

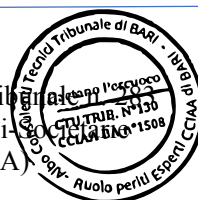
TRIBUNALE DI BARI
SEZIONE FALLIMENTARE

Fallimento: sentenza n. 1 [REDACTED]

Giudice delegato: Dott.ssa [REDACTED]

RELAZIONE DI STIMA DEL VALORE DELL'AZIENDA
di proprietà del
Fallimento [REDACTED]

Dott. Gaetano Percuoco
Albo Nazionale Consulenti Tecnici del Tribunale di Bari
Specializzazione : Valutazioni Aziendali
p.zza N. Balenzano 12 Bari (BA)
per.gaetano@gmail.com
gaetanopercuoco@pec.it



INDICE

1— Premesse

1.1 Conferimento dell'incarico	pag. 3
1.2 Oggetto ed obiettivi della valutazione - Applicazione dei Principi Italiani di Valutazione (PIV)	pag. 3
1.3 Attività propedeutiche alla stima	pag. 5
1.4 Documenti acquisiti e analizzati	pag. 6
1.5 Limitazioni al lavoro svolto e modalità di svolgimento dell'incarico	pag. 7
1.6 Data di riferimento	pag. 8

2 — Brevi cenni storici e identificazione del perimetro della valutazione

2.1 Cenni storici e attività svolta	pag. 8
2.2 Identificazione dei beni compresi nell'azienda oggetto di stima	pag. 9

3 — I metodi di valutazione aziendale

3.1 Premesse	pag. 9
3.2 Il metodo finanziario	pag.11
3.3 II metodo reddituale	pag.12
3.4 II metodo patrimoniale	pag.13
3.5 II metodo dei multipli	pag.14
3.6 I metodi misti	pag.15

4 — La scelta del metodo di valutazione

pag.16

5 — Il valore dell'azienda risultante dall'applicazione del metodo reddituale

5.1 Premessa	pag.20
5.2 Analisi dei dati economici	pag.20
5.3 Normalizzazione del reddito	pag.21
5.4 La determinazione del tasso di capitalizzazione	pag.23
5.5 Definizione dell'orizzonte temporale	pag.25
5.6 La determinazione del valore dell'azienda	pag.27

6 — Conclusioni

pag.28

Lo scrivente intende evidenziare che la presente relazione, che costituisce a tutti gli effetti una opinione di valutazione (di seguito "*opinion*"), è redatta in conformità ai Principi Italiani di Valutazione (di seguito "PIV") redatti dall'Organismo Italiano di Valutazione.

In particolare, detta "*opinion*" viene emessa su incarico della curatela fallimentare, nel quadro di un processo di dismissione di una azienda esercitata presso locali di proprietà di terzi e condotti in locazione. Si precisa che si tratta di due locali contigui uno con accesso da Corso Vittorio [REDACTED], che è anche proprietaria di quasi tutti i beni mobili presenti nei locali, con la quale la curatela ha sottoscritto il contratto precario oneroso.

Inoltre nella redazione del presente elaborato il sottoscritto precisa che:

1. si atterrà alla rete concettuale di base dei PIV (*conceptual framework*) di cui al paragrafo "I" e relativi sottopunti;
2. la propria attività di esperto sarà improntata al disciplinare di CTU al paragrafo "II" dei PIV e relativi sottopunti;
3. per ciò che concerne la particolarità dell'incarico, che consiste nella valutazione di un'azienda, si evidenzia che i PIV sono applicabili anche alla valutazione di aziende e di rami d'azienda secondo il paragrafo "III.1".

Si precisa che la "*opinion*" che il sottoscritto emetterà consisterà in un giudizio sul valore dell'azienda, ma che detto valore è nozione ben distinta dal prezzo che in concreto potrà essere esitato con la procedura competitiva di vendita.

Con riferimento a tale differenza concettuale, due dei massimi studiosi della disciplina della valutazione delle aziende (L. Guatri, M. Bini - Nuovo Trattato valutazione delle aziende, EGEA, edizione 2009, pag. 32), offrono un contributo fondamentale in relazione a tale distinzione, precisando che: "*Non è sempre chiaramente percepita, da noi specialisti, la pur chiara distinzione tra giudizi di valore (o, brevemente, valori) e prezzi del capitale e dei suoi titoli rappresentativi. Com'è ben noto ed è stato più volte ripetuto, i prezzi sono dati espressi dai mercati; i valori sono stimati con vari criteri cioè compiendo*

scelte di metodo espresse da modelli e formule che contengono una parte (più o meno rilevante) dei fattori determinanti del valore (con alcune inevitabili carenze), tradotti in grandezze scelte anche discrezionalmente (con ipotesi/convenzioni) sulla base delle informazioni disponibili (che possono essere incomplete). I valori sono perciò anche opinioni (ovvero sono anche un giudizio). Questo è reso particolarmente evidente dalla rappresentazione dei prezzi quali grandezze determinate, oltre che dai valori intrinseci che essi comprendono e sottintendono:

- da fenomeni concernenti i mercati dei capitali, fenomeni esterni all'impresa e per quest'ultima incontrollabili (fluidità, rigidità dei capitali, efficienza dei mercati, ciclo della domanda / offerta dei capitali di rischio, presenza o meno di processi di concentrazione in corso nel settore di appartenenza ecc.);

- delle cosiddette leve del prezzo (efficacia della comunicazione delle società interessate, loro credibilità, "cura" del mercato, etc)".

Tale fondamentale distinzione è anche rinvenibile nei PIV, entrati in vigore in data 01/01/2016. In particolare, il principio "I.6.1" dispone che: *"L'esperto deve precisare la configurazione di valore prescelta, avendo presente da un lato le differenze tra prezzo, costo e valore; dall'altro le finalità della stima",* precisando nel relativo commento al suddetto principio che: *"il prezzo è il corrispettivo richiesto, offerto o pagato per l'acquisizione dell'attività reale o finanziaria da valutare. Si tratta di una grandezza empirica, influenzata da tutte le variabili che incidono sulla domanda e sull'offerta e che, pertanto, può discostarsi dal valore dell'attività".*

1.3 Attività propedeutiche alla stima

Lo scrivente ha proceduto ad un accesso presso l'immobile sito in Bari (BA), Corso Vittorio XXXXXXXXXX, alla presenza del Curatore Fallimentare, con lo scopo di verificare lo stato dei luoghi e dei beni, oltre che per acquisire le informazioni ritenute utili all'analisi della gestione dell'impresa.

Successivamente è stata acquisita, per il tramite della curatela, la documentazione non necessaria allo svolgimento dell'incarico e sommariamente elencata nel successivo paragrafo.

1.4 Documenti acquisiti e analizzati

E' opportuno premettere che, la documentazione giudicata rilevante ai fini del presente elaborato, è quella espressamente indicata nel presente paragrafo.

In merito alla documentazione che il sottoscritto ha ricevuto si precisa che:

- tutte le informazioni relative all'azienda oggetto di stima che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della presente relazione sono state fornite dalla curatela del fallimento;
- i dati contabili desumibili dalle informazioni e dai documenti utilizzati sono stati assunti senza svolgere attività di revisione contabile e riscontro analitico dell'esistenza fisica dei beni e dell'esistenza giuridica dei rapporti contrattuali, approfondendo esclusivamente le problematiche di tipo valutativo delle consistenze patrimoniali e economiche dichiarate;
- è stato assunto che tutte le firme, i sigilli ed i timbri sui documenti acquisiti e consultati per la redazione della presente relazione, tutti i documenti consultati anche in formato digitale ovvero elettronico forniti al sottoscritto come copie autentiche, fotostatiche, fax o e-mail siano conformi agli originali e che tali documenti siano stati debitamente sottoscritti e perfezionati e producano i loro effetti in conformità alle rispettive condizioni ed ai rispettivi termini;
- qualora siano state fornite copie di contratti ovvero serie di contratti che incorporano modifiche successive, è stato assunto che detti contratti siano in vigore, completi ed altresì includano qualsiasi modifica o variazione agli stessi apportata nel tempo.

Di seguito si fornisce l'elenco della documentazione che, nell'espletamento del proprio incarico, lo scrivente ha acquisito ed analizzato:

- Registri iva vendite dal 2016 al 2022;
- Registri iva corrispettivi dal 2016 al 2022;

- Registri iva acquisti dal 2016 al 2022;
- Dichiarazioni dei redditi Mod. SP relative agli anni dal 2017 al 2021;
- Dichiarazioni Mod. Irap SP relative agli anni dal 2017 al 2021;
- Dichiarazioni Iva relative agli anni dal 2017 al 2022;
- Altra documentazione relativa alla gestione aziendale, ritenuta necessaria per la redazione della perizia di stima.

Non è stato acquisito il registro dei cespiti ammortizzabili della Fallita in quanto i beni di proprietà sono risultati poco significativi e, per le ragioni di seguito esposte, conseguentemente non oggetto di valutazione.

1.5 Limitazioni al lavoro svolto e modalità di svolgimento dell'incarico

Prima di procedere alla descrizione dell'azienda oggetto di stima ed alla illustrazione delle risultanze a cui si è giunti, si ritiene opportuno far presente quali sono i limiti di svolgimento dell'incarico:

- il contenuto della presente relazione, basandosi significativamente su elementi di previsione, non può essere interpretato o assunto come una garanzia sul futuro andamento dell'azienda;

- le conclusioni raggiunte sono basate sul complesso delle informazioni disponibili e delle valutazioni effettuate; pertanto, il documento è da intendersi unitario e le sue parti non possono essere utilizzate singolarmente.

Con specifico riferimento alla documentazione contabile, si evidenziano una serie di limiti e criticità riscontrate nell'elaborazione dei dati a fondamento della valutazione:

- l'assenza di una contabilità analitica e, conseguentemente, l'assenza di una situazione economico-patrimoniale, stante la natura di "contabilità semplificata" adottata dalla Fallita;

- l'assenza di un prospetto contabile da cui poter definire la situazione reddituale dell'anno 2022, nonché al giorno del fallimento;

- l'assenza di piano industriale e dati previsionali attendibili che ha prudenzialmente richiesto un periodo di "osservazione" della affittuaria,

stimato al momento dell'incarico in sei mesi dalla data di sottoscrizione del contratto precario oneroso, al fine di ponderare opportunamente la "potenzialità" del business;

Le analisi dello scrivente sono state svolte sulla base della documentazione raccolta e risentono quindi delle suddette limitazioni.

Le modalità di svolgimento dell'incarico possono essere sintetizzate nelle seguenti fasi principali:

- analisi dei presupposti metodologici per la valutazione;
- individuazione ed analisi delle attività da sottoporre alla valutazione;
- analisi dei risultati economici storici;
- individuazione dei criteri e delle metodologie valutative;
- stima dei parametri per l'applicazione delle metodologie valutative prescelte;
- sviluppo della valutazione in base alle metodologie individuate;
- allocazione del valore alle singole componenti.

1.6 Data di riferimento

La valutazione si intende riferita alla data del 02.01.2023, data di dichiarazione di fallimento della società 



La presente valutazione è svolta sulla base della documentazione meglio dettagliata nei precedenti paragrafi, ai quali si fa espresso rinvio per maggiore dettaglio e che contengono la descrizione delle limitazioni al presente elaborato.

2 BREVI CENNI STORICI E IDENTIFICAZIONE DEL PERIMETRO DELLA VALUTAZIONE.

2.1 Cenni storici e attività svolta.

Si ritiene superfluo il riporto dei cenni storici e generali della società, in quanto assoggetta ad una procedura concorsuale che per la sua tipicità ovviamente assorbe anche la descrizione del mercato in cui la stessa opera e che normalmente vengono descritte nelle perizie estimative del valore delle aziende "in bonis".

2.2 Identificazione dei beni compresi nell'azienda oggetto di stima.

Il perimetro dell'azienda oggetto della presente valutazione è stato indicato allo scrivente dalla curatela.

In particolare, l'azienda è costituita quasi esclusivamente da impianti, attrezzature, mobili, arredi, di proprietà dell'attuale affittuaria società " _____ ", aggiudicati in sede di asta giudiziaria nel luglio del 2017.

I beni di proprietà della fallita sono poco significativi e pertanto non sono oggetto di valutazione.

Non sussistono asset intangibili.

3 I METODI DI VALUTAZIONE AZIENDALE.

3.1 Premesse

La valutazione di un'azienda è una operazione complessa ed articolata, il cui procedimento, fondato su concetti, criteri e metodi, porta alla determinazione, in un determinato momento, del valore del capitale economico dell'impresa. La valutazione richiede l'esercizio professionale di un giudizio.

Nel rispetto dei principi italiani di valutazione (PIV) emanati dall'Organismo Italiano di Valutazione (OIV), l'opinione di valore cui giunge l'esperto deve essere:

i) *razionale*: la valutazione deve seguire uno schema logico rigoroso, convincente e fondato su principi di razionalità economica;

ii) *verificabile*: il processo valutativo deve poter essere dimostrato con riguardo alla provenienza dei dati utilizzati, all'attendibilità ed all'autorevolezza delle fonti, alla ragionevolezza delle ipotesi assunte, alla correttezza dei

passaggi logico-matematici alla base dei calcoli, alla ragionevolezza delle conclusioni;

iii) *coerente*: l'esperto deve garantire la corrispondenza più ampia possibile fra base informativa, obiettivi della valutazione e risultati conseguiti;

iv) *affidabile*: l'esperto deve circoscrivere, nei limiti del possibile, la discrezionalità valutativa, garantendo obiettività di giudizio;

v) *svolta in modo professionale*: l'esperto deve adottare appropriati controlli e procedure in grado di garantire un processo di valutazione esente da distorsioni;

vi) *svolta con competenza*: l'esperto deve essere dotato di capacità, esperienza e conoscenza adeguate all'oggetto ed alla finalità della valutazione.

Nella stima del valore del capitale economico di un'azienda i principi sopra delineati devono essere seguiti indipendentemente dal metodo di valutazione adottato.

In generale, le valutazioni si distinguono in valutazioni assolute e valutazioni relative. Le prime sono basate su modelli e formule e considerano i dati fondamentali interni all'impresa. Tali grandezze possono essere valori *stock* come gli *asset* o valori flusso come quelli reddituali o finanziari.

Le seconde sono basate su moltiplicatori ed il valore dell'impresa è stimato attraverso un processo di comparazione con imprese simili o con transazioni che hanno avuto per oggetto aziende simili.

Il processo di valutazione si articola nelle seguenti fasi:

- 1) individuazione degli obiettivi e delle finalità della valutazione;
- 2) raccolta di informazioni mediante la costituzione e l'apprezzamento della base informativa;
- 3) applicazione dell'analisi fondamentale (intesa come raccolta ed esame sistematico di tutti gli elementi informativi necessari all'individuazione degli input richiesti dai metodi di valutazione);
- 4) selezione della metodologia o delle metodologie di stima più idonee agli scopi della valutazione;
- 5) determinazione del valore dell'impresa.

Per la ricerca del valore di mercato di un'azienda, la dottrina e la prassi, hanno elaborato criteri e metodi valutativi di generale accettazione e utilizzo (fermo restando il carattere peculiare di ogni stima). I metodi più noti e adottati nella pratica delle valutazioni di aziende si possono sostanzialmente suddividere in quattro diversi macro-gruppi:

- Metodo finanziario;
- Metodo reddituale;
- Metodo patrimoniale;
- Metodo dei multipli;
- Metodo misto;
- Altre metodologie.

3.2 Il metodo finanziario

Il metodo finanziario basa la valutazione dell'azienda sul valore attuale dei flussi di cassa futuri disponibili per la remunerazione dei fattori produttivi impiegati dopo avere accantonato le risorse finanziarie necessarie a sostenere l'attività aziendale. In buona sostanza il metodo finanziario permette di valutare l'azienda in funzione della sua capacità, presente e prospettica, di remunerare gli investitori basandosi su flussi di cassa generati dalla gestione operativa al netto delle imposte.

E' sicuramente un metodo razionale ma poco obiettivo per l'aleatorietà delle previsioni dei flussi monetari, in particolare della loro entità e del loro momento di manifestazione.

Si può procedere alla stima dei flussi di cassa attesi attraverso una proiezione dei flussi stessi normalizzati (F.C.) che utilizzi, alternativamente:

- una capitalizzazione illimitata $W1 = F.C. \cdot I$
- una capitalizzazione limitata $W2 = F.C. \cdot a$

ove W1 e W2 rappresentano il valore attuale dei flussi di cassa futuri.

Una volta determinato il valore attuale dei flussi di cassa, il calcolo del valore economico W dell'azienda che si intende valutare può corrispondere:

a) all'unlevered cash flow method:

$w = 2, \underline{CF_0}$

+ VR - D

WACC

b) al levered cashflow method: Ke

+ VR

ove:

$E \text{ CF}_0 / WACC = \text{valore attuale dei flussi di cassa operativi}$

$I \text{ CF}_n / Ke = \text{valore attuale dei flussi di cassa netti}$

$VR = \text{Valore attuale del valore residuo (terminal value)}$

$D = \text{Posizione Finanziaria Netta (liquidità + crediti finanziari - debiti finanziari)}.$

Il metodo finanziario è universalmente considerato il metodo logicamente più corretto, ma esso necessita di essere supportato da un sistema informativo aziendale molto sofisticato ed in grado di fornire previsioni economico e finanziarie dotate di un altro grado di attendibilità per gli esercizi futuri.

3.3 Il metodo reddituale

Il metodo reddituale si basa sull'attualizzazione dei flussi reddituali attesi (poggia le proprie fondamenta sui medesimi pilastri teorici di quello finanziario) ed è considerato una semplificazione di quello finanziario. La sua equivalenza sostanziale al metodo finanziario, nasce dal fatto che nel medio/lungo periodo i flussi finanziari attesi tendono ad equivalere a quelli reddituali.

Il metodo reddituale fonda il valore dell'azienda sulla sua capacità di generare reddito ed ha come obiettivo quello di valutare l'azienda come complesso unitario sulla base della relazione: Valore = Redditività.

Esistono due tipologie di metodo reddituale:

- il metodo reddituale semplice;
- il metodo reddituale complesso.

Il metodo reddituale semplice si basa sulla stima dei flussi di reddito costanti derivanti da una normalizzazione del reddito che esprime una misura equilibrata di redditività, destinata a durare nel tempo e depurata da ogni sua componente straordinaria onde evitare il rischio di rendere inattendibile il risultato della valutazione. Ai fini della determinazione del reddito si ritiene che la tecnica preferibile sia quella basata sul principio di conservazione dei redditi storicamente ottenuti in tempi recenti (metodo dei risultati storici).

Il metodo reddituale complesso attualizza i flussi di reddito previsti anno per anno, fino a conclusione dell'orizzonte temporale preso in considerazione. Tale applicazione trova spazio solo in caso di aziende che elaborano programmi di gestione aventi una durata non superiore ai 5 anni.

Il metodo reddituale, rispetto a quello finanziario, ha il merito di richiedere una base dati meno sofisticata. Infatti anche nelle medie e piccole aziende esistono delle previsioni economiche capaci di simulare per un dato orizzonte temporale i redditi attesi.

3.4 Il metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale è forse il metodo più tradizionale ed il più utilizzato in passato attraverso l'applicazione dei suoi cosiddetti metodi derivati:

- metodo patrimoniale semplice
- metodo patrimoniale complesso.

I metodi patrimoniali richiedono un accurato esame di tutti gli aggregati del patrimonio, i quali vengono riespressi (ovvero rettificati) in base a criteri di valutazione, che, per la maggior parte dei casi, differiscono da quelli utilizzati per la redazione del bilancio di esercizio. In generale quindi, l'espressione del patrimonio a valori correnti comporta la valutazione delle voci nell'ipotesi di realizzo separato dei vari cespiti.

Il metodo patrimoniale semplice fin qui descritto si arricchisce dell'aggettivo complesso, allorquando agli elementi patrimoniali stimati a valori correnti si aggiunge la stima autonoma del valore dei beni immateriali. I beni immateriali, spesso inespressi nei bilanci, consistono in beni in qualche modo identificabili, misurabili e che possono essere oggetto di investimento, e/o di cessione. Tali beni di solito si dividono in commerciali (spese di penetrazione di mercati, marchi, spese commerciali) e di ricerca o industriali (brevetti, Know how, processi produttivi, formule ecc.). Una considerevole differenza con il metodo patrimoniale semplice, che come sopra precisato può essere una somma di separate ipotesi di realizzo dei beni componenti il patrimonio aziendale, consiste nel fatto che, l'approccio patrimoniale complesso per definizione tende a considerare il complesso aziendale come pro-tempore inscindibile, infatti i valori dei beni immateriali inespressi sono tali solo se si assume il complesso aziendale come tale.

3.5 Il metodo dei multipli

Altro metodo di valutazione è quello che nella prassi viene definito metodo dei multipli. Nella valutazione tramite multipli, il valore dell'azienda deriva dal prezzo di mercato di alcune caratteristiche quantità aziendali riferite a società quotate paragonabili, come ad esempio gli utili, i flussi di cassa, il patrimonio netto o il fatturato. L'attrattività di questo metodo deriva dalla sua facilità di utilizzo, i multipli infatti possono essere impiegati per ottenere delle stime veloci del valore di impresa e sono particolarmente utili quando esiste un numero ampio di imprese confrontabili quotate nei mercati finanziari e il mercato mediamente stabilisce per esse prezzi corretti. La relativa semplicità del calcolo tuttavia può far sì che tali indicatori siano facilmente manipolabili e suscettibili di utilizzi impropri, soprattutto nel caso in cui si riferiscano ad aziende non del tutto simili.

Il metodo dei multipli si distingue in:

- metodo dei multipli di mercato;
- metodo basato sull'enterprise value.

Nel primo caso il ricorso ad una analisi imperniata su multipli presuppone una valutazione di tipo comparativo fra aziende operanti nel medesimo settore. Con questo approccio il prezzo viene rapportato a differenti variabili specifiche d'azienda che acquistano significato ed importanza differenti a seconda del settore di appartenenza dell'impresa.

E' quindi importante capire quale sia il multiplo più idoneo per ogni tipologia di impresa. Nella prassi il più frequentemente usato è il rapporto prezzo/utili. Tale multiplo infatti risulta piuttosto intuitivo, è semplice da calcolare ed è ampiamente disponibile. Tuttavia il rischio implicito del metodo è rappresentato dal fatto che non vengono esplicitate ipotesi di crescita, di rischio e di dividendo, finendo così per rapportare valori che concettualmente si riferiscono a differenti periodi.

Il secondo metodo invece si fonda sul concetto di *enterprise value*, determinato sommando la capitalizzazione di borsa all'indebitamento finanziario netto della società da valutare. I multipli maggiormente in uso sono: Rapporto Enterprise Value/Fatturato - Rapporto Enterprise Value/Margine Operativo Lordo - Rapporto Enterprise Value/Reddito Operativo - Rapporto Enterprise Value/Ebitda.

In questo caso il valore della capitalizzazione di borsa viene sommata al valore dei debiti finanziari e il valore che ne deriva viene rapportato a grandezze desumibili dal bilancio, al netto delle componenti della gestione finanziaria dell'impresa.

Nella prassi vengono create delle banche dati che raccolgono la serie storica delle transazioni di settore sia di aziende quotate sia che non quotate, dalle quali si attinge per stimare rapidamente il valore probabile di una data azienda, applicando i multipli di mercato ad una delle grandezze sopra indicate (la più diffusa è sicuramente l'Ebitda),

3.6 Il metodo misto

Il metodo misto patrimoniale - reddituale costituisce una sintesi tra i due procedimenti sopra descritti, basati appunto sul patrimonio e sul reddito, e consente, di norma, un minore grado di incertezza e soggettività

contemplando entrambe le componenti dell'azienda, quella appunto patrimoniale e reddituale.

Il metodo misto è essenzialmente composto da due metodologie:

- Il metodo del valore medio: che valuta l'azienda esprimendo la media aritmetica o ponderata dell'elemento patrimoniale e di quello reddituale;
- il metodo della stima autonoma dell'avviamento: che valuta l'azienda attualizzando il sovrareddito o con le formule della rendita perpetua o con la formula della rendita a durata limitata, aggiungendo il valore del patrimonio netto rettificato.

I metodi patrimoniali misti hanno una consolidata tradizione e fra questi, quello che, attualizzando i sovraredditi, fornisce una stima autonoma dell'avviamento, pare essere quello più convincente, oltre che quello più accettabile dal punto di vista teorico. Ma se per i metodi finanziari e reddituali il più delle volte è arduo contare su una buona base dati, la stima autonoma dei sovraredditi pare ancora di più difficile determinazione.

4 LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE.

La dottrina aziendalistica e la prassi professionale, concordano nel ritenere che la valutazione di un'azienda costituisca un problema complesso, la cui corretta risoluzione richiede la considerazione di molteplici profili, tra i quali, principalmente, i seguenti:

- (i) la tipologia dell'operazione in vista della quale la valutazione è stata richiesta e le sue finalità;
- (ii) l'identità, gli interessi e gli scopi delle parti interessate alla transazione, sempre che la valutazione sia effettuata a tale scopo;
- (iii) la specificità e lo stato dell'azienda oggetto di stima;
- (iv) le informazioni disponibili per la valutazione.

Il variare ed il combinarsi delle possibili configurazioni che i suddetti profili, di volta in volta assumono, contribuisce a mutare, necessariamente, l'approccio e le conclusioni del soggetto chiamato ad esprimere la valutazione.

Nel caso in questione, sotto il profilo sub (i) inerente la tipologia dell'operazione, si tratta di valutare un'azienda posseduta da una società fallita per le finalità liquidatorie proprie del fallimento che verranno poste in essere attivando procedure di vendita di tipo competitivo.

Il secondo profilo sub (ii) non avrà un peso eccessivo dal momento che la presente "*opinion*" non è rilasciata a beneficio di specifiche parti che stanno negoziando, da una parte una dismissione, e dall'altro un acquisto, ma solo a beneficio della parte cedente (la Fallita) che vuole conoscere quale sia il prezzo probabilmente esitabile dall'attivazione di procedure di vendita di tipo competitivo.

Il terzo profilo sub (iii) inerente lo stato e la specificità dell'azienda oggetto di valutazione ha invece una sua specifica rilevanza di cui si darà meglio conto nel prosieguo.

Il quarto ed ultimo profilo sub (iv) è altrettanto importante in quanto il processo di valutazione del sottoscritto subisce la limitazione degli elementi documentali che ha potuto analizzare e che sono stati analiticamente elencati nei precedenti paragrafi.

In merito alla prospettiva della valutazione ed alla conseguente scelta del metodo, come evidenziato in precedenza, stante la peculiare situazione in cui l'azienda si trova l'inquadramento è risultato piuttosto problematico.

A seguito degli incontri e colloqui avuti con la curatela è stato più volte rappresentato allo scrivente che l'attuale affittuario potrebbe essere interessato a rilevare l'attività aziendale, continuandola a svolgere con la medesima struttura operativa e la medesima combinazione dei fattori produttivi già utilizzati in passato dalla Fallita.

In particolare è evidente che nel caso in specie con la sottoscrizione del contratto di affitto d'azienda si è potuto mantenere vivo il rapporto con la clientela subentrando l'affittuaria nella gestione dell'attività della Fallita. La continuazione dell'attività ha consentito di non disperdere tali importanti valori insiti nell'azienda.

Sulla base di tali circostanze lo scrivente ritiene che sia comunque ancora possibile valutare l'azienda nella prospettiva della

continuazione dell'attività, capace di generare un flusso di cassa positivo e costante, piuttosto che una atomistica valutazione dei singoli cespiti, seppur con i necessari correttivi imposti dalla peculiare situazione aziendale.

In quest'ottica ed in considerazione dell'assenza di una situazione economico patrimoniale, si è ritenuto di poter applicare il metodo reddituale, con l'applicazione di un congruo correttivo in relazione ai prevedibili costi per il rilancio dell'attività.

I PIV, nel principio " 111.1.16" stabiliscono che: *"Nella selezione del metodo di valutazione, l'esperto deve essere consapevole dell'esigenza di formulare scelte motivate, coerenti con le caratteristiche dell'azienda, o del ramo aziendale considerato, la configurazione di valore ricercata, le finalità della stima; e la base informativa disponibile. Sono da evitare aggregazione di metodi che non esprimono un razionale percorso valutativo."*

Proprio nel rispetto di questo principio cardine, deve essere nuovamente messo in evidenza che il sottoscritto non dispone di adeguati elementi prospettici da valutare, inerenti alle previsioni di andamento economico dell'azienda affittata nei prossimi anni ma solo di una serie di dati storici che riguardano la società Fallita.

Conseguentemente, la scelta motivata che deve essere presa dal sottoscritto sul metodo prescelto, consiste nel considerare innanzitutto i conti economici storici registrati dall'azienda in questione, come una buona approssimazione di quelli che potranno essere registrati in futuro, senza investimenti che attengano alla modifica sostanziale della combinazione produttiva aziendale (PIV 111.1.27), depurate da quegli eventi straordinari che hanno inciso sulla gestione "normalizzata" ed, al contempo, prevedendo dei costi specifici per il rilancio dell'attività post dichiarazione di fallimento e del fatto che l'azienda continua a svolgere senza soluzione di continuità l'attività per effetto del contratto di affitto d'azienda.

Tali presupposti e la relativa scelta del metodo di valutazione sono ritenuti dallo scrivente coerenti con la finalità della presente *"opinione"* che è quella di orientare gli organi della procedura fallimentare nelle operazioni di vendita con procedure di evidenza pubblica. Infatti, come osservato da autorevole dottrina

(G. Liberatore, A. Amaduzzi, E. Comuzzi, O. Ferraro - La Valutazione delle aziende in crisi - Giuffrè Editore - 2014) che ha trattato la specificità delle valutazioni delle aziende in crisi: *"In buona sostanza, la determinazione del valore economico del capitale di una azienda in crisi presuppone che essa sia in grado di operare come sistema "duraturo" ed "autonomo": ovverosia come istituto atto a perdurare nel tempo in un ambiente che cambia e che sia capace di operare, facendo affidamento sulle proprie risorse e capacità, senza ricorrere in modo sistematico, a sostegni esogeni"*.

Alla luce dei suddetti assunti ed avuto riguardo alla documentazione disponibile ed alle cause che hanno comportato la crisi dell'impresa fallita, si ritiene di scegliere **il metodo reddituale**, generalmente utilizzato per la valutazione di aziende in cui gli elementi patrimoniali hanno scarsa rilevanza, quale metodo che meglio approssima la stima del valore di questa azienda determinato sulla base della proiezione futura del reddito medio normalizzato osservato storicamente.

Come già evidenziato nel precedente capitolo il metodo reddituale puro si fonda sulla capitalizzazione, ad un prefissato saggio di capitalizzazione, del reddito medio futuro atteso come producibile da una azienda. Detto metodo si basa sulla proiezione nel tempo di una misura di reddito unico, normale e costante. Esso quindi consiste nell'approssimazione di un reddito espressivo della durevolezza dell'utilità futura ritraibile dall'azienda per un periodo di tempo sostanzialmente illimitato. Con riferimento a tale ultimo aspetto (periodo di tempo considerato) lo scrivente ha poi ritenuto opportuno inserire dei correttivi espressivi di una durata limitata.

La formula di riferimento per la determinazione del valore del capitale economico in questo metodo di valutazione è la seguente:

$$VA = \frac{RN}{i} - IR$$

Dove:

VA = valore del capitale economico dell'azienda;

RN reddito netto medio, normale atteso dall'azienda negli anni a venire;

i = tasso di capitalizzazione del flusso reddituale medio, normale atteso;

n = numero degli anni in cui si ritiene che si potranno manifestare i flussi di reddito attesi;

IR = investimenti necessari per il rilancio dell'attività post fallimento.

5 IL VALORE DELL'AZIENDA RISULTANTE DALL'APPLICAZIONE DEL METODO REDDITUALE.

5.1 Premessa - analisi dei modelli dichiarativi e normalizzazione del reddito

Al fine di procedere con la valutazione dell'azienda con il metodo reddituale il primo elemento necessario è la determinazione del reddito netto medio, normale atteso. Come detto in precedenza non essendo disponibile un piano industriale futuro dell'affittuario si è proceduto con l'analisi dei dati storici procedendo alla normalizzazione dei redditi al fine di esprimere un risultato medio atteso replicabile anche dal futuro acquirente dell'azienda nel periodo considerato (5 anni).

In particolare nella determinazione del reddito medio normale atteso si è tenuto conto dei seguenti elementi:

1. L'azienda oggetto di stima verrà posta in vendita "esdebitata";
2. I risultati economici presentano una accentuata omogeneità soprattutto con riferimento agli ammortamenti, accantonamenti, alle svalutazioni, all'area finanziaria e straordinaria;

5.2 Analisi dei dati economici

Al fine di comprendere l'andamento della Fallita negli esercizi precedenti alla dichiarazione di fallimento e, conseguentemente, del contratto di affitto d'azienda, sono stati analizzati i valori storici registrati dalla stessa nel periodo 2017 -2021. Trattandosi di una società di persone in contabilità semplificata, in assenza dei Bilanci degli esercizi oggetto di interesse, si è proceduto attraverso l'analisi dei dati contenuti nelle dichiarazioni fiscali, esposti e riclassificati nella seguente tabella:

(Valori espressi in euro)

DESCRIZIONE	2017	2018	2019	2020	2021
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	224.910	230.861	245.761	110.860	144.890
VALORE DELLA PRODUZIONE	224.910	230.861	245.761	110.860	144.890
Costi per materie prime	-59.359	-53.461	-63.609	-30.372	-32.198
Costi per servizi	0	0	0	0	0
Costi per godimento beni di terzi	0	0	0	0	0
Variazione delle rimanenze	-1.500	-700	1.500	-1.000	500
VALORE AGGIUNTO	164.051	176.700	183.652	79.488	113.192
Costo del personale	-72.781	-64.789	-71.638	-35.331	-34.944
MARGINE OPERATIVO LORDO (EBITDA)	91.270	111.911	112.014	44.157	78.248
Ammortamenti e svalutazioni	-430	-509	-503	-571	-669
Accantonamenti	0	0	0	0	0
Saldo altri ricavi/oneri diversi di gestione	-43.670	-40.708	-50.341	-35.239	-48.160
RISULTATO OPERATIVO (EBIT)	47.170	70.694	61.170	8.347	29.419
proventi ed oneri finanziari	0	0	0	0	0
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	47.170	70.694	61.170	8.347	29.419
Imposte	2.098	4.596	2.914	0	705
UTILE(PERDITA) D'ESERCIZIO	49.268	75.290	64.084	8.347	30.124

5.3 La normalizzazione del reddito

Alla luce dell'analisi svolta in relazione all'andamento economico della Fallita negli esercizi presi in considerazione, seguendo il metodo reddituale, è stato dapprima determinato il reddito medio – normale della Società. Tale valore

è stato stimato, tenendo conto dei dati storici conseguiti dalla società e, in particolare, della media dei risultati d'esercizio conseguiti nel periodo 2017-2021.

Lo scrivente assumerà quindi ai fini dell'individuazione del reddito normalizzato, l'indicatore del risultato d'esercizio, in quanto espressivo, nel caso di specie, della capacità reddituale dell'azienda nella medesima configurazione in cui verrà alienata dalla Curatela.

Per la determinazione del reddito netto normale medio si terrà conto anche della componente fiscale riconducibile alla sola imposta IRAP (determinata nel 4,82% del reddito normalizzato).

Pertanto, si è proceduto ad individuare il Reddito normalizzato sulla base della media dei risultati storici degli esercizi dal 2017 al 2021, al fine di individuare la capacità reddituale dell'azienda in pieno funzionamento, quindi in condizioni "normali".

Il risultato della normalizzazione del Reddito del periodo 2017-2021 oggetto di osservazione è il seguente:

(Valori espressi in euro)

REDDITO "NORMALIZZATO"	2017	2018	2019	2020	2021
UTILE(PERDITA) D'ESERCIZIO	49.268	75.290	64.084	8.347	30.124
RETTIFICHE					
REDDITO NORMALIZZATO	49.268	75.290	64.084	8.347	30.124

Dall'analisi dei conti economici storici della Fallita, ai fini della determinazione del reddito normalizzato, si evidenzia che ai fini del processo di normalizzazione del reddito, considerato che la stessa non ha adottato politiche di bilancio giudicate distorsive, non è stato necessario:

- redistribuire nel tempo proventi e costi straordinari;
- eliminare proventi e oneri estranei alla gestione, in quanto inesistenti;
- operare altre rettifiche.

Nella determinazione del reddito medio netto normalizzato non si è tenuto conto di ulteriori investimenti in quanto necessari alla ripresa della piena operatività aziendale ed al rilancio commerciale, che sono stati definiti "costi del risanamento" e stimati separatamente portandoli a deconto del valore dell'azienda calcolato sulla base del reddito netto normalizzato.

Al fine di procedere alla valutazione dell'azienda, attualmente concessa in affitto e che sarà ceduta a mezzo di una procedura competitiva, lo scrivente ha potuto prendere in considerazione esclusivamente i dati storici mentre non sono disponibili previsioni e/o budget dell'affittuario e pertanto ritiene di procedere ad una riduzione del reddito medio normalizzato come sopra determinato pari al 25% e quindi con una riduzione di Euro 10.808.

Riepilogando, al fine di individuare il Reddito medio normalizzato al netto delle imposte, si è proceduto come segue:

(Valori espressi in euro)

Determinazione Reddito medio normalizzato netto imposte	Media periodo di osservazione
Media Reddito normalizzato	45.423
Ammortamenti, svalutazioni, accantonamenti	0
Media Reddito normalizzato	45.423
Imposte teoriche su Reddito normalizzato	-2.189
Reddito medio normalizzato netto imposte	43.234
Riduzione del 25% per mancanza piani previsionali	-10.808
Reddito medio normalizzato netto imposte per valutazione azienda	32.426

5.4 La determinazione del tasso di capitalizzazione

Con riferimento al metodo di valutazione reddituale scelto e coerentemente con l'inclinazione fornita dai PIV al punto 1.20.2, il tasso di capitalizzazione scelto è costruito come somma fra il tasso degli investimenti senza rischio ed il tasso di rendimento atteso per la specificità dell'azienda nella quale si vuole effettuare l'investimento, detto anche premio per il rischio.

Tale nozione di tasso altro non è che l'esplicitazione di un approccio razionale all'investimento da parte di un investitore disposto a correre il rischio di impresa che quindi ha due specifiche aspettative dal proprio investimento:

(i) la prima è quella di ricevere una remunerazione dal capitale investito perlomeno uguale a quella che ritrarrebbe sul mercato finanziario investendo in titoli a basso rischio;

(ii) la seconda è l'aspettativa di un maggior rendimento derivante dal mercato e/o settore specifico in cui effettua il proprio investimento di tipo imprenditoriale.

Sono di seguito illustrate, sia dal punto di vista metodologico che pratico, le modalità adottate per la individuazione dei tassi applicati per il calcolo dell'avviamento.

Il tasso di attualizzazione relativo alla "remunerazione normale del capitale" risulta fondamentale per consentire l'allineamento temporale di valori variamente distribuiti nel tempo: come tale, è indipendente da fattori/variabili di rischio specifiche dell'impresa ma è correlato esclusivamente a parametri finanziari c.d. "risk free".

Come normalmente assunto nella pratica professionale e come suggerito dalla letteratura qualificata in materia, si è assunto - quale tasso di remunerazione normale del capitale - il rendimento di medio/lungo periodo di un gruppo di Titoli di Stato e obbligazioni che, nel caso di specie, è stato determinato adottando il rendimento di un BTP con scadenza a 10 anni, pari al 4,13%, rilevato dal MEF e relativo all'asta avvenuta in data 30 giugno 2023- 03 luglio 2023.

A tale tasso è necessario aggiungere un c.d. "premio per il rischio" che rappresenta sostanzialmente la maggiorazione in termini percentuali che viene applicata nel calcolo del tasso di rendimento atteso di un investimento, in modo tale da tenere conto del rischio specifico dell'attività oggetto dell'investimento, così da ottenere con la stessa un rendimento atteso pari a quello che si otterrebbe con investimenti privi di rischio.

Nella pratica europea UEC (Unione Europea degli Esperti Contabili) è raccomandata l'adozione di tassi di attualizzazione di riferimento differenziati che tengano conto dell'attività svolta, della struttura finanziaria, della concorrenza e della dimensione, di seguito esposti:

ATTIVITA'	DESCRIZIONE	TASSO
Attività prive di rischio	Tasso di interesse "puro"	2% - 3%
Aziende industriali con forte patrimonializzazione. Società immobiliari	Risultati reddituali stabili Alto grado di immobilizzazione del capitale	2% - 5%
Aziende industriali stabili	Risultati reddituali elevati Alta qualificazione del management	4% - 6%
Aziende in concorrenza	Attività con discreta concorrenza e di medie dimensioni Basso impiego di capitale investito Medio impiego di capacità di tipo operativo	5% - 9%
Aziende industriali e commerciali medio – piccole	Attività con forte concorrenza e di piccole dimensioni Basso impiego di capitali iniziali	4% - 8%
Aziende industriali Aziende commerciali Società di consulenza	Attività con elevatissima concorrenza e di varie dimensioni Indispensabile la qualificazione del management Basso indice medio di durata delle aziende	
Studi professionali	Attività con scarsissimo impiego di capitali La capacità reddituale è esclusivamente in funzione del titolare	10% - 13%

Lo scrivente stimatore, tenuto conto delle caratteristiche dell'azienda da valutare, ha individuato nella misura del 6% la maggiorazione da applicare per individuare il tasso da utilizzare nel metodo di valutazione prescelto.

Inoltre, in funzione della carenza di liquidabilità del bene oggetto di stima (che è un complesso aziendale e non una società quotata), nonché quale rischio specifico azienda in fallimento, si è ritenuto opportuno applicare un aggiustamento al tasso come sopra calcolato applicando una ulteriore maggiorazione pari complessivamente a 3,00 punti percentuali.

In conclusione, quindi, il tasso di attualizzazione è pari a 13,13%.

5.5 Definizione dell'orizzonte temporale

Nella prassi operativa il metodo reddituale presenta molteplici orizzonti temporali, il cui limite minimo è riassumibile in pochi anni e quello massimo può essere considerato all'infinito. Secondo i PIV (III.1.31) l'arco temporale deve

essere di regola infinito poiché l'azienda è un istituto atto a perdurare nel tempo e l'esperto valutatore potrebbe adottare la formula della rendita perpetua in modo da giungere ad una stima sintetica del valore dell'azienda riferita ad un orizzonte temporale infinito. Tuttavia, nel caso di aziende caratterizzate da radici meno solide, od operanti in settori con elevate variabilità dei soggetti, è comunque preferibile l'adozione di un orizzonte temporale definito, anche al fine di tener conto delle incertezze previsionali che, nel caso in specie, dipendono molto sia dall'attività svolta dall'azienda sia dalle poche informazioni ricevute circa i piani di sviluppo dell'azienda nel prossimo futuro.

Nel primo caso (orizzonte temporale infinito) si fa ricorso alla rendita perpetua, nel secondo caso (orizzonte temporale definito 3-5 anni) alla rendita annua posticipata. Risulta evidente come l'impresa sia un istituto economico destinato a perdurare nel tempo, a vita, dunque, indefinita, e pertanto nella prassi abitualmente si fa riferimento all'orizzonte temporale indefinito, per ridurre l'incertezza legata alla stima analitica di flussi di reddito (in particolare quando i flussi da stimare sono lontani nel tempo). La durata dell'azienda, infatti, può andare "ben al di là della vita del singolo imprenditore" e ben poche volte può essere delimitata: la regola è dunque "l'indeterminatezza" dell'orizzonte temporale di riferimento (cfr. Guatri, Bini, *Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende*, Università Bocconi Editore, Milano, 2005, pag. 476).

Tenuto conto della scarsa attendibilità delle previsioni economico-finanziarie estese oltre un certo orizzonte temporale si ritiene quindi preferibile, in via prudenziale, considerare l'orizzonte temporale come un valore non infinito. Per definire la sua estensione devono essere presi in considerazione i seguenti aspetti relativi all'azienda oggetto di valutazione:

- le condizioni generali del settore in cui opera;
- il fatto che le condizioni generatrici del sovrareddito sono di natura sostanzialmente soggettiva, quindi non destinate a seguire l'azienda in caso di sua cessione, essendo direttamente collegate alla professionalità dell'imprenditore;
- il fatto che si ritiene siano sussistenti condizioni che consentono di rivedere il sovrareddito come un'entità variabile nel tempo.

Alla luce delle raccomandazioni della dottrina e degli esempi forniti dalla pratica, si osserva come l'arco temporale di riferimento generalmente oscilla tra i tre e i cinque anni ed il sottoscritto, per le considerazioni sopra esposte, considerando che il contratto di locazione con il Sig. _____ ha scadenza nel 2025, ha ritenuto opportuno procedere all'identificazione di un valore di reddito medio riferito ad un periodo futuro definito di anni 3.

5.6 La determinazione del valore dell'azienda

Una volta individuato il reddito normalizzato come determinato nel capitolo 5.2, calcolato il tasso di attualizzazione pari al 13,13%, definito l'arco temporale di riferimento, sono stati stimati i costi necessari per il rilancio dell'attività, ovvero per riportare il fatturato ai livelli storici ("costi di rilancio e risanamento") e che sono stati determinati dallo scrivente, in complessivi Euro 15.000.

Si è così proceduto a calcolare il valore economico dell'azienda pari ad Euro 61.393, che **si arrotonda per difetto in Euro 60.000**, come evidenziato nella tabella che segue:

(Valori espressi in euro)

Determinazione del valore dell'azienda	
VA = RN a n-i - IR	
Reddito medio normalizzato netto imposte	32.426
Tasso di capitalizzazione	13,13%
Periodo di riferimento capitalizzazione	3
Valore atteso dell'azienda	76.393
Riduzione stima (IR) per costi di rilancio e ristrutturazione	-15.000
VALORE ATTUALE NETTO	61.393
VALORE ATTUALE NETTO ARROTONDATO	60.000

6. CONCLUSIONI.

Per quanto esposto nei precedenti paragrafi lo scrivente ritiene ragionevole attribuire alla data del 02.01.2023 (data di fallimento) all'azienda esdebitata, con lo scopo di essere posta in vendita dal Fallimento a mezzo procedura competitiva, **un valore complessivo di Euro 60.000 (sessantamila).**

Lo scrivente ritiene di aver assolto l'incarico conferito e nel ringraziare per la fiducia accordata resta a disposizione per ogni ulteriore chiarimento in merito.

Polignano a Mare, 26 luglio 2023.

Dott. Gaetano Mercuro
Firmato digitalmente



Allegati

1. Provvedimento di nomina;



3. MEF risultato asta BTP 10 anni data 30 giugno 2023 – 03 luglio 2023.

Tribunale di Bari
Sez. FALLIMENTARE Bari

/2023

Evento: stimatore

Il GD

Nomina il dr. Gaetano Percuoco

Bari 023

Il Giudice delegato





Ministero dell'Economia e delle Finanze

Risultati Asta: BTP 10 ANNI
Data: 30 giugno 2023 - 03 luglio 2023

Codice ISIN	IT0005544082
Tranche	5° - 6°
Cedola(*)	4,35%
Data Emissione	02 maggio 2023
Data Scadenza	01 novembre 2033
Data Asta	30 giugno 2023
Data Regolamento	04 luglio 2023
Importo Max Offerto	3.250,000
Importo Min Offerto	2.750,000
Importo Richiesto	4.459,150
Importo Assegnato	3.250,000
Prezzo di Aggiudicazione	102,21
Rapporto di Copertura	1,37
Rendimento Lordo	4,13%
Giorni dietimi	63
Provv. di Collocamento	0,20%
Prezzo Nettisti	102,209692
Prezzo Fiscale	99,850
Importo Offerto Specialisti	650,000
Importo Richiesto Specialisti	1.139,212
Importo Assegnato Specialisti	650,000

Importo Totale

Circolante	13.400,000
Assegnato agli Specialisti nei collocamenti supplementari e/o sindacati	2.650,000

(*) Prima cedola corta - Durata: 183 gg. - Tasso: 2,163179%
Scadenza cedole successive: 01 maggio - 01 novembre

*Gli importi sono indicati in milioni di Euro.
Base Annua Rendimenti 365 gg.*