

TRIBUNALE DI SANTA MARIA CAPUA VETERE

SEZIONE III CIVILE

Fallimento Gustavo De Negri & ZA.MA. S.r.l.

Manifattura Tessile n.36/2021

GIUDICE DELEGATO : Dr.ssa Marta Sodano

Curatore Fallimentare : Walter Russo

RELAZIONE DI CONSULENZA TECNICA

Sommario

1) Premessa, scopo ed oggetto dell'incarico	pag 3
2) Quadro di sintesi del lavoro	pag 4
3) Cenni storici attività sociale	pag 5
4) Settore.....	pag 7
5) Analisi della situazione economica e patrimoniale.....	pag 9
6) Metodo e criteri di valutazione.....	pag 10
7) La valutazione d'azienda in liquidazione e nelle procedure concorsuali.....	pag 23
8) La scelta del metodo di valutazione nel caso di specie e sua applicazione.....	pag 32
9) Conclusioni.....	Pag 33

TRIBUNALE DI SANTA MARIA CAPUA VETERE

SEZIONE III CIVILE

Fallimento Gustavo De Negri & ZA.MA. S.r.l.

Manifattura Tessile n.36/2021

GIUDICE DELEGATO : Dr.ssa Marta Sodano

Curatore Fallimentare : Walter Russo

1- Premessa, scopo ed oggetto dell'incarico

Il sottoscritto dott. Giuseppe Luberto , Dottore Commercialista iscritto al n. 190/A presso l'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili della provincia di Caserta ed iscritto al registro dei revisori legali al n. 33118, avendo i requisiti di cui l'art. 67 comma III l.f. e adeguate competenze in materia di azienda , ha ricevuto da parte della Dr. Marta Sodano , in qualità di Giudice Delegato, l'incarico per determinare il valore dell'azienda ai fini della vendita della società :

Gustavo De Negri & ZA.MA. S.R.L. Manifattura Tessile

con sede in Caserta al viale San Josemaria Escrivà , C.F. 02516840614 P.I. 02516840614 Iscritta presso il Registro delle imprese di Caserta al n. REA CE – 178394;

2 - Quadro di sintesi del lavoro

Si anticipa un quadro di sintesi del lavoro svolto e delle procedure adottate:

- Si è provveduto ad effettuare un esame della documentazione fornita al perito, che ha consentito di acquisire le conoscenze necessarie ad inquadrare la specifica problematica aziendale e societaria da sottoporre ad analisi;
- Si è preliminarmente provveduto a stimare il capitale economico aziendale per poter poi valutare la reale consistenza ;

E' stato individuato, tra i vari metodi applicabili, quello '**patrimoniale – semplice**', ritenuto il più idoneo a rappresentare una valutazione maggiormente rispondente alla realtà, tenuto conto delle caratteristiche aziendali, dell'attività effettivamente svolta e del mercato di riferimento.

Nell'ambito di applicazione di detto metodo si è provveduto alla *rettifica del patrimonio*, operazione finalizzata a ricondurre i valori contabili a quelli ritenuti più rispondenti alla realtà.

La rettifica ha consentito di stimare la reale consistenza del capitale economico, intervenendo su specifiche poste di bilancio quali:

Immobilizzazioni Immateriali

Immobilizzazioni Materiali

Crediti

Rimanenze

Informazioni, documenti esaminati

La valutazione è stata effettuata considerando la seguente documentazione :

- Perizia di stima Arch. Paolo Russo.
- Relazione del Dott. Michele Piombino per la determinazione del corrispettivo del fitto di Azienda-
- Bilanci di esercizio al 31-12-2013; 31-12-2014; 31-12-2015;

3 - Cenni storici e attività sociale

La società inizia l'attività il 19 ottobre 1998 ereditando una vecchia tradizione della famiglia De Negri con la denominazione "Arredo Tex S.R.L. con Il primo stabilimento produttivo sito in Casagiove (CE) via Appia Antica".

In data 22 luglio 2002 muta la denominazione sociale in "Gustavo De Negri S.R.L. Manifattura Tessile " effettua un nuovo investimento in Piana di Monte Verna con una struttura di 1.200 mq e con dei macchinari tecnologicamente più avanzati .

Tra 1999 e il 2003 ,grazie alle idee e alla spinta delle nuove generazioni, si ha un incremento di fatturato da € 197.000,00 a € 2.100.000,00 con l' apertura di nuovi mercati.

I soci strutturano la società anche finanziariamente, per far fronte ai nuovi investimenti e all'espansione, aumentano il capitale da € 99.000,00 a € 1.000.000,00, con deliberazione di assemblea straordinaria del 7 aprile 2010, e deliberano anche la partecipazione al capitale dell' Agenzia Nazionale per l'Attrazione degli investimenti e lo Sviluppo di impresa S.P.A (Invitalia già Sviluppo Italia S.P.A.).

Alla data dell'ultimo bilancio disponibile al 31/12/2015 il capitale sociale era di € 1.000.000 sottoscritto e versato è così di seguito suddiviso tra i soci:

- DE NEGRI GUSTAVO (legale rappresentante)	€ 532.000,00	53,2%
- BOVE FILOMENA	€ 266.000,00	26,6%
- AGENZIA NAZIONALE PER L'ATTRAZIONE DEGLI I NVESTIMENTI E SVILUPPO DI IMPRESA S.P.A.	€ 202.000,00	20,2%

La società con il nuovo investimento, tecnologicamente avanzato, e con l'espansione dei mercati aumenta la forza lavoro arrivando a 35 addetti.

Nonostante gli sforzi la società risente in maniera drammatica della crisi del settore, la brusca frenata impatta negativamente sull'attività traducendosi in un importante squilibrio economico finanziario.

Di seguito i passi tracciati dalla società dalla richiesta di concordato preventivo alla richiesta di fallimento:

- Richiesta di ricorrere alla procedura di concordato preventivo in data 04/07/2016 presso la Cancelleria Fallimentare del Tribunale di S. Maria C. V.
- Con decreto del 01/03/2017, depositato in cancelleria in data 08/03/2017, il Tribunale di S. Maria C.V. dichiarava aperta la procedura di concordato preventivo.
- Con decreto del 14/11/2017 ,depositato in cancelleria in data 27/11/2017 il tribunale di S.Maria C.V. emetteva l' omologa della procedura di concordato preventivo.
- Su istanza da parte del legale rappresentante di auto fallimento il Tribunale di Santa Maria C.V. con sentenza n. 36/2021 del 21/07/2021 accetta l'istanza nominando giudice delegato la dottoressa Marta Sodano e avv. Walter Russo curatore in sostituzione dell'avv. Sergio Maria Ferritto rinunziatario.
- Con provvedimento dell' 11.01.2021 , perfezionatosi in data 17.09.2021 , con atto del notaio Pasquale Liotti di Caserta ,il G.D. autorizza a stipulare un contratto di affitto tra la curatela e la DNL SPA.

4 – Settore

La grandezza del settore dei decenni precedenti oramai è solo un ricordo, rispetto agli anni 80 è un altro mondo.

Il settore è entrato in crisi per tre fattori fondamentali:

Eccesso di offerta ;

Guerra dei prezzi ;

Riduzione dei consumi ;

Troppa la competizione internazionale di paesi in cui c'è un costo minore della manodopera, dalla Cina al sud est Asiatico, fino all'est Europa .

Comunque fino a Marzo del 2020 il settore stava dando segnali di resistenza a delocalizzazioni e internalizzazione, ma poi l'emergenza pandemica ha sommerso tutto, il Covid è stato il granello di sabbia che ha bloccato ogni catena, da emergenza sanitaria a catastrofe economica. La crisi ha portato il settore indietro di un quarto di secolo, si è tornati ai livelli della fine degli anni 90, quando i consumi delle famiglie erano molto più ridotti.

Il 2022 poteva essere l'anno della ripresa ma la fiammata dei prezzi dell'energia e gli effetti della guerra in Ucraina rischiano di bruciare il 3% del Pil italiano con ricadute pesanti sulle attività di impresa e l'occupazione.

Con il caro energia il Fondo Monetario Internazionale, nel periodo prebellico aveva stimato una contrazione del Pil pari al 1,5% a cui vanno aggiunti ora gli effetti della guerra che rischiano di costare all'Italia almeno un altro 1,5% di Pil tra rincari delle materie prime, difficoltà negli approvvigionamenti, mancato export verso la Russia, chiusura dei flussi turistici e peggiorate condizioni per la circolazione delle merci. Per il tessile è pieno allarme. Il settore tessile sta affrontando una situazione

senza precedenti. Molte aziende stanno valutando la possibilità di interrompere la produzione a causa dei costi energetici.

Insomma la situazione rischia di minare la ripresa del settore che cercava di recuperare a pieno le posizioni perse.

5 – Analisi della situazione economica e patrimoniale.

Per fornire maggiormente le vicende societarie si riportano i seguenti dati:

- Bilanci legali 2013-2014-2015;
- Indici di bilancio;
- Cash flow;
- Indici di allerta;

GUSTAVO DE NEGRI & Z.A.M.A. S.R.L. MANIFATTURIERA TESSILE

Bilanci legali

Anni consuntivi		2012	2013	2014	2015
Stato patrimoniale attivo					
		2012	2013	2014	2015
A	A) Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti, con separata indicazione della parte già richiamata.				
B	B) Immobilizzazioni, con separata indicazione di quelle concesse in locazione finanziaria:				
B.I	I - Immobilizzazioni immateriali (al netto del fondo ammortamento):				
B.I.1	1) costi di impianto e di ampliamento;				
B.I.2	2) costi di sviluppo;	920.721 €	908.345 €	729.000 €	458.400 €
B.I.3	3) diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno;				
B.I.4	4) concessioni, licenze, marchi e diritti simili;				
B.I.5	5) avviamento;				
B.I.6	6) immobilizzazioni in corso e acconti;	248.854 €	206.500 €	206.500 €	
B.I.7	7) altre.		27.696 €	9.963 €	211.724 €
	Totale B.I	1.169.575 €	1.142.541 €	945.463 €	670.124 €
B.II	II - Immobilizzazioni materiali (al netto del fondo ammortamento):				
B.II.1	1) terreni e fabbricati;	2.488.508 €	1.842.595 €	1.778.904 €	1.715.213 €
B.II.2	2) impianti e macchinari;		430.152 €	306.815 €	201.094 €
B.II.3	3) attrezzature industriali e commerciali;		427 €	59 €	
B.II.4	4) altri beni;		21.928 €	16.250 €	10.374 €
B.II.5	5) immobilizzazioni in corso e acconti.				
	Totale B.II	2.488.508 €	2.295.102 €	2.102.028 €	1.926.681 €
B.III	III - Immobilizzazioni finanziarie, con separata indicazione, per ciascuna voce dei crediti, degli importi esigibili entro l'esercizio successivo:				
B.III.1	1) partecipazioni in:				
B.III.1.a	a) imprese controllate;				
B.III.1.b	b) imprese collegate;				
B.III.1.c	c) imprese controllanti;				
B.III.1.d	d) imprese sottoposte al controllo delle controllanti;				
	d-bis) altre imprese;	8.400 €	8.400 €	8.400 €	
B.III.2	2) crediti:				
B.III.2.a	a) verso imprese controllate;				
	- entro il successivo esercizio;				
	- oltre il successivo esercizio;				
B.III.2.b	b) verso imprese collegate;				
	- entro il successivo esercizio;				
	- oltre il successivo esercizio;				
B.III.2.c	c) verso controllanti;				
	- entro il successivo esercizio;				
	- oltre il successivo esercizio;				
	d) imprese sottoposte al controllo delle controllanti;				
	- entro il successivo esercizio;				
	- oltre il successivo esercizio;				
	d-bis) verso altri;				
	- entro il successivo esercizio;				
	- oltre il successivo esercizio;				
B.III.3	3) altri titoli (al netto dei relativi fondi svalutazione)				
	- entro il successivo esercizio;				
	- oltre il successivo esercizio;				
B.III.4	4) strumenti finanziari derivati attivi;				
	- entro il successivo esercizio;				
	- oltre il successivo esercizio;				
	Totale B.III	8.400 €	8.400 €	8.400 €	- €
	Totale immobilizzazioni (B);	3.666.483 €	3.446.043 €	3.055.891 €	2.596.805 €
C	C) Attivo circolante:				
C.I	I - Rimanenze:				
C.I.1	1) materie prime, sussidiarie e di consumo;	69.280 €	62.520 €	58.739 €	77.426 €
C.I.2	2) prodotti in corso di lavorazione e semilavorati;	1.158.899 €	1.074.219 €	1.072.578 €	290.116 €

C.I.3	3) lavori in corso su ordinazione;				
C.I.4	4) prodotti finiti e merci;	337.315 €	446.919 €	502.304 €	233.067 €
C.I.5	5) acconti.				
	Totale C.I	1.565.494 €	1.583.658 €	1.633.621 €	600.609 €
		2012	2013	2014	2015
C.II	II - Crediti, con separata indicazione, per ciascuna voce, degli importi esigibili oltre l'esercizio successivo:				
C.II.1	1) verso clienti (al netto del fondo svalutazione crediti);				
	- entro il successivo esercizio;	776.936 €	666.954 €	674.389 €	692.704 €
	- oltre il successivo esercizio;				
C.II.2	2) verso imprese controllate (al netto del fondo svalutazione crediti);				
	- entro il successivo esercizio;				
	- oltre il successivo esercizio;				
C.II.3	3) verso imprese collegate (al netto del fondo svalutazione crediti);				
	- entro il successivo esercizio;				
	- oltre il successivo esercizio;				
C.II.4	4) verso controllanti (al netto del fondo svalutazione crediti);				
	- entro il successivo esercizio;				
	- oltre il successivo esercizio;				
C.II.5	5) verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti;				
	- entro il successivo esercizio;				
	- oltre il successivo esercizio;				
	5-bis) crediti tributari;				
	- entro il successivo esercizio;	81.171 €	77.975 €	58.264 €	56.098 €
	- oltre il successivo esercizio;	25.151 €	19.351 €	- €	20.257 €
	5-ter) imposte anticipate;				
	- entro il successivo esercizio;	93.960 €	93.960 €	93.960 €	93.960 €
	- oltre il successivo esercizio;				
	5-quater) verso altri;				
	- entro il successivo esercizio;	234.424 €	194.452 €	144.200 €	71.369 €
	- oltre il successivo esercizio;				
	Totale Crediti entro il successivo esercizio	1.186.491 €	1.033.341 €	970.813 €	914.131 €
	Totale Crediti oltre il successivo esercizio	25.151 €	19.351 €	- €	20.257 €
	Totale C.II	1.211.642 €	1.052.692 €	970.813 €	934.388 €
C.III	III - Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni:				
C.III.1	1) partecipazioni in imprese controllate (al netto del fondo svalutazione);				
C.III.2	2) partecipazioni in imprese collegate (al netto del fondo svalutazione);				
C.III.3	3) partecipazioni in imprese controllanti (al netto del fondo svalutazione);				
	3-bis) partecipazioni in imprese sottoposte al controllo delle controllanti;				
C.III.4	4) altre partecipazioni (al netto del fondo svalutazione);	3.500 €	18.750 €	35.583 €	50.642 €
C.III.5	5) strumenti finanziari derivati attivi;				
C.III.6	6) altri titoli (al netto del fondo svalutazione).				
	Totale C.III	3.500 €	18.750 €	35.583 €	50.642 €
C.IV	IV - Disponibilità liquide:				
C.IV.1	1) depositi bancari e postali;	113.932 €	53.619 €	47.191 €	462 €
C.IV.2	2) assegni;				
C.IV.3	3) denaro e valori in cassa;	145 €	163 €	93 €	70 €
	Totale C.IV	114.077 €	53.782 €	47.284 €	532 €
	Totale attivo circolante (C)	2.894.713 €	2.708.882 €	2.687.301 €	1.586.171 €
D	D) Ratei e risconti attivi	63.469 €	53.108 €	107.764 €	98.447 €
	Totale attivo (A+B+C+D)	6.624.665 €	6.208.033 €	5.850.956 €	4.281.423 €

Stato patrimoniale passivo		2012	2013	2014	2015
A	A) Patrimonio netto:				
A.I	I - Capitale.	1.000.000 €	1.000.000 €	1.000.000 €	1.000.000 €
A.II	II - Riserva da soprapprezzo delle azioni.				
A.III	III - Riserve di rivalutazione.	382.194 €	236.295 €	107.876 €	33.952 €
A.IV	IV - Riserva legale.	19.800 €	19.800 €	19.800 €	19.800 €
A.V	V - Riserve statutarie.				
A.VI	VI - Altre riserve, distintamente indicate fra cui "riserva straordinaria"			3 €	50.097 €
A.VII	VII - Riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi.				
A.VIII	VIII - Utili (perdite) portati a nuovo.				
A.IX	IX - Utile (perdita) dell'esercizio.	- 145.898 €	- 128.420 €	- 73.924 €	- 1.825.913 €
A.X	X - Riserva negativa per azioni proprie in portafoglio.				
	Totale A	1.256.096 €	1.127.675 €	1.053.749 €	- 722.064 €
B	B) Fondi per rischi e oneri:				
B.1	1) per trattamento di quiescenza e obblighi simili;	39.498 €	43.998 €	135.727 €	106.368 €
B.2	2) per imposte, anche differite;	195.594 €	189.969 €	184.343 €	178.717 €
B.3	3) strumenti finanziari derivati passivi;				
B.4	4) altri.	70.183 €	86.729 €		
	Totale B	305.275 €	320.696 €	320.070 €	285.085 €
C	C) Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato.	516.093 €	525.168 €	540.221 €	498.285 €
D	D) Debiti, con separata indicazione, per ciascuna voce, degli importi esigibili oltre l'esercizio successivo:				
D.1	1) obbligazioni;				
D.1.a	- entro il successivo esercizio;				
D.1.b	- oltre il successivo esercizio;				
D.2	2) obbligazioni convertibili;				
D.2.a	- entro il successivo esercizio;				
D.2.b	- oltre il successivo esercizio;				
D.3	3) debiti verso soci per finanziamenti;				
D.3.a	- entro il successivo esercizio;				
D.3.b	- oltre il successivo esercizio;				
D.4	4) debiti verso banche;				
D.4.a	- entro il successivo esercizio;	692.638 €	706.403 €	1.289.780 €	984.328 €
D.4.b	- oltre il successivo esercizio;	330.206 €	238.219 €		312.391 €
D.5	5) debiti verso altri finanziatori;				
D.5.a	- entro il successivo esercizio;	47.826 €	134.346 €	396.468 €	
D.5.b	- oltre il successivo esercizio;	562.714 €	476.143 €		465.321 €
D.6	6) acconti;				
D.6.a	- entro il successivo esercizio;	75.290 €	74.614 €		
D.6.b	- oltre il successivo esercizio;				
D.7	7) debiti verso fornitori;				
D.7.a	- entro il successivo esercizio;	1.080.728 €	789.034 €	448.113 €	547.037 €
D.7.b	- oltre il successivo esercizio;				
D.8	8) debiti rappresentati da titoli di credito;				
D.8.a	- entro il successivo esercizio;	28.275 €			
D.8.b	- oltre il successivo esercizio;				
D.9	9) debiti verso imprese controllate;				
D.9.a	- entro il successivo esercizio;				
D.9.b	- oltre il successivo esercizio;				
D.10	10) debiti verso imprese collegate;				
D.10.a	- entro il successivo esercizio;				
D.10.b	- oltre il successivo esercizio;				
D.11	11) debiti verso controllanti;				
D.11.a	- entro il successivo esercizio;				
D.11.b	- oltre il successivo esercizio;				
	11-bis) debiti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti;				
	- entro il successivo esercizio;				
	- oltre il successivo esercizio;				
D.12	12) debiti tributari;				
D.12.a	- entro il successivo esercizio;	371.669 €	273.746 €	311.276 €	249.450 €
D.12.b	- oltre il successivo esercizio;	120.762 €	258.841 €		86.861 €
D.13	13) debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale;				
D.13.a	- entro il successivo esercizio;	163.206 €	215.803 €	76.234 €	97.207 €
D.13.b	- oltre il successivo esercizio;				22.961 €
D.14	14) altri debiti;				
D.14.a	- entro il successivo esercizio;	222.079 €	329.437 €	806.414 €	533.763 €
D.14.b	- oltre il successivo esercizio;	62.659 €	31.411 €		358.498 €
	Totale Debiti entro il successivo esercizio	2.681.711 €	2.523.383 €	3.328.285 €	2.411.785 €
	Totale Debiti oltre il successivo esercizio	1.076.341 €	1.004.614 €	- €	1.246.032 €
	Totale D	3.758.052 €	3.527.997 €	3.328.285 €	3.657.817 €
E	E) Ratei e risconti passivi	789.149 €	706.497 €	608.631 €	562.300 €
	Totale passivo (A+B+C+D+E)	6.624.665 €	6.208.033 €	5.850.956 €	4.281.423 €
controllo		- €	- €	- €	- €

Conto economico		2012	2013	2014	2015
A	A) Valore della produzione:				
A.1	1) ricavi delle vendite e delle prestazioni;	3.041.835 €	3.012.262 €	2.669.162 €	2.155.451 €
A.2	2) variazioni delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti;	233.605 €	24.924 €	53.744 €	- 1.051.698 €
A.3	3) variazioni dei lavori in corso su ordinazione;				
A.4	4) incrementi di immobilizzazioni per lavori interni;	297.000 €	276.000 €	130.000 €	
A.5	5) altri ricavi e proventi, con separata indicazione dei contributi in conto esercizio:				
	a) contributi in conto esercizio	6.228 €			69.266 €
	b) altri ricavi e proventi	145.686 €	87.332 €	99.571 €	46.331 €
	- di cui di natura straordinaria	25.152 €			
	Totale valore della produzione	3.724.354 €	3.400.518 €	2.952.477 €	1.219.350 €
B	B) Costi della produzione:				
B.6	6) per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci;	898.354 €	778.137 €	615.720 €	653.400 €
B.7	7) per servizi;	1.011.485 €	938.701 €	818.078 €	790.307 €
B.8	8) per godimento di beni di terzi;	3.213 €	2.479 €		
B.9	9) per il personale:				
B.9.a	a) salari e stipendi;	823.089 €	691.032 €	597.647 €	593.811 €
B.9.b	b) oneri sociali;	267.380 €	218.039 €	190.655 €	190.636 €
B.9.c	c) trattamento di fine rapporto;	86.540 €	89.286 €	65.009 €	61.793 €
B.9.d	d) trattamento di quiescenza e simili;				
B.9.e	e) altri costi;				
B.10	10) ammortamenti e svalutazioni:				
B.10.a	a) ammortamento delle immobilizzazioni immateriali;	289.187 €	314.059 €	327.077 €	275.339 €
B.10.b	b) ammortamento delle immobilizzazioni materiali;	228.667 €	199.456 €	194.774 €	175.347 €
B.10.c	c) altre svalutazioni delle immobilizzazioni;				
B.10.d	d) svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circolante e delle disponibilità liquide;	1.460 €	8.430 €		
B.11	11) variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci;	2.985 €	6.760 €	3.781 €	- 18.686 €
B.12	12) accantonamenti per rischi;	23.344 €	16.546 €		
B.13	13) altri accantonamenti;				
B.14	14) oneri diversi di gestione	95.631 €	119.776 €	98.649 €	180.445 €
	- di cui di natura straordinaria	5.033 €			96.203 €
	Totale costi della produzione	3.731.335 €	3.382.701 €	2.911.390 €	2.902.392 €
	Differenza tra valore e costi della produzione (A - B)	- 6.981 €	17.817 €	41.087 €	- 1.683.042 €
C	C) Proventi e oneri finanziari:				
C.15	15) proventi da partecipazioni, con separata indicazione di quelli relativi ad imprese controllate e collegate e di quelli relativi a controllanti e a imprese sottoposte al controllo di queste ultime;				
C.16	16) altri proventi finanziari:				
	a) da crediti iscritti nelle immobilizzazioni, con separata indicazione di quelli da imprese controllate e collegate e di quelli da controllanti e da imprese sottoposte al controllo di queste ultime;				
	b) da titoli iscritti nelle immobilizzazioni che non costituiscono partecipazioni;				
	c) da titoli iscritti nell'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni;				
	d) proventi diversi dai precedenti, con separata indicazione di quelli da imprese controllate e collegate e di quelli da controllanti e da imprese sottoposte al controllo di queste ultime;	38 €		51 €	906 €
C.17	17) interessi e altri oneri finanziari, con separata indicazione di quelli verso imprese controllate e collegate e verso controllanti;	114.038 €	124.175 €	100.662 €	141.003 €
C.17-bis	17-bis) utili (perdite) su cambi.			- 980 €	
	Totale proventi e oneri finanziari (15 + 16 - 17 + - 17-bis)	- 114.000 €	- 124.175 €	- 101.591 €	- 140.097 €
D	D) Rettifiche di valore di attività e passività finanziarie:				
D.18	18) rivalutazioni:				
	a) di partecipazioni;				
	b) di immobilizzazioni finanziarie che non costituiscono partecipazioni;				
	c) di titoli iscritti all'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni;				
	d) di strumenti finanziari derivati;				
D.19	19) svalutazioni:				
	a) di partecipazioni;				8.400 €
	b) di immobilizzazioni finanziarie che non costituiscono partecipazioni;				
	c) di titoli iscritti all'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni;				
	d) di strumenti finanziari derivati;				
	Totale rettifiche di valore di attività e passività finanziarie (18-19)	- €	- €	- €	- 8.400 €
	Risultato prima delle imposte (A-B+C+D)	- 120.981 €	- 106.358 €	- 60.504 €	- 1.831.539 €
F.20	20) imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate;	24.917 €	22.062 €	13.420 €	- 5.626 €
F.21	21) Utile (Perdita) dell'esercizio	- 145.898 €	- 128.420 €	- 73.924 €	- 1.825.913 €
controllo		- €	- €	- €	- €

Indici di Bilancio	2013	2014	2015
Indici di Redditività			
ROE = Utile netto/Patrimonio netto	- 0,1139	- 0,0702	2,5287
ROI = Reddito operativo/Totale attivo	0,0029	0,0070	- 0,3706
ROS = Reddito operativo/Ricavi di vendita	0,0059	0,0154	- 0,7362
Capital Turnover = Ricavi di vendita/Totale attivo	0,4852	0,4562	0,5034
PFN e Indici di Performance Finanziaria			
Posizione Finanziaria Netta (PFN) = Debiti finanziari+TFR-disponibilità liquide-crediti finanziari	2.007.747 €	2.143.602 €	2.209.151 €
Onerosità del capitale di terzi = Oneri finanziari/(Passivo corrente+passivo consolidato)	0,0244	0,0210	0,0282
Rapporto di Indebitamento = (Passivo corrente+passivo consolidato)/Totale fonti	0,8184	0,8199	1,1687
Leverage = (Passivo corrente+passivo consolidato)/Patrimonio netto	4,5052	4,5525	- 6,9294
Fatturato/totale debiti	0,8538	0,8020	0,5893
Indici di Composizione Patrimoniale			
Indice di Rigidità degli Impieghi = Totale immobilizzazioni/Totale attivo	0,5551	0,5223	0,6065
Indice di Elasticità Globale = Attivo circolante/Totale immobilizzazioni	0,8015	0,9146	0,6487
Indici di Liquidità, di Solidità e di Copertura			
Current Ratio = Attivo corrente/Passivo corrente	0,7846	0,7100	0,4894
Indice di Copertura Globale = (Patrimonio netto+passivo consolidato)/Totale immobilizzazioni	0,7800	0,6263	0,3231
CCN e Indici di Durata			
Capitale Circolante Netto (CCN) = Rimanenze+crediti commerciali-debiti commerciali	1.386.964 €	1.859.897 €	746.276 €
Giorni medi di incasso da clienti = Crediti commerciali/(Ricavi di vendita/365)	81	92	117
Giorni medi di magazzino =Rimanenze/(Costo del venduto/365)	736	963	345
Giorni medi di pagamento dei fornitori = Debiti commerciali/(Acquisti/365)	183	114	138

Cash flow	2013	2014	2015
EBIT (Reddito Operativo)	17.817 €	41.087 €	- 1.586.839 €
-Imposte	- 22.062 €	- 13.420 €	5.626 €
NOPAT	- 4.245 €	27.667 €	- 1.581.213 €
+Ammortamenti	513.515 €	521.851 €	450.686 €
+Svalutazioni e altri accantonamenti (incluso accantonamento T	114.262 €	65.009 €	61.793 €
Autofinanziamento netto	623.532 €	614.527 €	- 1.068.734 €
Variazione CCN			
-Variazione delle rimanenze	- 18.164 €	- 49.963 €	1.033.012 €
-Variazione crediti commerciali	109.982 €	- 7.435 €	- 18.315 €
-Variazione crediti diversi e ratei/risconti attivi	44.079 €	17.825 €	48.998 €
+Variazione debiti commerciali	- 320.645 €	- 415.535 €	98.924 €
+Variazione debiti diversi e ratei/risconti passivi	86.211 €	- 13.180 €	108.485 €
+/- Variazione capitale circolante netto	- 98.537 €	- 468.288 €	1.271.104 €
Utilizzo fondo TFR e altri fondi			
-Utilizzo fondo TFR	- 80.211 €	- 49.956 €	- 103.729 €
-Utilizzo fondo rischi ed oneri	- 1.125 €	626 €	- 34.985 €
+Altre entrate operative di cassa			
-Altre uscite operative di cassa (INSERIRE IL VALORE PRECEDUTO DAL SEGNO "MENO")			
Flusso di cassa operativo corrente (FCOC)	443.659 €	95.657 €	63.656 €
Capex			
-Investimenti immobilizzazioni immateriali	- €	- €	- €
+Disinvestimenti immobilizzazioni immateriali	- €	- €	- €
-Investimenti immobilizzazioni materiali	- €	- €	- €
+Disinvestimenti immobilizzazioni materiali	- €	- €	- €
-Investimenti totali riferibili all'area operativa	- €	- €	- €
+Disinvestimenti totali riferibili all'area operativa	- €	- €	- €
Free cash flow operativo (FCFO)	443.659 €	95.657 €	63.656 €
-Oneri finanziari	- 124.175 €	- 100.662 €	- 141.003 €
+Proventi finanziari	- €	51 €	906 €
+Accensione debiti finanziari a lungo termine	- €	- €	312.391 €
-Rimborso debiti finanziari a lungo termine	- 91.987 €	- 238.219 €	- €
+Accensione debiti finanziari a breve termine	100.285 €	845.499 €	- €
-Rimborso debiti finanziari a breve termine	- €	- €	- 701.920 €
+Aumento/-rimborso di capitale sociale	- €	- €	- €
-Pagamento dividendi (INSERIRE IL VALORE PRECEDUTO DAL SEGNO "MENO")			
+Altre entrate finanziarie			
-Altre uscite finanziarie (INSERIRE IL VALORE PRECEDUTO DAL SEGNO "MENO")			
Free cash flow to equity (FCFE)	327.782 €	602.326 €	- 465.970 €

Indici di Allerta	2013	2014	2015	Soglia di accettabilità	Valori di riferimento CNDCEC
Patrimonio netto > 0	1.127.675 €	1.053.749 €	- 722.064 €		
Indice di sostenibilità degli oneri finanziari = Oneri finanziari/Ricavi di vendita	4,12%	3,77%	6,54%	1,5%-3,80%	1,50%
Indice di adeguatezza patrimoniale = (Patrimonio netto-crediti v/soci per versamenti ancora dovuti-dividendi da distribuire)/(Totale debiti+ratei e risconti passivi)	26,63%	26,77%	-17,11%	2,30%-9,40%	4,20%
<i>dividendi da distribuire</i>					
Indice di ritorno liquido dell'attivo = Cash flow/Totale attivo	10,04%	10,50%	-24,96%	0,3%-1,90%	1,00%
Indice di liquidità = (Attivo corrente+ratei e risconti attivi)/(Debiti a breve+ratei e risconti passivi)	78,46%	71,00%	48,94%	69,80%-108%	89,80%
Indice di indebitamento previdenziale e tributario = (Debiti tributari+debiti v/istituti di previdenza)/Totale attivo	12,06%	6,62%	10,66%	2,90%-14,60%	7,80%
DSCR = (NOPAT+Disponibilità liquide iniziali)/(Pagamenti diversi per capitale e interessi+Flusso di debiti operativi scaduti fisiologicamente)	0,03	0,02	0,44		

6 - Metodi e criteri di valutazione

Nella valutazione di azienda il perito incaricato ha l'onere di vagliare criticamente le soluzioni e i metodi meglio adattabili al caso concreto.

I criteri fondamentali della scelta devono soprattutto tenere conto:

- della finalità della valutazione;
- della tipologia di azienda da valutare.

Nel caso di specie è richiesta la valutazione dell'azienda **finalizzata a svolgere le attività previste dall'art 124 comma III l.f.**

Va inoltre sottolineato che ogni valutazione è condizionata da un *margin*e di *soggettività* che può essere più o meno elevato e, come tale, influenzare la scelta del metodo e, conseguentemente, il "valore".

L'iter logico del perito non può mai sfociare nell'arbitrarietà. Esso deve pur sempre rispondere ai principi di:

- **Obiettività:** la scelta del metodo deve essere il più possibile scevra da considerazioni soggettive e discrezionali derivanti dalle condizioni di forza contrattuale delle parti interessate;
- **Neutralità:** la figura e l'azione del perito devono rispondere a criteri di indipendenza;
- **Razionalità:** il metodo adottato deve rispondere a criteri "scientifici" idonei al caso concreto. Esso deve essere dotato di validità concettuale e derivare da un processo logico, chiaro e convincente;
- **Dimostrabilità:** le formule devono essere concretamente applicabili e devono avere un accettabile livello di credibilità;
- **Stabilità:** il valore non può essere influenzato da elementi provvisori o mutevoli, di carattere straordinario od eccezionale.

I metodi di valutazione adottabili in ipotesi di cessione di azienda (o di una partecipazione) possono essere distinti in **diretti ed indiretti**.

Si definiscono “**diretti**” quei metodi che individuano il valore del capitale economico d’impresa sulla base dei prezzi espressi dal mercato per aziende simili.

Tra essi va segnalato il

Metodo dei moltiplicatori di mercato

Individua il valore economico dell’azienda da valutare nella uguaglianza del rapporto tra il capitale economico e un *value driver* prescelto (utile netto, cash flow, numero dei clienti) dell’azienda da valutare e il medesimo rapporto riferito ad una o più aziende simili.

Esso può essere espresso dalla seguente formula:

$$\frac{Wc}{VDC} = \frac{Wt}{VDt}$$

dove:

Wc = valore medio del capitale economico di un campione di aziende simili a quella oggetto di valutazione;

VDC = valore medio del *value driver* prescelto per le aziende simili;

Wt = valore del capitale economico dell’azienda da valutare;

VDt = valore del *value driver* prescelto dell’azienda da valutare.

Il metodo trova un limite alla sua applicazione nella difficoltà di trovare aziende simili all’azienda da valutare e di individuare il loro *value driver* se esse non sono quotate nei mercati regolamentati.

La sua adozione è inoltre sconsigliabile in considerazione della limitata dimensione dell'azienda da valutare e alle notevoli difficoltà di individuare un valido campione.

Si definiscono "**indiretti**" quei metodi che basano la stima del capitale economico di una azienda sui flussi reddituali o finanziari prospettici, nonché sulla consistenza patrimoniale dell'impresa.

Tra essi si segnala:

Metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale si distingue in *semplice* e *complesso*.

Il *metodo patrimoniale semplice* considera il valore dell'azienda da stimare in misura corrispondente al suo patrimonio netto rettificato. La rettifica del patrimonio netto consiste nell'adeguare i "valori contabili" dei componenti dell'attivo e del passivo ai "valori correnti", mediante rivalutazioni o svalutazioni che non hanno alcuna influenza sull'assetto contabile, ma unicamente ai fini del processo di stima.

I singoli beni vengono distintamente individuati ed i loro valori contabili riespressi in termini correnti in base ai seguenti criteri:

- **criterio del valore di presunto realizzo**, per i beni destinati allo scambio (merci, materie prime e sussidiarie, prodotti finiti, etc);
- **criterio del valore di sostituzione**, per i beni dell'attivo non destinati allo scambio (immobilizzazioni materiali e immateriali);
- **criterio di presunta estinzione**, per i beni del passivo patrimoniale.

Il valore dell'azienda sarà pertanto pari alla differenza tra l'attivo ed il passivo rettificato, espresso dalla seguente formula:

$$K' = A' - P'$$

dove: K' = Patrimonio netto rettificato
 A' = Attività espresse in valori correnti
 P' = Passività espresse in valori correnti

Il *metodo patrimoniale complesso*, aggiunge ai valori determinati con il metodo semplice quello dei beni immateriali non contabilizzati (know how tecnologico, immagine, capitale umano e capacità manageriali, localizzazione, rete di vendita, quote di mercato, etc) e può essere espresso con la seguente formula:

$$V = K' + I$$

dove: V = Valore dell'azienda
 K' = Patrimonio netto rettificato
 I = Valore dei beni immateriali non contabilizzati

Il metodo patrimoniale semplice, pur possedendo i requisiti di razionalità ed obiettività, si adatta ad una azienda che non stia in funzionamento. Tale metodo consiste nel non tener conto della capacità di una azienda in funzionamento di produrre reddito (limite solo in parte mitigato dal metodo complesso).

Metodo reddituale

Tra i metodi indiretti quello reddituale tenta di rappresentare il valore del capitale economico di una azienda in funzionamento.

Esso stima il valore sulla base di prospettive di redditività della gestione futura, intesa sia per un tempo illimitato o per un numero limitato di esercizi giudicato idoneo da parte del valutatore.

La determinazione del reddito prospettico può essere effettuata in base al:

- **Criterio dei *risultati (redditi) programmati*;**
- **Criterio della *proiezione dei risultati storici*;**

Entrambi i criteri presuppongono un processo di *normalizzazione* del reddito prospettico, inteso nel senso di depurare i conti economici futuri da componenti attive e passive di carattere occasionale o straordinario, che non siano tipiche della gestione ordinaria d'impresa.

La stima richiede inoltre un processo di *attualizzazione* dei redditi prospettici, al fine riportare il loro valore alla data di riferimento della valutazione. A tal fine va attentamente individuato un *tasso di valutazione*, che rappresenta il tasso di rendimento teorico atteso da chi investe nell'impresa. Esso può ritenersi composto dal tasso corrente per gli investimenti privi di rischio (in genere titoli di Stato) maggiorato di un tasso che rappresenti il rischio d'impresa, ovvero l'eventualità di perdere il capitale investito.

Nella pratica il tasso di attualizzazione (i) va individuato più propriamente nel tasso di rendimento medio delle aziende simili operanti nello stesso settore di attività.

Il metodo dei *risultati programmati* si rende applicabile se e in quanto l'azienda dispone di attendibili piani pluriennali o di altri strumenti di pianificazione economica. In mancanza dovrà necessariamente farsi ricorso al metodo della *proiezione dei risultati storici normalizzati*.

La valutazione con il metodo reddituale può essere effettuata supponendo il reddito futuro:

- illimitato nel tempo (rendita perpetua);
- limitato ad un numero di esercizi prescelto.

La prima opzione può essere motivata dalla considerazione che l'azienda sia destinata a durare senza limitazione in quanto giudicata idonea ad autogenerare le risorse necessarie al mantenimento e/o all'accrescimento della capacità di reddito nel tempo, ovvero in tutti quei casi in cui sussistono notevoli difficoltà nello stimare attendibilmente la durata futura.

Il valore del capitale economico dell'azienda può essere pertanto espresso dalla seguente formula, che esprime il valore attuale di una rendita perpetua:

$$V = \frac{R}{i}$$

dove : V = Valore dell'azienda;

R = Reddito medio prospettico (normalizzato)

i = Tasso di attualizzazione (o di valutazione)

E' di fatto un criterio semplicistico di valutazione, adottato sporadicamente in pratica in quanto mal si concilia con la attuale realtà. Ciò in quanto le probabilità di vita futura delle aziende è oggi strettamente legata ad una sempre crescente dinamicità dei mercati ed alla loro globalizzazione.

Motivi di prudenza impongono pertanto di *limitare negli anni* la prospettiva di redditività futura delle aziende.

Tra i criteri idonei a determinare la vita futura di una azienda può ad esempio indicarsi la durata di concessioni pubbliche o di autorizzazioni.

In mancanza di questi o altri elementi validi la pratica professionale usa limitarsi ai *cinque esercizi successivi* a quello in cui ricade la data di riferimento della valutazione.

In caso di durata limitata la formula che esprime il valore del capitale economico è la seguente:

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

Ovvero:

$$V = R a$$

n i

dove :

- V** = valore dell'azienda;
- R** = reddito medio prospettico;
- a** → = simbolo matematico-finanziario che indica il valore attuale di una rendita **n i** con durata limitata;
- n** = numero di anni di prevedibile durata dell'azienda;
- i** = tasso di attualizzazione (o di valutazione).

Il metodo reddituale di valutazione, non contemplando componenti patrimoniali, si presta soprattutto alla stima del valore di aziende con basso livello di patrimonializzazione, quali quelle di servizi, di intermediazione anche finanziaria, di consulenza, etc., sempre che siano scarsamente significativi gli *assets patrimoniali*.

Metodo finanziario

Il metodo finanziario stima il valore del capitale dell'azienda in base alla *attualizzazione dei flussi di cassa* attesi dall'investimento e dalla attualizzazione del valore residuo del patrimonio non monetario.

Può considerarsi una variante del metodo reddituale, ove ai redditi prospettici (competenza economica) vengono sostituiti i flussi di cassa attesi (competenza finanziaria).

E' un metodo di notevole attendibilità, la cui credibilità aumenta a condizione che si disponga di piani strategici aziendali, tra cui il "portafoglio prodotti", che consenta di evidenziare le prospettive dei prodotti stessi, il loro grado di tecnologia, le innovazioni, etc.

E' inoltre necessario disporre di piani finanziari previsionali, di budget dell'esercizio e degli esercizi futuri, di budget di cassa, di situazioni di tesoreria, di liquidità, del circolante.

Il valore del capitale aziendale può pertanto essere espresso dalla seguente formula:

$$V = F_1(1+i)^{-1} + F_2(1+i)^{-2} \dots + F_n(1+i)^{-n} + Vr_n(1+i)^{-n}$$

ovvero:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{F}{(1+i)^t} + \frac{Vr}{(1+i)^n}$$

dove: **V** = valore dell'azienda;
F = flussi di cassa attesi;
 Σ = simbolo matematico di sommatoria;
i = tasso di attualizzazione (o di valutazione);
t = numero degli anni di prevedibile durata;
Vr = valore residuo dell'azienda.

Come accennato l'adozione del metodo finanziario richiede che l'azienda disponga di una attendibile stima dei flussi di cassa e finanziari. Nella pratica professionale esso è pertanto utilizzato anche quale metodo di riscontro della valutazione operata con altri metodi.

Esso mal si adatta a realtà aziendali di limitata dimensione, soprattutto se non dispongono di attendibili analisi finanziarie.

Metodi misti

I metodi patrimoniale, reddituale e finanziario esprimono la stima dell'azienda in base ai criteri specifici delle analisi metodologiche: il metodo patrimoniale trascura la componente reddituale e viceversa.

Con i *metodi misti* si vengono a coniugare le caratteristiche del *metodo patrimoniale* con quelle del *metodo reddituale*.

Elemento centrale nella valutazione con metodo misto è il patrimonio aziendale, rettificato ed espresso a valori di mercato. Il valore del patrimonio riceve quindi un correttivo reddituale.

I metodi misti si suddividono nei seguenti:

- ***metodo del valore medio;***
- ***metodo della stima autonoma dell'avviamento.***

Il ***metodo del valore medio*** esprime il valore dell'azienda quale media aritmetica (o ponderata) dell'elemento patrimoniale e di quello reddituale e può rappresentarsi con la seguente formula:

$$V = \frac{1}{2} \left(K + \frac{R}{i} \right)$$

dove:

V	=	Valore dell'azienda;
K	=	Patrimonio netto rettificato
R	=	Reddito medio prospettico
i	=	tasso di valutazione

Pur essendo un metodo molto adottato nella pratica professionale, esso non gode del requisito di linearità. Ciò in quanto è estremamente improbabile che il valore di avviamento (*goodwill*) possa posizionarsi esattamente a metà tra il valore del patrimonio e quello dei redditi prospettici. Inoltre, in caso di avviamento negativo (*badwill*) si appalesa contrario ad ogni criterio che si ispiri a prudenza.

Il metodo della stima autonoma dell'avviamento è il più diffuso nella prassi professionale in quanto enfatizza la caratteristica dell'azienda di produrre reddito e, come tale, di possedere un valore intrinseco – avviamento – che prescinde e si aggiunge al valore reale dei singoli beni che la compongono l'azienda.

L'avviamento è pertanto un “surplus” di reddito, ovvero il reddito “puro” costituito dalla differenza tra il reddito “normale” e gli oneri figurativi (interessi di computo sul capitale proprio investito, stipendio direzionale, etc.).

Esso corrisponde ad una serie di condizioni immateriali che consentono all'azienda di possedere un vantaggio competitivo, quali la posizione di mercato, il parco clienti, l'affidabilità sul mercato del credito, etc.

Il valore dell'azienda può esprimersi con la seguente formula:

$$V = K + A$$

dove:

- V** = Valore dell'azienda
- K** = Valore del patrimonio rettificato
- A** = Valore dell'avviamento

Il valore dell'avviamento va assunto in riferimento ad un numero limitato di esercizi futuri, per cui esso va *attualizzato* con la seguente formula:

$$A = (R - Ki) a_{\overline{n}|i}$$

dove:

A	=	Valore dell'avviamento
R	=	Reddito medio prospettico normalizzato
K	=	Valore del patrimonio rettificato
i	=	Tasso di valutazione "normale"
a_n	=	Simbolo matematico-finanziario che indica il valore attuale di una rendita posticipata con durata limitata
n	=	Numero di anni di prevedibile durata dell'avviamento
i'	=	Tasso di valutazione finanziario

La formula del valore dell'azienda, con durata limitata dell'avviamento, è pertanto la seguente:

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

Vanno effettuate alcune considerazioni sui nuovi elementi della valutazione (simboli della formula):

La **durata dell'avviamento** (**n**) viene di solito assunta per un periodo definito (di solito da tre a cinque anni), in quanto è difficile ipotizzare che le condizioni immateriali che costituiscono l'avviamento possano avere una durata illimitata, per cui una valutazione a durata indefinita si appalesa inattendibile.

Il **tasso di valutazione "normale"** (**i**) esprime sia il rendimento "puro" del capitale investito in operazioni prive di rischio (ad esempio in titoli di Stato), che il premio atteso dall'imprenditore per il "rischio d'impresa". Solitamente coincide con il tasso applicato con il metodo reddituale, a meno che il valutatore non faccia riferimento a "tassi di settore" più alti o più bassi.

Il **tasso di valutazione finanziario** (**i'**) esprime il "puro compenso" ottenibile dal capitale se fosse investito in strumenti finanziari privi di ogni rischio (free risk rate).

E' lo strumento necessario per ricondurre alla data della valutazione (attualizzare) i surplus di reddito futuri.

Viene in genere assunto in misura corrispondente al rendimento di titoli poliennali privi di ogni rischio, depurato della componente inflazionistica.

La differenza tra **R e Ki**, ovvero tra reddito medio prospettico e rendimento atteso del patrimonio rettificato, può dar luogo ad un avviamento positivo (*Goodwill*) o negativo (*Badwill*).

In entrambi i casi vanno analizzati i singoli fattori che determinano la specifica condizione.

Metodi innovativi

La pratica statunitense e anglosassone hanno ultimamente sperimentato altri metodi c.d. "innovativi" che comportano particolari elaborazioni dei dati di bilancio, compatibilmente con le specificità delle singole aziende da valutare.

Tra i metodi innovativi si segnala:

- **E.V.A.** (*Economic value added*): più che un metodo è un "indicatore economico di performance", finalizzato a misurare la capacità di una azienda in funzionamento di produrre nuova ricchezza.
- **M.V.A.** (*Market value added*): può essere considerato simile all' E.V.A. e mira a determinare un "valore aggiunto di mercato", assumendo la natura di indicatore esterno di performance.
- **R.E.I.** (*Risultato economico integrato*): è un metodo che stima il valore dell'azienda mediante la integrazione del risultato economico di bilancio (determinato con i vincoli imposti dalla legislazione civilistica e tributaria) con plusvalenze e minusvalenze latenti e con la dinamica dei beni immateriali.
- **O.Y.P.A.C.** (*One Year Perpetual ApproaCh*): può essere considerato una variante semplificata del metodo finanziario, nel senso di estendere all'infinito i risultati economico-finanziari ottenuti in un anno, eventualmente integrati con fattori di crescita costanti o determinati in modo empirico.

- **Break Up:** è un metodo utilizzato nella pratica anglosassone nel caso in cui la stima del valore aziendale sia finalizzata a cessioni multiple, mediante lo smembramento delle attività, supponendo che le cessioni separate delle aree di affari realizzino un valore più elevato di quello ottenibile con una cessione unitaria di tutte le attività.

I metodi innovativi indicati mal si adattano ad una limitata dimensione aziendale. Essi presuppongono l'elaborazione di piani strategici e approfondite analisi dei fattori aziendali utilizzati nel processo di stima.

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

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

Valutazione in caso di azienda in liquidazione

L'operazione di liquidazione ha come unica finalità la totale dissoluzione del patrimonio aziendale, poiché costituisce l'atto finale dell'attività dell'azienda. La liquidazione può essere volontaria (quando originata da libera decisione dei soci) e forzata (quando attuata a seguito di disposizioni di legge quali fallimento e altre procedure analoghe).

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

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

Svincolati da relazioni di complementarietà ed interdipendenza le attività sono quindi valutate in maniera disaggregata, ossia quale capitale di liquidazione, senza che vi sia pertanto la possibilità di valutare l'azienda quale soggetto unitario.

Valutazione nelle procedure concorsuali

Nella maggior parte dei casi le procedure concorsuali si presentano come procedure “dissolutorie”, nel corso delle quali viene posto a soddisfacimento dei creditori il realizzo della liquidazione del complesso aziendale in modo atomistico, unitamente al realizzo degli assets rappresentati da crediti, da proprietà immobiliari o altro.

In questo caso per la determinazione del capitale di liquidazione dell’azienda, ossia del patrimonio che scaturisce dalla somma algebrica di valori tra loro non più collegati in termini funzionali, in quanto è venuta a cessare ogni attività, i principi di valutazione dell’attivo, in generale, sono quelli del presumibile valore di realizzo dei beni.

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

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

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

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

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

Nella prima ipotesi la cessazione frazionata dell'azienda non presenta particolari problemi valutativi, in quanto la disaggregazione del complesso aziendale richiede la stima dei valori di avviamento, che si ritiene azzerato in seguito alla gestione trascorsa dell'azienda fallita. In tale ipotesi non si quantifica un good badwill, limitandosi a valorizzare le singole attività da cedere.

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

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

Difficilmente, in ambito concorsuale, potranno essere applicabili i soli metodi reddituali e finanziari per la negatività dei dati storici, la possibile inattendibilità delle scritture contabili e per l'aleatorietà delle previsioni per il futuro,

necessitando le aziende insolventi di profondi processi di ristrutturazione/riorganizzazione.

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

Fra tutti, il più usato degli elementi oggettivi è il volume d'affari, che rappresenta uno dei pochi dati certi, sul quale fondare considerazioni di valore. Tuttavia il volume d'affari degli anni antecedenti la crisi che conduce alla presentazione di una domanda di concordato preventivo o al fallimento appare spesso come un dato inficiato dalla negativa gestione e che, quindi, difficilmente può dare indicazioni tendenziali di quello che potrebbero essere l'utile dell'azienda.

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

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

E' opportuno comunque sottolineare che prima di giungere alla stima del valore d'azienda, con qualsiasi metodo effettuata, il perito deve quindi identificare le

spese di ristrutturazione e rilancio aziendale e considerarle in detrazione del valore totale.

Inoltre bisogna comunque considerare che qualora la liquidazione del bene azienda si inserisca nell'ambito di una procedura concorsuale, lo scopo della perizia di stima dovrà essere quello di accertare la consistenza patrimoniale dell'individuo soggetto a procedura, e si tratterà dunque di una valutazione di azienda "pura", ovvero di una valutazione che non considera i debiti oramai addossati alla procedura, tenendo conto, come nel caso di specie, anche della possibilità di adottare criteri di stima non liquidatori, bensì di continuità alla luce del permanere dell'azienda sul mercato attraverso un contratto di affitto.

8 . La scelta del metodo di valutazione nel caso di specie e sua applicazione

Dottrina giuridica e prassi professionale sono da tempo orientate verso l'adozione di metodi analitici di determinazione del valore delle aziende che operano nei settori della trasformazione, del commercio e dei servizi.

Tenuto pertanto conto:

- delle caratteristiche e delle dimensioni aziendali;
- del settore di esercizio dell'attività;
- della situazione di procedura fallimentare in cui versa l'azienda e di conseguenza di mancanza di un piano di investimenti futuri e di attendibili analisi finanziarie e piani strategici i *'metodi finanziari'* o altri metodi innovativi non possono essere adottati.

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

Come il lettore ha avuto modo di vedere nel capitolo dedicato all'analisi delle situazioni economiche e patrimoniali antecedenti alla dichiarazione di fallimento, non risulta possibile utilizzare i bilanci come base di partenza per svolgere un'analisi reddituale, in quanto la società ha cessato l'attività è non neanche possibile prendere in considerazione i bilanci dell'affittuaria poiché il contratto del fitto del ramo d'azienda è stato stipulato solo recentemente.

Prima di procedere con l'eventuale scelta di un metodo valutativo, è necessario fare alcune precisazioni in relazione alla realtà aziendale oggetto di valutazione, soprattutto per quanto concerne agli assets ad essa afferenti. In primo luogo, si precisa che l'azienda oggetto di valutazione comprende le

immobilizzazioni materiali ed il magazzino (stimate dall' arch. Russo) oltre immobilizzazioni immateriali e crediti, mentre i debiti rimangono in capo al fallimento.

Rimarcando l'impossibilità di creare situazioni reddituali prospettiche utilizzando i dati di bilancio storici, si è ritenuto opportuno stimare l'azienda in liquidazione servendosi del metodo patrimoniale semplice, nel quale sono considerati i valori degli assets materiali ed immateriali (così come rettificati dal perito) aggiungendo/sottraendo quelli immateriali ,crediti e magazzino.

Si è ritenuto che il *metodo di valutazione patrimoniale semplice* possa essere quello maggiormente idoneo a rappresentare il valore stante alle caratteristiche dell'azienda in oggetto, considerando ogni bene nella disponibilità della debitrice ad esclusione dei debiti . Tale metodo si esprime con la formula $W=K$ dove W è il valore della azienda e K è il valore del capitale netto rettificato .

Il processo di valutazione dell'azienda prevede pertanto:

- La determinazione del valore del patrimonio in termini reali, mediante *rettifica dei valori contabili* alla data di riferimento della valutazione (nel caso di specie, lo stato patrimoniale al 31/12/2015).
- La stima del valore dell'azienda;

La rettifica del patrimonio

Oggetto della rettifica è il patrimonio netto alla data del 31/12/2015 (data di riferimento della valutazione).

La rettifica ha la finalità di adeguare i valori contabili delle poste attive escludendo i debiti in carico alla curatela . Come quadro di riferimento è stata presa in considerazione la relazione tecnica estimativa del tecnico incaricato arch. Paolo Russo .

Strumento di analisi è il bilancio alla data del 31/12/2015, così come prodotto dalla Società, opportunamente riclassificato .

GUSTAVO DE NEGRI & Z.A.M.A. S.R.L.

Bilanci riclassificati

Stato patrimoniale riclassificato	2013	2014	2015
CREDITI V/SOCI PER VERSAMENTI ANCORA DOVUTI	- €	- €	- €
Immobilizzazioni immateriali	1.142.541 €	945.463 €	670.124 €
Immobilizzazioni materiali	2.295.102 €	2.102.028 €	1.926.681 €
Immobilizzazioni finanziarie	8.400 €	8.400 €	- €
ATTIVO IMMOBILIZZATO	3.446.043 €	3.055.891 €	2.596.805 €
Rimanenze	1.583.658 €	1.633.621 €	600.609 €
Crediti commerciali	666.954 €	674.389 €	692.704 €
Crediti tributari	97.326 €	58.264 €	76.355 €
Imposte anticipate	93.960 €	93.960 €	93.960 €
Altri crediti	194.452 €	144.200 €	71.369 €
Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	18.750 €	35.583 €	50.642 €
Ratei e risconti attivi	53.108 €	107.764 €	98.447 €
Liquidità	53.782 €	47.284 €	532 €
ATTIVO CIRCOLANTE	2.761.990 €	2.795.065 €	1.684.618 €
TOTALE ATTIVO	6.208.033 €	5.850.956 €	4.281.423 €
PN	1.127.675 €	1.053.749 €	- 722.064 €
Fondo TFR	525.168 €	540.221 €	498.285 €
Altri fondi	320.696 €	320.070 €	285.085 €
Debiti finanziari oltre il successivo esercizio	714.362 €	- €	777.712 €
PASSIVITA' CONSOLIDATE	1.560.226 €	860.291 €	1.561.082 €
Debiti commerciali	863.648 €	448.113 €	547.037 €
Debiti tributari e di previdenza	748.390 €	387.510 €	456.479 €
Debiti finanziari entro il successivo esercizio	840.749 €	1.686.248 €	984.328 €
Altri debiti	360.848 €	806.414 €	892.261 €
Ratei e risconti passivi	706.497 €	608.631 €	562.300 €
PASSIVITA' CORRENTI	3.520.132 €	3.936.916 €	3.442.405 €
TOTALE PASSIVO	6.208.033 €	5.850.956 €	4.281.423 €

Conto economico riclassificato	2013	2014	2015
Ricavi delle vendite e prestazioni	3.012.262 €	2.669.162 €	2.155.451 €
Variazioni delle rimanenze e capitalizzazioni	300.924 €	183.744 €	- 1.051.698 €
Altri ricavi e proventi esclusi quelli di natura straordinaria	87.332 €	99.571 €	46.331 €
Contributi in c/esercizio	- €	- €	69.266 €
VALORE DELLA PRODUZIONE	3.400.518 €	2.952.477 €	1.219.350 €
Acquisti di beni	778.137 €	615.720 €	653.400 €
Variazione delle rimanenze	6.760 €	3.781 €	- 18.686 €
Costi per servizi	938.701 €	818.078 €	790.307 €
Godimento beni di terzi	2.479 €	- €	- €
Oneri diversi di gestione	119.776 €	98.649 €	84.242 €
VALORE AGGIUNTO	1.554.665 €	1.416.249 €	- 289.913 €
Retribuzione e altri oneri del personale	998.357 €	853.311 €	846.240 €
EBITDA	556.308 €	562.938 €	- 1.136.153 €
Ammortamenti	513.515 €	521.851 €	450.686 €
Svalutazioni dei crediti e delle immobilizzazioni	8.430 €	- €	- €
Accantonamenti per rischi e altri	16.546 €	- €	- €
EBIT	17.817 €	41.087 €	- 1.586.839 €
Proventi finanziari	- €	51 €	906 €
Oneri finanziari	124.175 €	100.662 €	141.003 €
Utili (perdite) su cambi	- €	- 980 €	- €
Saldo delle rettifiche di valore di attività e passività finanziarie	- €	- €	- 8.400 €
RISULTATO DOPO LA GESTIONE FINANZIARIA	- 106.358 €	- 60.504 €	- 1.735.336 €
Altri ricavi e proventi di natura straordinaria	- €	- €	- €
Costi e oneri di natura straordinaria	- €	- €	96.203 €
RISULTATO ANTE-IMPOSTE	- 106.358 €	- 60.504 €	- 1.831.539 €
Imposte	22.062 €	13.420 €	- 5.626 €
RISULTATO NETTO	- 128.420 €	- 73.924 €	- 1.825.913 €

Comunque gli importi riportati dalla tabella precedente vanno rettificati secondo le seguenti valutazioni

- 1) Il valore residuo dei beni immateriali viene considerato nullo.
- 2) Per i beni immobili è stata presa come riferimento la perizia tecnica estimativa dell' arch. Paolo Russo il quale attribuisce al compendio immobiliare un valore di € **1.270.000,00** .
- 3) Per gli impianti , macchinari e macchine per trasporto l'arch. Russo ritiene che il valore di mercato sia di € 226.100,00 .
- 4) Per le rimanenze, filati e pezze di magazzino, arch. Russo stima in un valore di mercato pari a € 165.300,00 .
- 5) Per i crediti il sottoscritto non avendo nessuna indicazione abbatte l'ammontare dei crediti ,in via prudenziale, dell '80 % tranne per le imposte anticipate pari a € 93.960,00 che vengono considerate nulle. Di conseguenza il valore dei crediti è pari € 197.902,6.

GUSTAVO DE NEGRI & Z.A.M.A. S.R.L.

Metodo Patrimoniale

Metodo Patrimoniale Semplice

STATO PATRIMONIALE	VALORI DI BILANCIO	VALORI DI PERIZIA	RETTIFICHE
Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti	- €		- €
Tot. Immobilizzazioni Immateriali	670.124,00 €	- €	
1) costi di impianto e di ampliamento	- €		- €
2) costi di sviluppo	458.400,00 €		- 458.400,00 €
3) diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno	- €		- €
4) concessioni, licenze, marchi e diritti simili	- €		- €
5) avviamento	- €		- €
6) immobilizzazioni in corso e acconti	- €		- €
7) altre	211.724,00 €		- 211.724,00 €
Tot. Immobilizzazioni Materiali	1.926.681,00 €	1.496.100,00 €	
1) terreni e fabbricati	1.715.213,00 €	1.270.000,00 €	- 445.213,00 €
2) impianti e macchinari	201.094,00 €	222.200,00 €	21.106,00 €
3) attrezzature industriali e commerciali	- €		- €
4) altri beni	10.374,00 €	3.900,00 €	- 6.474,00 €
5) immobilizzazioni in corso e acconti	- €		- €
Tot. Immobilizzazioni Finanziarie	- €	- €	
1) partecipazioni in imprese controllate, collegate, controllanti, sottoposte al controllo delle controllanti, altre	- €		- €
2) crediti verso imprese controllate, collegate, controllanti, sottoposte al controllo delle controllanti, altre	- €		- €
3) altri titoli	- €		- €
4) strumenti finanziari derivati attivi	- €		- €
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI	2.596.805,00 €	1.496.100,00 €	
Rimanenze	600.609,00 €	165.300,00 €	- 435.309,00 €
Crediti verso clienti	692.704,00 €	138.540,80 €	- 554.163,20 €
Crediti verso imprese controllate	- €		- €
Crediti verso imprese collegate	- €		- €
Crediti verso controllanti	- €		- €
Crediti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti	- €		- €
Crediti tributari	76.355,00 €	15.271,00 €	- 61.084,00 €
Imposte anticipate	93.960,00 €		- 93.960,00 €
Crediti verso altri	71.369,00 €	14.273,80 €	- 57.095,20 €
Altri titoli (attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni)	50.642,00 €	10.128,40 €	- 40.513,60 €
Liquidità	532,00 €	532,00 €	- €
Ratei e risconti attivi	98.447,00 €	19.689,40 €	- 78.757,60 €
TOTALE ATTIVO CIRCOLANTE	1.684.618,00 €	363.735,40 €	
TOTALE ATTIVO	4.281.423,00 €	1.859.835,40 €	- 2.421.587,60 €
Fondi per rischi e oneri	285.085,00 €		- 285.085,00 €
Fondo TFR	498.285,00 €		- 498.285,00 €
Obbligazioni	- €		- €
Debiti verso soci per finanziamenti	- €		- €
Debiti verso banche	1.296.719,00 €		- 1.296.719,00 €
Debiti verso altri finanziatori	465.321,00 €		- 465.321,00 €
Debiti verso fornitori e acconti	547.037,00 €		- 547.037,00 €
Debiti rappresentati da titoli di credito	- €		- €
Debiti verso imprese controllate	- €		- €
Debiti verso imprese collegate	- €		- €
Debiti verso controllanti	- €		- €
Debiti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti	- €		- €
Debiti tributari	336.311,00 €		- 336.311,00 €
Debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale	120.168,00 €		- 120.168,00 €
Debiti verso altri	892.261,00 €		- 892.261,00 €
Ratei e risconti passivi	562.300,00 €		- 562.300,00 €
TOTALE PASSIVO	5.003.487,00 €	- €	- 5.003.487,00 €
PATRIMONIO NETTO	- 722.064,00 €	1.859.835,40 €	2.581.899,40 €
controllo PN valore bilancio	- 722.064,00 €		1.859.835,40 €

CALCOLO CON METODO PATRIMONIALE

$$K' = A' - P'$$

K' = Patrimonio netto rettificato

A' = Attività espresse in valori correnti

P' = Passività espresse in valori correnti

A' =	Immobilizzazioni materiali nette		1.496.100,00
	Rimanenze		165.300,00
	Crediti (riduzione 80%)		198.435,00
	<i>Crediti verso clienti</i>	138.540,80	
	<i>Crediti tributari</i>	15.271,00	
	<i>Imposte anticipat (difficilmente recuperabili)</i>		
	<i>Crediti verso altri</i>	14.273,80	
	<i>Altri titoli</i>	10.128,40	
	<i>Liquidità (intero)</i>	532,00	
	<i>Ratei e risconti attivi</i>	19.689,00	
	TOTALE ATTIVO (A')		1.859.835,00
P'	Passività (devolute alla procedura)		zero
K'	PATRIMONIO NETTO NORMALIZZATO		1.859.835,00

8 - Conclusioni

In sintesi lo scrivente in relazione a quanto esposto e in relazione alla finalità della presente relazione può indicare come valore della azienda (ad esclusione dei debiti e delle rettifiche) **k** = € 1.859.835,40 considerando nullo (come evidenziato nei paragrafi precedenti) l'avviamento .

Resta a disposizione per qualsiasi ulteriore chiarimento e ringrazia per l'incarico ricevuto e la stima accordatagli

Tanto richiesto,

Caserta, li 28/04/2022

Dott. Giuseppe Liberto



Indice degli allegati :

- Perizia di stima Arch. Paolo Russo.
- Relazione del Dott. Michele Piombino per la determinazione del corrispettivo del fitto di Azienda
- Bilanci degli esercizi 2013-2014-2015