzazione dei flussi finanziari attesi da un investimento, nell'arco della sua vita, costituisce la migliore rappresentazione del suo effettivo valore. Tuttavia, poiché la definizione quantitativa dei ritorni finanziari di realtà complesse esige proiezioni analitiche di

bassa credibilità, la loro applicazione è di fatto confinata a condizioni di agevole prevedibilità. Anche in questo caso, l'avviamento si ottiene indirettamente come differenza tra valore di capitalizzazione dei flussi attualizzati e quello del patrimonio netto contabile rettificato.

D) Metodi misti

Tali metodi uniscono gli aspetti fondamentali dei procedimenti patrimoniali e reddituali, dando così luogo ad un risultato finale che racchiuda i principi di calcolo di entrambi.

Essi considerano, perciò, simultaneamente la dimensione, la struttura del patrimonio dell'azienda e la redditività, determinata tenendo conto del trend storico o prospettico. In questo modo i metodi misti tentano di mediare tra svantaggi e vantaggi di metodi patrimoniali e reddituali; i primi, infatti, trascurano la redditività futura mentre i secondi trascurano la valutazione della consistenza patrimoniale.

Il concetto di avviamento è generalmente incluso nei metodi misti, e risulta calcolato, a seconda dei casi, in via indiretta (differenza fra valore finale e patrimonio netto) o diretta (con la capitalizzazione, ad esempio, di un sovrareddito atteso rispetto ad investimenti alternativi, tenuto conto del differenziale di rischio specifico dell'investimento).

E) Metodi di borsa

Consistono nel riconoscere all'azienda un valore pari a quello attribuito dal mercato borsistico, a prescindere dagli effettivi valori patrimoniali e reddituali.

Tali metodi, possono essere utilizzati anche per la valutazione di aziende con titoli non quotati purché con caratteristiche assimilabili ad altre con titoli quotati.

I limiti principali sono costituiti sia dall'attendibilità del giudizio del mercato, sia dalla sensibilità della Borsa a situazioni contingenti.

F) Metodi empirici

Si rifanno ad indici e coefficienti statistici che mettono in correlazione i valori di transazioni analoghe, effettuate con i dati aziendali specifici (ad es. prezzo/utile, prezzo/fatturato, prezzo/patrimonio netto, ecc.).

Il loro valore è dunque spesso puramente indicativo di tendenze del mercato, identificando più un prezzo pagato in transazioni analoghe che il valore del capitale economico come sopra definito. Inoltre, tale valore risulterebbe poco significativo qualora non sussista un numero sufficiente di transazioni a cui far riferimento ed una assoluta trasparenza sul contenuto delle stesse.

Tra i vari metodi estimativi studiati dalla dottrina e poc'anzi illustrati si è optato per il metodo misto patrimoniale-reddituale che consente un'analitica descrizione e valutazione dei singoli beni e, al tempo stesso, l'attribuzione autonoma del valore di avviamento, assumendo quale data di riferimento della valutazione quella odierna.

6. STIMA DEL VALORE DELL'AZIENDA – METODO MISTO

L'oggetto della presente valutazione è l'azienda condotta in affitto costituita da un immobile, da beni mobili e dal marchio, individuati in sede di inventario fallimentare reso disponibile dalla Curatela, mentre non sono inclusi in essa i crediti ed i debiti che restano ad esclusivo profitto e carico della locatrice, così come disposto all'art. 3 "Oggetto" del contratto.

Come già esposto in premessa, in applicazione della tutela prevista dall'art. 2112 c.c., nella valutazione dell'azienda in funzionamento, da effettuarsi nell'ottica della prosecuzione dell'attività a seguito di una futura cessione all'affittuaria o a terzi, sarà necessario computare anche i rapporti di lavoro attualmente in essere con l'affittuaria (██████████) ha riassunto otto dei quattordici dipendenti precedentemente licenziati da Meccanica Valdelsa) che, in sede di trasferimento, verranno ceduti insieme all'azienda.

La scelta di utilizzare per la valutazione il metodo misto patrimoniale-reddituale deriva da una serie di considerazioni. Nel metodo patrimoniale l'azienda viene considerata in modo atomistico, prescindendo dalla funzionalità e dal grado di coordinamento dei beni che la compongono. Le attività vengono stimate in un'ottica liquidatoria differentemente dai metodi basati sui flussi che ravvisano nella capacità dell'impresa di generare risultati economici positivi l'elemento fondamentale della valutazione. Se tale metodo è relativamente semplice, nonché formalmente prudentiale e cauto, soddisfacendo i principi di stabilità e dimostrabilità, di contro risulta palesemente parziale e statico, focalizzandosi esclusivamente sulla consistenza patrimoniale. Tale metodo, non giungendo alla esplicita rappresentazione dell'avviamento e della capacità dell'azienda di produrre durevolmente un sovrareddito, comporta che le singole poste risultano sottostimate rispetto alle metodologie che utilizzano il sistema del risultato atteso. Inizialmente la sottoscritta ha ritenuto di adottare tale metodologia valutativa, nella formulazione del "metodo patrimoniale complesso" comprensiva anche della stima degli *intangibles* rappresentati dal marchio quale componente immateriale intesa come capacità dell'azienda di produrre fatturato grazie al complesso di rapporti commerciali già avviati e costruiti nel tempo dalla precedente gestione della Meccanica Valdelsa presente sul mercato da oltre settant'anni, in quanto la base documentale da impiegare era limitata, considerata l'inattendibilità dei bilanci della locatrice anteriori all'esercizio 2019 e le vicende che si sono verificate negli esercizi 2020 e 2021, nel corso dei quali la società ha affrontato il periodo del lock-down, è stata posta in liquidazione e ha affittato l'azienda, vicende che hanno influenzato anche i bilanci successivi al 2019. Con riferimento alla data della prima relazione di stima, detta metodologia, a parere della sottoscritta, era quella più adatta e maggiormente obiettiva ai fini della presente valutazione, soprattutto considerando che non avrebbe avuto alcun senso effettuare delle previsioni reddituali sulla base dei bilanci della fallita e che al

18.11.2022 della [REDACTED] era disponibile solamente il bilancio al 31.12.2021, primo anno di conduzione dell'azienda acquisita con contratto di affitto del 12.11.2020.

A seguito della richiesta della Curatrice di aggiornare la perizia computando nella valutazione anche i rapporti di lavoro dipendente che, in quanto oggetto di trasferimento insieme all'azienda fanno parte degli *assets* della stessa, la sottoscritta ha provveduto ad estrarre dal Registro delle Imprese anche il bilancio dell'esercizio chiuso al 31.12.2022 dell'affittuaria ed a richiedere all'Ing. [REDACTED] General Manager della [REDACTED] budget previsionali da impiegare nella stima.

La scrivente ha ritenuto, infatti, maggiormente significativo porre attenzione ai dati di bilancio dell'affittuaria in quanto, al momento in cui la Curatela procederà alla cessione dell'azienda, sarà importante verificare le performances dell'affittuaria ossia verificare se l'azienda in funzionamento genera risultati positivi.

Alla luce delle ulteriori informazioni acquisite la sottoscritta è, quindi, in grado di effettuare la stima aggiungendo alla componente patrimoniale rappresentata dai beni mobili e dall'immobile, anche l'avviamento, definito dall'OIC 24 come *“attitudine di un'azienda a produrre utili, che derivino da fattori specifici che, pur concorrendo positivamente alla produzione di reddito ed essendosi formati nel tempo in modo oneroso, non hanno un valore autonomo; ovvero da incrementi di valore che il complesso dei beni aziendali acquisisce rispetto alla somma dei valori dei singoli beni, in virtù dell'organizzazione dei beni in un sistema efficiente”*. L'avviamento rappresenta, pertanto, la capacità dell'impresa di produrre reddito che dipende da elementi soggettivi quali organizzazione umana, capacità operative e direzionali dei manager e dipendenti, *konw-how*, etc. e da elementi oggettivi quali la localizzazione, la clientela, l'immagine, etc. Più specificamente è la capacità dell'impresa di produrre un *“sovrareddito”* ossia un reddito che eccede la *“congrua remunerazione”* del

capitale investito, a sua volta determinato dall'applicazione al capitale investito di un "tasso di congrua remunerazione".

La formula utilizzata nel metodo misto è la seguente:

$$W = K + \sum_1^n (R - iK) \cdot v^i$$

dove:

W = valore economico dell'azienda

K = patrimonio netto rettificato a valori correnti

R = reddito medio normale (depurato cioè di eventi eccezionali) prospettico

n = numero di anni in cui dovrebbe prodursi il reddito R

i = tasso di rendimento o tasso di congrua remunerazione del capitale di rischio, a sua volta pari a: *risk free rate* + *tasso per rischio di impresa*

v^i = fattore di attualizzazione $1/(1+i')^n$

i' = tasso di attualizzazione o tasso privo di rischio (*risk free rate*)

6.1. DETERMINAZIONE DEL PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO

Poiché oggetto della valutazione è l'azienda costituita da un fabbricato industriale oltre resede, beni mobili quali impianti, macchinari, attrezzature, mobili e arredi e macchine elettroniche d'ufficio, il marchio registrato, l'insegna ed ogni altro bene immateriale registrato e non, afferente all'azienda (*intangibles* che verranno ricompresi nella stima dell'avviamento), con esclusione di qualsiasi posta attiva e passiva, la scrivente ha assunto per la determinazione del patrimonio netto rettificato la stima analitica dei beni al valore di mercato, tenendo in considerazione che gli stessi risultano usati ormai da anni.

Valutazione immobile

L'immobile facente parte dell'azienda concessa in affitto è rappresentato da un fabbricato industriale di circa mq. 1750 complessivi, corredato da impianto elettrico e riscaldamento a aria compressa, costituito da locali destinati a magazzino, alla lavorazione delle materie prime e ad uffici oltre a resede di terreno adiacente il fabbricato destinato a piazzale, situato nel Comune di Colle di Val d'Elsa (Si), Loc. San Marziale n.7 e censito al Catasto Fabbricati del predetto Comune al foglio 66, particella 465, Cat. D/1, Rendita Catastale € 8.263,3.

Detto bene è stato valutato dal perito edile dott. Michele Catoni in **euro 881.400,00**.

Valutazione beni mobili

Per i beni mobili strumentali la valutazione è stata prudenzialmente effettuata in ottica liquidatoria, tenendo conto della crisi del settore economico di riferimento oltrechè della potenziale concorrenza sul mercato, che offre beni strumentali nuovi ed efficienti con modalità di acquisto competitive. Come si evince dal registro dei beni ammortizzabili della Meccaniche Valdelsa la maggior parte dei beni oggetto del contratto di affitto sono interamente ammortizzati in quanto vetusti (acquistati negli anni 80-90) e, quindi, necessiteranno sempre più frequentemente di interventi di manutenzione; inoltre, i software per il funzionamento dei macchinari sono di vecchia data, influenzando anche sulla capacità produttiva e sull'efficienza dei processi.

Detti beni mantengono un valore se destinati a rimanere nel processo produttivo attuale, sia con riguardo al settore di attività che alla struttura fisica; in caso di spostamento degli stessi in altra sede, il loro valore si ridurrebbe notevolmente in quanto andrebbero considerati anche i costi per la rimozione, il trasporto e la nuova installazione.

La scrivente ritiene, pertanto, di computare i beni materiali che risultano dall'inventario fallimentare e dei quali si è riscontrato l'esistenza, riepilogati nell'elenco e rappresentati nelle

fotografie allegati alla presente perizia (**All. 6**), orientandone la valutazione al loro utilizzo all'interno dell'azienda affittata e tenendo conto del loro valore di mercato.

Nell'elenco dei beni oggetto di valutazione sono stati evidenziati l'anno di acquisto del cespite, il valore residuo ed il valore di mercato; sulla base della stima effettuata si ottiene un valore complessivo pari ad euro 94.500,00. Considerato che la vendita avviene in ambito concorsuale e che la maggior parte dei beni sono costituiti da macchinari degli anni '80-'90, quasi tutti completamente ammortizzati, si ritiene di dover applicare una decurtazione del 25% all'importo come sopra determinato e, pertanto, di attribuire ai beni strumentali ricompresi nel contratto di affitto di azienda un valore pari ad euro 70.875,00, arrotondato per difetto ad **euro 70.000**.

6.2. DETERMINAZIONE DELL'AVVIAMENTO

Reddito medio normale prospettico (R)

Per la determinazione del reddito medio normale prospettico è necessario tenere in considerazione i risultati dei più recenti esercizi ed effettuare una proiezione degli stessi per gli anni futuri. Tale reddito deve essere:

- medio, nel senso di compensare l'andamento congiunturale di più esercizi e di riflettere il trend in atto della redditività aziendale;
- normalizzato, ovvero depurato dai componenti straordinari e non ripetitivi (positivi e negativi);
- atteso, ovvero deve esprimere la capacità di generare reddito e la redditività prospettica dell'azienda.

Tenuto conto che i bilanci anteriori all'esercizio 2019 della Meccanica Valdelsa non sono attendibili per i motivi già esposti e che quelli degli esercizi successivi rispecchiano una

situazione di non normale operatività dell'azienda in quanto nel 2019 e 2020 la società ha realizzato ingenti perdite, ha affrontato il periodo del lock-down, è stata posta in liquidazione e ha concesso in affitto l'azienda, si è privilegiato porre l'attenzione ai bilanci della [REDACTED] [REDACTED] degli esercizi 2021 e 2022 estratti dal Registro delle Imprese in quanto ritenuti maggiormente significativi ai fini della valutazione di quelle potenzialità insite nell'azienda che formeranno oggetto di un futuro trasferimento all'affittuaria stessa o a terzi.

La [REDACTED] successivamente alla stipula del contratto di affitto in data 12.11.2020, ha, infatti, proseguito l'attività della Meccanica Valdelsa riassumendo parte dei dipendenti precedentemente impiegati presso la fallita e, pertanto, già formati e integrati nell'azienda, utilizzando gli stessi segni distintivi quali marchio ed insegna e tutte le altre autorizzazioni e licenze necessarie ad operare, e beneficiando del complesso di rapporti già avviati e dei clienti già acquisiti dalla precedente gestione, tutte quelle "qualità aziendali" intangibili che contribuiscono ad apportare un valore aggiunto alla componente patrimoniale. A tal proposito l'Ing [REDACTED] General Manager della [REDACTED] dietro richiesta della sottoscritta, ha fornito il bilancio di verifica della società al 30.06.2023 ed una proiezione del conto economico di cui si è preso in considerazione l'esercizio in corso e quello successivo in quanto in data 15.11.2024 scadrà il contratto di affitto attualmente in essere con la fallita; da tali documenti emerge che l'utile netto che l'affittuaria prevede di realizzare in futuro si attesta intorno ai 2.000-3.000 euro, come si evince dalla tabella di seguito riportata:

	2021	2022	dati forniti dalla	
			2023	2024
A) Valore della produzione				
1) ricavi delle vendite e delle prestazioni	892.332	863.634		
2) variaz. riman. prodotti in lav., simil., finiti	13.850	5.192		
3) variaz. lavori in corso su ordinazione				
4) incrementi di immobilizzazioni per lavori interni				
5) altri ricavi e proventi	19.890	18.340		
Totale valore della produzione	926.072	887.166	880.000	880.000
B) Costi della produzione				
6) per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	148.950	114.924	110.000	105.000
7) per servizi	312.952	360.804	350.000	345.000
8) per godimento di beni di terzi	57.089	76.032	76.000	76.000
9) per il personale	265.906	301.115	310.000	320.000
10) Ammortamenti e svalutazioni	3.096	3.057	3.000	3.000
11) variaz. mat. prime, di consumo, merci, ecc.	1.535	-18.794		
12) accantonamenti per rischi				
13) altri accantonamenti	41.603			
14) oneri diversi di gestione	12.988	15.036	13.000	15.000
Totale costi della produzione	844.119	852.174	862.000	864.000
Differenza tra valore e costo della produzione	81.953	34.992	18.000	16.000
Totale proventi e oneri finanziari	-12.644	-9.708	-12.000	-12.000
Totale delle rettifiche di valore di attività e passività finanziarie				
Risultato prima delle imposte	69.309	25.284	6.000	4.000
20) imposte sul reddito dell'esercizio	17.751	4.895	3.000	2.000
Utile netto	51.558	20.389	3.000	2.000

L'assunzione di solamente alcuni dei lavoratori dipendenti ha comportato la necessità di dover esternalizzare parte della produzione rappresentando comunque un costo per l'azienda (per tale ragione i costi per servizi sono elevati) che tuttavia, nell'attuale situazione di instabilità e di incertezza sulla futura ripresa del settore, ha permesso all'azienda di essere più flessibile e di meglio adattarsi alle richieste mutevoli del mercato. L'Ing. [redacted] ha infatti spiegato che “...riguardo alle prospettive future del settore è difficile, ad oggi, fare un'analisi di mercato attendibile. La grave crisi post-Covid ha investito il settore del vetro per mancanza delle materie prime, crisi energetica ed inflazione, contraendo molto i consumi e facendo mancare al mercato la sua usuale stabilità. Il consumatore finale oggi ha un potere di acquisto molto ridotto rispetto, ad esempio, al potere di acquisto del 2019 e per questo motivo, purtroppo, neanche i nostri clienti riescono a valutare quando terminerà questo trend negativo per poter

avere una ripresa del mercato. Il portafoglio clienti di [REDACTED] ad oggi, non si prospetta in aumento rispetto a questi due anni di attività poichè, per i motivi sopra citati, non sono in previsione nuovi insediamenti industriali inerenti al nostro settore nelle aree europee ed occidentali.”

Alla luce dei risultati realizzati e di quelli futuri ipotizzati dalla [REDACTED] si assumerà un utile medio normalizzato pari ad **euro 19.000**.

Numero di anni (n)

Trattasi dell'intervallo di tempo n durante il quale la società potrà costantemente produrre un sovrareddito. Nel caso di specie si è ipotizzato un arco temporale di 7 anni in considerazione della storia della Meccanica Valdelsa presente sul mercato da oltre settant'anni.

Tasso di rendimento o tasso di congrua remunerazione (i)

Per determinare il tasso di rendimento si è ritenuto opportuno utilizzare il costo del capitale proprio (cost of equity capital, Ke), stimato attraverso il modello CAPM (Capital Asset Pricing Model)

$$Ke = rf + \beta * (rm - rf)$$

Dove:

Ke rappresenta il costo del capitale proprio;

rf rappresenta il tasso privo di rischio (*risk free rate*);

β rappresenta il rischio specifico dell'azienda;

$rm - rf$ rappresenta il premio per il rischio (*risk premium*) richiesto per investire nell'azienda da parte degli operatori di mercato.

Il costo del capitale proprio, ossia la remunerazione per aver investito in un'azienda "rischiosa", è dato dal tasso privo di rischio e da uno spread individuato dalla rischiosità specifica dell'impresa, moltiplicata per il premio per il rischio richiesto dal mercato per investire in aziende simili. Di seguito si riepilogano le fonti dalle quali sono stati estratti i dati per il calcolo del costo del capitale proprio:

- Tasso privo di rischio, *risk free rate*, *rf*: il tasso privo di rischio è stato individuato prendendo a riferimento il rendimento dei titoli di Stato a media scadenza, per analogia con la durata tecnico economica del piano di attualizzazione utilizzato, che abbiano tuttavia caratteristiche di elevata liquidità; in particolare sono stati scelti i Buoni del tesoro Poliennali (BTP) con scadenza pari a 7 anni, nella convinzione che nelle economie più avanzate il governo possa essere considerato privo del rischio di default e, perciò, il rendimento concesso dallo stesso governo sui bond emessi possa essere considerato privo di rischio. Il valore individuato è pari a 3,77% (fonte: www.borsaitaliana.it) (**All. 7**).
- Beta, β : si è fatto affidamento al database open source del Prof. Aswath Damodaran, docente di finanza e valutazione d'azienda presso la New York University. A riguardo, sono stati selezionati il coefficiente di rischio relativo ai paesi Western Europe per il settore Machinery (last update january 2023). Il valore così individuato è pari a 1,24 (**All. 8**).
- Premio per il rischio, *risk premium*, $rm - rf$: anche in questo caso si è fatto affidamento al database del Prof. Damodaran sopra citato, selezionando l'equity risk premium corrispondente all'Italia (last update january 2023). Il valore così individuato è pari al 9,73% (**All. 9**).

Considerati gli elementi di cui sopra ed applicando la formula del modello CAPM si ottiene:

$$K_e = r_f + \beta * (r_m - r_f) = 3,77 + 1,24 * 9,73 = 15,83\%$$

Che rappresenta il tasso di rendimento.

7. SINTESI VALUTATIVA

Applicando i parametri sopra individuati alla formula di determinazione del valore economico dell'azienda (W) con il metodo misto, otteniamo la seguente stima:

$$W = K + \sum_1^n (R - iK) \cdot v^j$$

Patrimonio netto rettificato K = 70.000

Utile medio normalizzato R = 19.000

Tasso di congrua remunerazione i = 15,83%

Tasso di attualizzazione i' = 3,77%

Durata del sovrareddito n = 7

Avviamento:

$$\sum_1^n (R - iK) \cdot v^j$$

= 48.646 euro, arrotondato a 48.600 euro

A conclusione delle analisi effettuate nella presente relazione, il valore complessivo dell'azienda di proprietà del fallimento Meccanica Valdelsa Srl in liquidazione viene, pertanto, riepilogato come segue:

<i>IMMOBILE</i>	<i>€ 881.400,00</i>
<i>BENI MOBILI E MOBILI REGISTRATI</i>	<i>€ 70.000,00</i>
<i>AVVIAMENTO</i>	<i>€ 48.600,00</i>
<i>TOTALE VALORE AZIENDA</i>	<i>€ 1.000.000,00</i>

Si ribadisce che il valore dell'azienda come sopra determinato presuppone che i beni vengano posti in vendita quale lotto unico, facenti parte di un'organizzazione aziendale funzionante attualmente utilizzata in forza di un contratto di affitto che avrà scadenza il 15.11.2024, e si intenderà tacitamente rinnovato di anno in anno salvo disdetta di una delle parti almeno 3 mesi prima della scadenza. Qualora, invece, i beni che compongono l'azienda, con particolare riferimento ai beni strumentali, venissero ceduti atomisticamente, nella determinazione del loro valore si dovrebbe tener conto anche dei costi di smontaggio, trasporto e nuova installazione e, pertanto, la valutazione di detti beni sarebbe inferiore rispetto a quella sopra indicata.

8. VALORE DELL'AFFITTO DELL'AZIENDA

L'ulteriore quesito che la Curatrice ha posto alla sottoscritta è quello di valutare la congruità del canone di locazione del contratto di affitto dell'azienda di proprietà della "Meccanica Valdelsa Srl in liquidazione" che, come illustrato nei paragrafi precedenti, è stato fissato dalle parti in complessivi euro 3.000,00 oltre IVA mensili di cui euro 2.000,00 per il compendio immobiliare ed euro 1.000,00 per la residua parte dei beni, diritti e rapporti facenti parte dell'azienda (quali attrezzature, impianti, marchio ecc.).

Con riferimento al canone di affitto d'azienda, la dottrina, menzionata nel documento CNDCEC "La determinazione del canone congruo di locazione d'azienda nelle procedure concorsuali", marzo 2016, ha proposto varie metodologie:

- il canone congruo potrebbe essere determinato come prodotto tra il valore del capitale economico e un tasso di remunerazione del capitale investito nell'azienda locata. Il valore del capitale economico andrebbe determinato facendo ricorso a grandezze stock e non a grandezze flusso in quanto i flussi attesi rappresenterebbero l'incognita da determinare

producendo problemi di circolarità. Per tale motivo sarebbe preferibile stimare il valore economico con metodi patrimoniali complessi ossia incrementando il patrimonio netto rettificato del valore dei beni immateriali non contabilizzati (Lacchini M., Trequatrini R. – 1998 – «Sulla individuazione del canone congruo in ipotesi di affitto di azienda –con particolare riferimento alle imprese in fallimento» in Rivista italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale luglio –agosto). Il tasso di remunerazione andrebbe calcolato utilizzando il CAPM oppure la regola empirica di Stoccarda;

- il canone congruo, nel caso di un affitto deciso nell'ambito di una procedura fallimentare, potrebbe essere quantificato calcolando il prodotto tra il valore dell'azienda determinato secondo il metodo patrimoniale e una percentuale che dovrebbe essere inversamente proporzionale alla deperibilità delle componenti immateriali d'azienda e andrebbe determinata in un intervallo compreso tra zero e la redditività normale del settore (Danovi A. –2000 –«Fallimento, valutazione e affitto d'azienda», in Rivista dei Dottori Commercialisti n.4);

- il canone congruo dovrebbe essere determinato come prodotto tra il valore d'uso del patrimonio locato e un tasso di congrua remunerazione dell'investimento effettuato. Il valore d'uso dovrebbe essere quantificato attualizzando i flussi attesi dal capitale dell'azienda oggetto del contratto di affitto. Il tasso di congrua remunerazione dovrebbe essere determinato considerando innanzitutto il rischio di insolvenza del conduttore (che a sua volta dipende dalla situazione economico –patrimoniale –finanziaria dello stesso e dalle eventuali garanzie concesse alla procedura). Qualora le differenze inventariali che si manifestano dall'inizio alla fine del contratto non vengano determinate con riferimento alla variazione del capitale economico, ma solo in relazione alle modifiche delle consistenze patrimoniali, il locatore sopporta anche il rischio derivante dalla possibile riduzione del valore di avviamento che dovrebbe pertanto essere considerato nella scelta del tasso impiegato per determinare il

canone di locazione (A. Mechelli, «La stima del valore congruo del canone di locazione nell'ipotesi di affitto di azienda», in Riv. Dott. Comm., 2007, n. 7).

Le varie soluzioni proposte dalla dottrina, pur evidenziando impostazioni leggermente diverse, sono accomunate dal principio secondo il quale il canone per l'affitto dell'azienda, deve essere elaborato quale prodotto tra il valore dell'azienda stessa e un opportuno tasso di rendimento. Si ritiene, quindi, che un canone, per potersi definire congruo, debba consentire all'affittante un certo rendimento finanziario del capitale investito, oltre ad un ulteriore spread quanto meno idoneo a coprire il rischio di perdita della funzionalità e dell'efficienza del complesso produttivo e dell'avviamento.

Nella determinazione del rendimento finanziario del capitale investito si applica un tasso che rappresenta un puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo; pertanto, si è assunta a riferimento la redditività derivante da investimenti alternativi a medio termine e privi di rischio (BTP a 5 anni), ricompreso tra lo 0,23% (rendimento ottobre 2020) e il 4,41% (rendimento ultima asta settembre 2023).

Considerato, inoltre, che l'azienda è stata concessa in affitto al fine di preservarne il valore ed il funzionamento in vista di una futura cessione, al tasso *risk-free*, come sopra determinato, va aggiunta una componente che consenta di tener conto di un premio per il "rischio specifico" che a sua volta è legato all'esposizione al rischio di mercato della società che tenga conto delle dimensioni dell'impresa, del settore e del contesto geografico in cui essa opera.

Si ritiene di poter attribuire a tale componente un valore compreso tra il 5% e il 10%.

I tassi cui fare riferimento nella determinazione della congruità del canone di affitto assumono valori pari a min. 5,23% e max. 14,41% e, pertanto, il canone annuo di affitto d'azienda può essere ricompreso nel seguente intervallo:

	min. (5,23%)	max. (14,41%)
azienda (€ 118.600)	6.202,78	17.090,26
<u>immobile (€ 881.400)</u>	<u>46.097,22</u>	<u>127.009,74</u>
Canone annuo totale	52.300,00	144.100,00
Canone mensile totale	4.358,00	12.008,00

Sulla base del conteggio sopra riportato, **il canone congruo di locazione per l'azienda concessa in affitto dovrebbe essere almeno pari ad euro 4.400,00 mensili;** pertanto si ritiene che l'attuale canone di locazione stabilito dalle parti con contratto sottoscritto in data 12.11.2020 in euro 3.000,00 mensili + IVA, suddivise in € 2.000,00 per l'affitto dell'immobile e € 1.000,00 per l'affitto degli altri beni facenti parte dell'azienda, debba essere incrementato di almeno euro 1.400,00 mensili per la parte relativa all'affitto dell'immobile, salvo diversa ripartizione che il Curatore ritenesse preferibile.

Si fa presente che, ai fini della determinazione dell'incremento dell'attuale canone, occorre tener conto che il predetto contratto, in essere nell'ambito della procedura concorsuale, consente di mantenere l'azienda in funzionamento e di conservare il patrimonio ed il valore degli *intangibles* nell'ottica di una vendita in un unico lotto, quale complesso di beni organizzato, essendo la cessione unitaria dell'azienda più proficua rispetto alla cessione atomistica dei singoli beni che la compongono.

La sottoscritta, ritenendo di aver assolto l'incarico affidatole, ringrazia per la fiducia accordata e rimane a disposizione per eventuali chiarimenti e integrazioni.

Poggibonsi 7 novembre 2023

Il Consulente tecnico

Dott.ssa Lucia Vezzosi

ALLEGATI:

- 1) Autorizzazione alla nomina;
- 2) Contratto di affitto di azienda;
- 3) Elenco beni mobili inventariati;
- 4) Libretto Fiat Doblò;
- 5) lettere di riassunzione dei dipendenti;
- 6) Elenco e fotografie beni mobili;
- 7-8-9) Dati per il calcolo del tasso di attualizzazione.