

TRIBUNALE DI ANCONA

Fallimento n. 42/2018

Giudice Delegato Dott.ssa Giuliana Filippello

Curatore Avv. Andrea Bartolini

VALUTAZIONE D'AZIENDA E

DELLA CONGRUITA' DEL CANONE DI AFFITTO

1. OGGETTO DELL'INCARICO

La sottoscritta Caterina Del Gobbo, Dottore Commercialista con studio in Ancona, Corso Mazzini n. 148, iscritta all'albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Ancona al n. 127/A ed al Registro dei Revisori Contabili al n. 18993 (G.U. n. 31 bis del 21/4/1995) è stata incaricata dal curatore fallimentare Avv. Andrea Bartolini di stimare il valore complessivo dell'azienda della società fallita

costituita dai beni materiali ed immateriali.

La valutazione è finalizzata a pervenire al più congruo valore dell'azienda nell'ottica di una eventuale cessione della stessa a terzi nell'ambito della procedura fallimentare nonché alla verifica della adeguatezza del canone attualmente corrisposto.

In adempimento dell'incarico ricevuto ha esperito le necessarie verifiche e dopo aver assunto le opportune informazioni, praticando ogni riscontro contabile ed amministrativo, presenta il seguente elaborato di stima.

2. CENNI STORICI E GENERALI

Sulla scorta del fascicolo storico camerale aggiornato al 18/7/2018 la scrivente ha reperito le seguenti informazioni.

La Società viene costituita in data 12/7/2011 con sede a Castelfidardo, Via Ho Chi Min n. 17, con iscrizione nella sezione ordinaria al Registro delle Imprese di Ancona il 25/7/2011, codice fiscale e partita iva n. 02519220426, numero REA AN – 194030.

Il capitale sociale di euro 150.000 è interamente posseduto dal Sig. Fabrizio Romoli, che riveste anche la carica di amministratore unico.

L'oggetto sociale è la *“verniciatura liquida ed in polvere, satinatura su trattamenti galvanici e materiali metallici, serigrafia; produzione e commercializzazione di accessori*

e componenti per elettrodomestici, casalinghi, arredamento; produzione e commercializzazione di prodotti per la cosmetica e per i centri estetici”.

Nel ricorso per ammissione alla procedura di concordato preventivo depositato il 19/4/2018 si leggono le cause della crisi della Società, di seguito sinteticamente riportate.

nasceva alla fine del 2011 come *start-up* innovativa nel settore della verniciatura di diverse tipologie, satinature, serigrafia e tampografia, su supporti metallici, zama, plastici e bachelite.

L'attività dell'azienda era suddivisa in due diversi settori, volti alla realizzazione di diverse attività produttive: un settore costituito dalla verniciatura liquida di particolari per l'industria dell'elettrodomestico, del mobile, dell'arredamento e della meccanica in genere; un secondo settore costituito dall'attività di tampografia ed incisione laser, tecnologie utilizzate al fine di personalizzare particolari tecnici ed estetici con loghi, scritte o indicazioni di funzionamento rivolta tutti i settori industriali, al *merchandising*, all'abbigliamento ed alla calzatura.

Nei primi anni di attività l'azienda raggiungeva buoni obiettivi economici di fatturato non accompagnati però da una adeguata struttura finanziaria. A fronte di investimenti importanti per il mantenimento dei livelli di *performance* la Società non era dotata di appropriate forme tecniche per finanziare la struttura industriale a causa della insufficienza patrimoniale nella fase di *start-up*. Ciò ha comportato il ricorso al finanziamento a breve-medio termine con un significativo impiego della liquidità corrente prodotta dal ciclo aziendale, con conseguente progressiva sofferenza della stessa.

A ciò si aggiungono ulteriori elementi endogeni alla Società: la progressiva riduzione del fatturato, la difficoltà incontrata nella (regolare) riscossione delle forniture effettuate causata dalla consistente insolvenza da parte di alcuni clienti e la bassa marginalità prodotta dal settore *core*, quello del casalingo, che

assorbiva gran parte dell'utile.

All'inizio del 2017 la Società aveva depositato domanda di ammissione alla procedura di concordato preventivo ai sensi dell'art. 161 c. 6 L.F., dichiarato inammissibile dal Tribunale di Ancona.

Come già riferito, depositava nell'aprile 2018 ricorso per ammissione alla procedura di concordato preventivo in continuazione ex art. 186 *bis* L.F., anch'esso dichiarato inammissibile dal Tribunale di Ancona, che con sentenza del 20/6/2018 dichiarava il fallimento della Società e la nomina a curatore fallimentare dell'Avv. Andrea Bartolini.

Il 30/3/2018 la Società stipulava un contratto di affitto di ramo di azienda con la società _____ avente sede a Castelfidardo con firme autenticate dal Notaio Sabino Patrino di Porto Recanati (Mc) rep. 55302, nel quale si prevedeva che:

- 1) il ramo di azienda concesso in affitto attiene al settore della verniciatura liquida ed è costituito dai beni materiali ed immateriali, inclusi i diritti industriali e di proprietà industriale su marchi e prodotti a catalogo, attrezzature, macchinari, *know how*, banche dati dei clienti, personale dipendente e contratto di locazione del capannone industriale sito a Castelfidardo, Via Ho Chi Min n. 17;
- 2) l'affitto aveva durata di cinque anni, con decorrenza dalla data di stipula;
- 3) il canone annuo di affitto ammontava a euro 20.000 oltre IVA, da pagarsi in n. 12 rate mensili posticipate entro il giorno 15 del mese successivo.

Circa le giacenze di magazzino nel contratto si conveniva che le stesse avrebbero formato oggetto di un separato contratto estimatorio.

Per pervenire alla liquidazione dell'azienda o di suoi rami con le procedure previste dagli artt. 105 e 107 L.F. si rende necessario addivenire alla sua valutazione.

È importante sottolineare che la valutazione, pur relativa ad azienda che si

trova in procedura fallimentare, viene effettuata nell'ottica della continuità aziendale, con l'obiettivo che l'azienda venga ceduta a soggetti realmente interessati alla attività svolta dalla Società ed anzi con lo scopo di sfruttare ulteriormente le potenzialità esistenti.

Ai fini della presente relazione sono state utilizzate le informazioni di dettaglio derivanti dai documenti consegnati alla scrivente dalla società fallita e in minima parte dalla affittuaria

Di seguito la documentazione utilizzata:

- dati di bilancio di chiusi alla data del 31/12/2014, 31/12/2015, 31/12/2016, 31/12/2017;
- situazione contabile economico patrimoniale al 30/6/2018;
- situazione contabile economico patrimoniale al 30/6/2018 della affittuaria

- visura camerale;
- perizia di stima dei beni mobili redatta dall'Ing. Andrea Rchetta in data 18/7/2018;
- elenco dei marchi a nome
- contratto di affitto di ramo d'azienda in data 30/3/2018 tra

- ricorso per ammissione alla procedura di concordato preventivo in continuazione dell'attività di impresa ex artt. 160 s.s. e 186 *bis* L.F. depositata il 19/4/2018;
- relazione ex art. 160 c. 2 L.F. in allegato alla domanda di concordato preventivo giurata dal Dott. Danilo Marchetti in data 18/4/2018.

3. VALORI ECONOMICI

Operazione preliminare per procedere alla valutazione è stata quella di riclassificare i dati economici di bilancio. Sono stati utilizzati i bilanci della

società fallita relativi agli esercizi dal 2014 al 2017.

La sintesi dei dati del conto economico e del risultato del patrimonio netto, che qui ci interessa, è rappresentata nella tabella a seguire:

	2014	2015	2016	2017
Ricavi delle vendite				
Totale valore della produzione				
Totale costi della produzione				
Diff. tra valore e costi della produzione				
Proventi e oneri finanziari				
Proventi e oneri straordinari				
Imposte dell'esercizio				
Risultato dell'esercizio				
Patrimonio Netto				

Dall'analisi comparata emerge che la fallita ha conseguito progressivamente una riduzione del fatturato; la gestione caratteristica, data dalla differenza tra il valore ed i costi della produzione, si presenta in perdita dal 2016 e mostra un risultato fortemente negativo nel 2017.

Anche i dati relativi alla frazione di esercizio 2018 forniti dalla fallita e dalla affittuaria mostrano un *trend* in discesa.

Dalla situazione parziale al 30/6/2018 di si evince un valore dei ricavi – verosimilmente riferibili al primo trimestre 2018 – di circa euro 479.000 mentre la affittuaria evidenzia ricavi per circa euro 492.000. Tenuto conto che il contratto di affitto di ramo d'azienda ha avuto inizio dal secondo trimestre 2018 è verosimile ipotizzare un livello delle vendite che, rapportate ad anno, si attestano intorno a euro 2.000.000, ancora in diminuzione rispetto ai dati consuntivi della fallita.

4. ELEMENTI PATRIMONIALI COSTITUENTI IL RAMO D'AZIENDA

La stima del valore aziendale di non può prescindere dalla particolare situazione in cui versa la società, che è appunto in stato di fallimento e soggetta perciò ad una specifica normativa per quanto concerne sia il realizzo dell'attivo che l'estinzione del passivo.

Il fallimento è una procedura dissolutoria per eccellenza, nel corso della quale il capitale viene disaggregato e liquidato a soddisfacimento dei creditori. Viene a perdersi quindi quel collegamento in termini funzionali tra i valori costituenti il patrimonio in quanto a seguito della fallimento viene sostanzialmente a cessare ogni attività.

La natura pubblicistica della procedura ed il relativo alveo normativo (legge fallimentare) richiedono alcune differenziazioni nei principi di valutazione e di determinazione del patrimonio aziendale.

Con riferimento pertanto alla specifica situazione, in linea generale i principi di valutazione dell'attivo sono quelli del presumibile valore di realizzo dei beni ma utilizzando criteri di particolare prudenza ed obiettività; detto valore deve essere applicato verificando sia la possibilità della vendita frazionata dei beni che quella della cessione globale delle attività o di settori funzionanti autonomi. Per le passività occorre procedere alla estinzione delle poste debitorie in seguito al puntuale accertamento eseguito nella verifica dello stato passivo.

Con la cessione frazionata dell'azienda si ha la disaggregazione del complesso aziendale per cui la stima dei singoli valori ceduti viene fatta in assenza di avviamento, che si ritiene disperso in seguito alla gestione trascorsa dell'azienda caduta in fallimento.

Qualora invece sia riscontrabile un valore di avviamento positivo è conveniente procedere al realizzo in blocco, anche parziale, del complesso aziendale, per il quale è necessario ottenere la stima del capitale economico. L'azienda non si estingue con la dichiarazione di fallimento, potendo il sistema giuridico "reagire" alla disaggregazione attraverso formule che rendono possibili soluzioni temporanee, quali l'affitto d'azienda o l'esercizio provvisorio, o durature, quali la cessione dell'azienda intera o di un ramo di essa.

L'incarico assegnato dal curatore non comprende la stima delle poste creditorie e delle passività, essendo i crediti oggetto di valutazione autonoma ed inseriti

nell'ambito del processo di recupero avviato dalla procedura fallimentare e le passività oggetto di ammissione al passivo del fallimento, secondo la disciplina dettata dalla Legge Fallimentare.

Non comprendono inoltre le rimanenze di magazzino che, secondo quanto riferito dal Curatore, hanno formato oggetto di vendita alla affittuaria.

Nella determinazione del valore della società fallita pertanto deve tenersi conto dei seguenti elementi:

immobilizzazioni immateriali: la voce di bilancio contiene i c.d. elementi "intangibles" ed in particolare il marchio ' '. Nel caso in esame

si tratta di un bene con effettiva utilità futura, trasferibilità e/o misurabilità;

immobilizzazioni materiali: in tale voce di bilancio sono compresi i beni strumentali; si tratta perciò di attrezzature per l'esercizio dell'attività aziendale, macchinari, attrezzature, mobili e arredi da ufficio e automezzi.

5. I CRITERI DI VALUTAZIONE - CONSIDERAZIONI GENERALI

La scelta della metodologia valutativa è funzione dello scopo della determinazione del capitale economico, determinazione che, una volta individuato l'oggetto da valutare, può avvenire seguendo metodologie operative tra loro alternative, modellate sulla base degli aspetti nei quali può essere indagata la gestione aziendale: si possono così adottare metodologie che tendono a privilegiare l'aspetto dei flussi finanziari, del reddito, del patrimonio, ovvero criteri, cosiddetti misti, che danno rilevanza a un'opportuna combinazione di detti elementi.

Tra le diverse metodologie di valutazione del capitale economico d'impresa sviluppate da dottrina e pratica economico-aziendale, i metodi prevalenti si articolano in:

- metodi patrimoniali, nella versione semplice o complessa;
- metodi reddituali;

- metodi misti, patrimoniali-redдитuali;
- metodi finanziari.

Con i metodi patrimoniali si consente di giungere alla valutazione del capitale economico della società tramite l'espressione a valori correnti dei cespiti e di tutti gli elementi attivi e passivi del patrimonio aziendale. Il valore dell'azienda (W) corrisponde, pertanto, al valore del patrimonio netto rettificato (K) a valori correnti, in base alla seguente formula

$$W = K$$

dove:

K = valore del patrimonio netto rettificato

Questo metodo considera il valore dell'azienda come funzione del valore del suo patrimonio netto, rivalutato mediante rettifiche apportate ai valori di carico dei suoi componenti; il fondamento di questa scelta metodologica consiste, almeno in linea di principio, nella necessità di valorizzare la composizione qualitativa e quantitativa del patrimonio investito da un'impresa ad una determinata data.

Tale metodo, che ha il pregio di consentire una stima del patrimonio aziendale oggettiva e riscontrabile, si caratterizza per la stima analitica a valori correnti di sostituzione: *analitica*, perché effettuata distintamente per ciascun elemento del patrimonio; *a valori correnti*, perché basata sui prezzi di mercato del momento; *di sostituzione*, perché l'ipotesi di base è quella del riacquisto (o della riproduzione) per elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi.

Si distingue tra metodo patrimoniale semplice e metodo patrimoniale complesso: nel primo non sono considerati ai fini della valutazione i beni immateriali, mentre nel secondo si somma al valore della sostanza patrimoniale netta rettificata il valore dei beni immateriali non contabilizzati, aventi o meno valore di mercato, quali *know how*, portafoglio lavori, organizzazione umana, licenze, autorizzazioni, marchi, brevetti, insegne e concessioni.

Il metodo reddituale identifica il valore di un'azienda con il valore attuale dei redditi normali attesi. Con tale metodo si determina il valore di un'impresa in diretta correlazione con la sua autonoma capacità di generare reddito nel tempo; in particolare il reddito è una quantità media, normale, attesa, netta, reale.

Nell'ipotesi di rendita di durata limitata nel tempo dei redditi, conseguente alla scarsa attendibilità delle previsioni economico-finanziarie estese oltre un certo limite temporale e considerato che nessuna impresa può generare profitti a tempo indeterminato, la formula è la seguente:

$$W = R \times a^{-n} i$$

dove:

W = è il valore dell'azienda;

R = è il reddito normale atteso;

$a^{-n} i$ = è il valore attuale di una rendita immediata posticipata di durata pari ad "n" anni ove "i" rappresenta il tasso di remunerazione.

Il criterio in esame si sviluppa nelle seguenti fasi:

1) *Determinazione del reddito medio normale atteso netto reale*

Il reddito medio normale atteso netto reale (R) viene inteso come analitica successione dei redditi prospettici determinati per ciascuno degli anni dell'orizzonte temporale considerato (risultati programmati futuri), ovvero come media calcolata ponderando opportunamente dati normalizzati di reddito prospettici desumibili da piani e da *budgets* aziendali, se disponibili, considerando altresì dati di reddito storici, ove significativi. Nel processo di normalizzazione i redditi assunti a riferimento dei calcoli sono rettificati dei componenti straordinari o non ricorrenti, generati da attività estranee alla gestione caratteristica o da eventi eccezionali.

2) *Determinazione del tasso di capitalizzazione del reddito*

Il tasso "i" impiegato per attualizzare il reddito esprime il tasso di rendimento

del capitale proprio giudicato soddisfacente, tenuto conto del grado di rischio connesso alla specifica impresa e al settore in cui essa opera. In particolare la sua misura è tanto più elevata quanto maggiore è l'intensità di rischio sopra richiamato e quanto più alti sono i rendimenti degli investimenti alternativi a rischio trascurabile.

Quale tasso che il mercato riconosce ad investimenti privi di rischio si fa normalmente riferimento al rendimento dei titoli di Stato.

A detto tasso in assenza di rischio, occorre aggiungere un tasso di attualizzazione del rischio specifico di impresa, che deve esprimere un rapporto tra reddito e capitale che viene reputato conveniente per l'investimento nell'impresa, fornendo contenuti economici alle attese di remunerazione del capitale proprio.

3) Determinazione del tempo di capitalizzazione del reddito

La determinazione dell'orizzonte temporale dell'analisi (arco temporale di riferimento) è un problema estremamente arduo; per semplicità si potrebbe considerare la vita dell'azienda come illimitata, ma questa ipotesi non può essere accettata poiché nessuna impresa può generare profitti a tempo indeterminato.

La scelta del tempo di capitalizzazione del reddito deriva soprattutto dalla congiuntura delle condizioni generali del mercato e dalle normative in cui l'impresa opera. Alla luce delle raccomandazioni della dottrina e degli esempi forniti dalla pratica, si osserva come l'arco temporale di riferimento generalmente oscilla tra i cinque e i dieci anni.

Il criterio reddituale può basarsi su:

- *metodo dei risultati storici*: esprime la media dei risultati di diversi esercizi passati;
- *metodo della proiezione dei risultati storici*: corregge il precedente metodo, contemperandolo con un dato previsionale. È un metodo più significativo del

precedente che richiede, però, che ci siano nella proiezione futura fattori modificativi rilevanti, che siano identificabili e che possano essere quantificati con buona approssimazione;

- *metodo dei risultati programmati*: fonda la propria osservazione su dati previsionali interni all'azienda (*budget*, piani previsionali pluriennali); l'attendibilità del programma limita fortemente la credibilità del metodo;

- *metodo della crescita attesa*: fonda le proprie aspettative di reddito sulla capacità di sviluppo dell'azienda da valutare; l'accrescimento nel tempo di redditività (per incremento delle dimensioni, del volume ecc.) prescinde da eventi ed operazioni straordinarie (quali acquisizioni, cessioni, ristrutturazioni ecc.).

I metodi misti patrimoniali-reddituali attuano una sorta di mediazione fra i pregi e i difetti dei criteri patrimoniali e reddituali, consentendo di considerare, nel processo valutativo, tanto le prospettive di reddito dell'azienda, quanto la sua effettiva consistenza patrimoniale: la stima sarà idonea, pertanto, a riflettere gli elementi di obiettività e verificabilità proprie dell'analisi patrimoniale senza tuttavia trascurare le attese reddituali, concettualmente più rappresentative del valore economico dell'azienda.

Il medesimo prevede, in concreto, la determinazione del valore del patrimonio netto della società, mediante la verifica della consistenza delle attività investite in azienda, al netto delle corrispondenti passività, a cui si aggiunge l'avviamento che rettificcherà in aumento (*goodwill*) o in diminuzione (*badwill*), il predetto valore patrimoniale.

L'avviamento rappresenta, in sostanza, la capacità che viene riconosciuta all'azienda di generare redditi futuri in grado di remunerare il capitale investito in misura maggiore (o minore) rispetto al rendimento offerto da investimenti alternativi.

Si hanno due formulazioni rientranti nelle logiche dei metodi misti:

1) *metodo del valore medio* che è pari alla semisomma del valore ottenuto con il

metodo patrimoniale e del valore ottenuto con la capitalizzazione del reddito (metodo reddituale puro). La formula è la seguente:

$$W = 1/2*(K + R/i)$$

dove:

W = è il valore dell'azienda;

K = valore patrimoniale (patrimonio netto rettificato)

R = è il reddito normale atteso;

i = tasso di remunerazione normale del capitale.

2) *metodo della valutazione autonoma dell'avviamento*

Rientrano in questo metodo formule differenti a seconda che si assuma come reddito atteso il reddito medio con orizzonte temporale limitato o illimitato.

La formula basata sull'attualizzazione del reddito medio con orizzonte limitato ad n anni è la seguente:

$$W = K + (R - iK) \times a^{-n} i'$$

dove:

W = è il valore dell'azienda;

K = valore patrimoniale (patrimonio netto rettificato)

R = è il reddito normale atteso;

i = tasso di remunerazione normale del capitale;

$a^{-n} i'$ = fattore di attualizzazione per il calcolo di una rendita della durata di n anni al tasso i' ;

n = numero di anni per i quali viene stimato il sovra reddito;

i' = tasso di attualizzazione del sovra-reddito.

La formula basata sull'attualizzazione del reddito medio con orizzonte illimitato è, invece, la seguente:

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

dove:

W = è il valore dell'azienda;

K = valore patrimoniale (patrimonio netto rettificato)

R = è il reddito normale atteso;

i = tasso di remunerazione normale del capitale;

i' = tasso di attualizzazione del sovra-reddito.

I metodi finanziari considerano l'azienda come un qualsiasi investimento nel mercato e ne valutano il valore del capitale economico (W) attualizzandone i flussi di cassa attesi (F) al tasso (i), sulla base della previsione dei risultati economici futuri, delle politiche di investimento e della struttura attuale e prospettica dell'indebitamento aziendale.

La formula utilizzata per la valutazione è la seguente:

$$W = F / i$$

Sotto il profilo della razionalità, si tratta dei metodi che meglio esprimono la formula di valutazione dell'azienda, ma la loro applicazione presuppone un sufficiente grado di credibilità/attendibilità nella stima dei flussi monetari prospettici. Tale credibilità si collega tipicamente alla disponibilità di un piano aziendale pluriennale, che rifletta in modo coerente la strategia perseguita dall'azienda, i suoi punti di forza e di debolezza, la struttura e dinamica dell'ambiente specifico in cui l'impresa agisce.

Un ragionamento intorno alle linee strategiche perseguite dall'impresa e chiaramente esplicitate in un piano pluriennale è dunque premessa indispensabile all'applicazione dei metodi finanziari.

6. IL METODO DI VALUTAZIONE ADOTTATO NEL CASO DI SPECIE

Come sopra riferito, a causa della situazione in cui versa la Società, solo alcune poste dello stato patrimoniale possono essere oggetto di valutazione, restando le altre nella competenza piena del curatore fallimentare.

Le disponibilità liquide sono già nella disponibilità della curatela e la riscossione dei crediti è seguita nell'ambito della procedura fallimentare;

parimenti, tutte le voci costituenti il passivo aziendale devono essere accertate nell'ambito della procedura concorsuale mediante il puntuale accertamento eseguito nella verifica dello stato passivo.

Sulla base delle indicazioni metodologiche fornite nelle pagine precedenti appare opportuno procedere alla valutazione dell'azienda utilizzando tra i metodi sopra descritti quello ritenuto più adattabile alla fattispecie analizzata.

Il metodo reddituale risulta scarsamente significativo in quanto l'andamento negativo degli ultimi risultati e la mancanza di dati prospettici, fanno sì che difficilmente possa ritenersi utilizzabile detto criterio, sia fondandolo sui risultati storici, che sui risultati programmati o sulla crescita attesa.

I risultati storici infatti risultano influenzati dalle perdite conseguite nell'ultimo biennio e dalla persistente riduzione dei ricavi.

Quanto ai dati prospettici, la Società aveva predisposto un piano industriale economico e finanziario per il periodo 2018 – 2023 che è stato ritenuto carente dallo stesso Tribunale mancando elementi di visibilità attendibile dei dati relativi alla previsione dei ricavi, dei margini o comunque di quegli elementi da cui desumere con adeguato riscontro numerico l'elevata probabilità di concretizzazione delle previsioni.

Nel caso di un'azienda in perdita il problema assai delicato che si pone allo stimatore è quello di prevedere le prospettive economiche di un'impresa che può essere rilevata e risanata: il fulcro della valutazione è stabilire se le perdite prevedibilmente si ripeteranno nel futuro e se vi è un margine positivo di intervento al fine di contenerle o di eliminarle. Tuttavia l'azienda, ancorché in perdita, può avere un valore in quanto bene "immateriale" di un complesso funzionante: una cessione di azienda in perdita consente comunque al cessionario di non sostenere costi d'impianto, di addestramento del personale, per le relazioni esterne, per il reperimento dei clienti e dei fornitori, costi che andrebbero affrontati se si intraprende *ex novo* una attività economica.

Al fine di utilizzare un metodo, di notevole diffusione professionale, che sia caratterizzato da un basso grado di incertezza, una bassa incidenza di ipotesi soggettive, facilità applicativa e buona attendibilità complessiva, si è privilegiato il **metodo patrimoniale**, con la particolarità che in un contesto giuridico come quello in esame (società in fallimento) sono oggetto di valutazione, per la valutazione del capitale economico della azienda oggetto di trasferimento, solo gli elementi dell'attivo e non anche le passività. Le passività, come già anticipato nei capitoli precedenti, saranno, infatti, soddisfatte nell'ambito della procedura di fallimento e si scindono dal valore economico della azienda che verrà invece ceduta.

Questo metodo consente di giungere alla valutazione del capitale economico del ramo d'azienda tramite l'espressione a valori correnti dei cespiti e di tutti gli elementi attivi del patrimonio aziendale.

Nel caso specifico poi si è optato per il metodo patrimoniale complesso, il cui risultato esprime il "patrimonio netto rettificato" con l'aggiunta delle risorse "intangibili" ovvero i beni immateriali, intesi quali effettive risorse incorporate nell'azienda, che originino costi ad utilità differita nel tempo, trasferibili e misurabili; ci si riferisce perciò a *know how* tecnologico, *know how* manageriale, marchi, brevetti, diritti, contratti ecc.

Immobilizzazioni immateriali

Affinché un bene sia definibile "immateriale" e abbia una rilevanza economica, deve possedere almeno i seguenti requisiti:

- a. essere originato da costi distribuiti nel tempo. Si ha riguardo alla consistenza dei flussi d'investimento richiesti per lo sviluppo del potenziale competitivo del bene e alla sua capacità di generare benefici economici differenziali misurabili;
- b. essere scindibile dall'azienda che lo possiede, pur senza compromettere la continuità dell'impresa;

c. essere suscettibile di autonoma valutazione economica.

Il marchio

Il marchio è sicuramente uno dei beni immateriali di maggiore rilievo, sia per ciò che concerne la sua capacità di rappresentare l'azienda nel proprio settore di riferimento (è il segno distintivo per eccellenza), sia per la sua capacità di generare autonomamente reddito con la conseguente possibilità di procedere a una sua autonoma valutazione economica.

Il prodotto dotato di un marchio distintivo proprio contribuisce, infatti, alla differenziazione nel mercato di sbocco cui si rivolge, consentendo in tale modo all'azienda proprietaria del medesimo di conseguire un vantaggio competitivo, di prezzo o di volume, nei confronti dei propri concorrenti.

Contrariamente a quanto avveniva in passato, il marchio è oggi autonomamente cedibile dall'azienda.

In base all'art. 2573 c.c. *"il marchio può essere trasferito o concesso in licenza per la totalità o per una parte dei prodotti o servizi per i quali è stato registrato, purché in ogni caso dal trasferimento o dalla licenza non derivi inganno in quei caratteri dei prodotti o servizi che sono essenziali nell'apprezzamento del pubblico"*.

Condizione essenziale perché il marchio goda di tutela giuridica e possa formare oggetto di trasferimento è che esso sia registrato.

Come noto, marchio, ditta ed insegna rappresentano i tre segni distintivi dell'impresa. La ditta identifica l'imprenditore e la sua impresa (il nome commerciale), l'insegna identifica l'azienda, in particolare le sue sedi, ed il marchio identifica uno o più, o anche tutti, i prodotti o i servizi dell'impresa.

Il marchio consiste in una parola, un nome, una fotografia, un emblema un colore o qualsiasi altro segno idoneo a distinguere i prodotti o i servizi di un'impresa da quelli di altre imprese e può anche coincidere con il nome commerciale dell'impresa.

Il marchio, consentendo alle imprese di distinguersi e differenziare i propri

prodotti da quelli della concorrenza, svolge un ruolo centrale nelle strategie di marketing dell'impresa.

Le imprese investono nel marchio al fine di affermare l'immagine e la reputazione dei prodotti agli occhi del consumatore. Un marchio affermato sul mercato, generalmente per effetto di significativi investimenti pubblicitari, può consentire all'impresa che lo usa di avere considerevoli vantaggi competitivi, sia in termini di prezzo che di volumi di vendita.

Il marchio costituisce, quindi, un *intangibile asset*, sprovvisto di fisica consistenza; nella sostanza, però, esprime le dinamiche capacità di *marketing* dell'impresa, che si manifestano in una buona immagine della marca ed una consequenziale maggiore redditività attuale e prospettica. La valutazione del marchio comprende anche tutte le attività immateriali che non hanno contabilmente un'autonoma valutazione, quali il *know-how* acquisto dai dipendenti, gli archivi storici, la rete commerciale ed in particolar modo la clientela.

Il suo valore è ovviamente legato alla tutela giuridica ad esso riservata dalla normativa vigente, conseguenza circolare del valore economico ad esso sotteso.

Ai sensi dell'art. 2569 c.c. *"chi ha registrato nelle forme stabilite dalla legge un nuovo marchio idoneo a distinguere prodotti o servizi ha diritto di valersene in modo esclusivo per i prodotti o servizi per i quali è stato registrato"*.

I diritti del titolare del marchio d'impresa registrato consistono nella facoltà di fare uso esclusivo del marchio e di impedire che altre imprese possano utilizzare lo stesso marchio o marchi simili, che possano ingenerare confusione tra i consumatori, nella commercializzazione di prodotti appartenenti alle medesime classi merceologiche.

Elemento essenziale per la tutela giuridica è la registrazione secondo le modalità stabilite dalla legge. La registrazione del marchio d'impresa può essere rilasciata a *"chi lo utilizzi o si proponga di utilizzarlo, nella fabbricazione o*

commercio di prodotti o nella prestazione di servizi della propria impresa o di imprese di cui abbia il controllo o che ne facciano uso con il suo consenso”.

La normativa vigente prevede una tutela giuridica del marchio, che fonda le sue origini nel codice civile (artt. 2569-2574) e in una serie di norme speciali che regolano la registrazione e i suoi effetti e anche gli atti di trasferimento.

Non in tutti i settori il marchio assume il medesimo rilievo nell’ambito del patrimonio intangibile dell’impresa. I risultati di una ricerca condotta qualche tempo fa negli Stati Uniti hanno evidenziato, per esempio, che in particolare il segmento dei beni di lusso è quello in cui il marchio assume il maggiore rilievo nella percezione del consumatore e nella sua capacità di identificare un prodotto/servizio come il più confacente alla soddisfazione dei propri bisogni.

Marchi intestati a

Dalla consultazione della banca dati tenuta dall’Ufficio Italiano Brevetti e Marchi, all’indirizzo internet: <http://www.uibm.gov.it/bancadati/>, risulta che la Società è titolare del seguente marchio registrato:

domanda n. 302018000013635 depositata il 13/4/2018, n. bollettino 83 del 17/7/2018, classe 40: trattamento di materiali. Consiste nella scrittura “COLORsystem” in colore nero su fondo bianco in caratteri di stampa maiuscoli per la scritta “color” e minuscoli per la scritta “system”:



Metodi di valutazione dei marchi

La dottrina aziendalistica e la prassi hanno sviluppato numerose metodologie di calcolo del valore dei marchi aziendali.

Tali metodologie possono essere ricondotte a tre principali filoni, basati:

- 1) sulla redditività dei marchi (*royalty method* e redditi differenziali);
- 2) sui costi (metodo dei costi storici, del costo storico residuale e dei costi di riproduzione);

3) sui valori di transazioni omogenee.

La scelta del metodo più adatto deve essere effettuata di volta in volta oltre che sulla base di quelle che sono le variabili meglio esprimenti il valore del marchio anche sulla base del grado di dettaglio delle informazioni acquisibili.

Riguardo all'approccio reddituale, il metodo dei redditi differenziali perviene alla determinazione del valore del marchio mediante capitalizzazione del maggior reddito conseguibile in virtù della presenza del marchio, rilevandolo dal confronto della redditività di un determinato tipo di prodotto con marchio con quella di un prodotto della medesima specie e caratteristiche che ne è invece sprovvisto.

Tale metodo risulta di difficile applicazione nel caso in cui l'impresa tenga una contabilità analitica che ponga in luce i risultati economici dei singoli prodotti commercializzati, per la difficoltà di incrociare i dati promananti dalla propria contabilità con quelli dei concorrenti, che ovviamente, tengono in genere il massimo riserbo sull'andamento economico delle proprie linee di prodotto.

Lo strumento più usato nella pratica è il metodo dei tassi di royalty. Esso fonda la determinazione del valore del marchio sul reddito generabile dalle *royalties*, cioè dai canoni pattuiti per la concessione in uso del marchio.

Il reddito viene in particolare determinato sulla base delle *royalties* che sul mercato un terzo sarebbe disponibile a pagare per ottenere l'autorizzazione ad utilizzare il marchio.

In primo luogo, mediante l'analisi di transazioni commerciali comparabili per tipologia merceologica dei beni eseguite da altri operatori commerciali, viene selezionato sul mercato il tasso di *royalty*, il quale può essere direttamente rilevato ove nel contratto di concessione in uso il corrispettivo pattuito sia già espresso in termini variabili come percentuale sul fatturato oppure desunto dall'incidenza del corrispettivo espresso in cifra fissa sui fatturati generati dai prodotti identificati dal marchio.

Dopodiché, tale tasso di *royalty* verrà applicato al fatturato che si prevede possa essere mediamente generato in futuro dai prodotti contrassegnati dal marchio.

I tassi di *royalties* rilevabili sul mercato possono assumere valori molto diversi a seconda dei settori indagati, con percentuali oscillanti dallo 0,5% al 10% e più.

Di fronte alle dibattute difficoltà di determinazione della percentuale di *royalties*, l'Amministrazione Finanziaria, per sue finalità di contrasto all'evasione fiscale, con Circolare Ministeriale n. 32 del 22/9/1980, in riferimento a *royalties* legate però ad un diritto di brevetto industriale, chiariva di poter ritenere congrui, in quanto "normali", canoni oscillanti tra il 2% ed il limite del 5% del fatturato della società licenziataria.

Secondo alcuni autori nell'ambito dei prodotti di largo consumo il tasso di *royalty*, salvo che non si tratti di marchi notissimi, oscilla tra lo 0,5% e il 2,5% mentre nel caso di prodotti speciali tra il 2 e il 5%.

Quando esistono riferimenti contrattuali precisi, nel senso che il proprietario del marchio ha già stipulato un contratto di concessione in uso a terzi avente ad oggetto proprio il marchio da valutare, e sempreché i corrispettivi (le *royalties*) contrattualmente previsti siano rispondenti a quelli di mercato, la valutazione diventa più semplice, e meno incerta nei risultati, in quanto è sufficiente in tal caso capitalizzare, al tasso di attualizzazione ritenuto più indicato, il reddito annuo al netto delle imposte, promanante dalla concessione in licenza d'uso del marchio, svincolando del tutto l'analisi dai fattori di più incerta determinazione quali le previsioni dei livelli di fatturato dei prodotti e, soprattutto, la scelta sul mercato del tasso di *royalty* sulla base di similari capacità attrattive di marchi, comunque fra loro diversi.

Formula di calcolo del valore del marchio con il metodo dei tassi di *royalty*:

$$M = [(r \times S) - t] \times an^{-i}$$

dove:

S rappresenta il fatturato previsionale del prodotto di marca

r rappresenta il tasso di *royalty*
t rappresenta le imposte gravanti sul reddito derivante dalle *royalties*
 α rappresenta il coefficiente di attualizzazione

Il metodo delle transazioni comparabili è fondato sul riconoscimento al marchio del valore corrispondente ai prezzi del marchio convenuti in transazioni recenti per beni simili, ed altre metodologie anch'esse basate sulla rilevazione indiretta del valore del marchio dai prezzi fatti in transazioni recenti aventi per oggetto marchi simili. La più frequente debolezza di tale metodo è la carenza di un numero sufficiente di casi comparabili.

Il metodo del costo storico fonda invece il valore del marchio sui costi sostenuti dall'impresa per registrarlo e supportarlo sul mercato.

Valutazione dei marchi della società

In questa fase del calcolo occorre operare una scelta in merito a quale reddito prendere in considerazione per la determinazione di tale parametro.

Con riferimento a quanto indicato, si ritiene di operare la valutazione del marchio adottando il **metodo dei tassi di royalties**.

Come anticipato, mediante tale metodo si addiviene ad una stima del valore dei marchi attualizzando i flussi di *royalties* ricavabili da un eventuale sfruttamento dei marchi stessi concessi in licenza a terzi. Nello specifico, è stata formulata una ipotesi di valore dei marchi, secondo i parametri indicati nelle pagine precedenti, applicando valori assolutamente prudenziali.

Si è ipotizzata una *royalty* del 4,5%, applicata sulla media ponderata dei ricavi conseguiti nel periodo 2014 – 2017; si è tenuto quindi conto sia della progressiva riduzione dei volumi di affari nei dati storici che della riduzione nei ricavi prevista nel piano industriale, sicchè il valore medio dei ricavi è stato abbattuto del 50% in considerazione anche del fatto che la Società si trova oggi in stato di fallimento, con conseguente più difficile capacità di collocazione sul mercato.

Infatti trattandosi di azienda fallita, con ovvio svilimento dei marchi per le

vicissitudini procedurali, il sottoscritto stimatore ha optato per una valutazione estremamente prudentiale, sia con riferimento al volume d'affari medio che relativamente alla percentuale del tasso di *royalty*.

Il livello dei tassi di *royalty* che trovano riscontro nelle operazioni di mercato variano a seconda del settore da un minimo dell'1% per i prodotti di grande consumo ad un massimo del 10% in caso di marchi notissimi di *merchandising*, attestandosi su un valore medio del 5-6%.

Stante la particolare natura del marchio *de quo*, che fa comunque riferimento ad una società che si trova oggi in stato di fallimento, si ritiene realistica la percentuale adottata del 4,5%. Infatti fintanto che l'azienda è in normale funzionamento il marchio non subisce deperimento economico, viceversa appena cessa di essere impiegato tenderà immediatamente a deprimersi.

Con riferimento al periodo di attualizzazione ed adottando ancora un criterio cauto di valutazione, si stima che lo stesso sia capitalizzabile tenendo conto di un periodo di utilizzo pari a 5 anni.

Quanto al tasso di attualizzazione lo stesso è scelto in funzione di un rendimento minimo che remunera l'investimento del capitale proprio, di un rendimento medio-normale proprio del settore di appartenenza e di un rendimento minimo rispetto ad altri investimenti alternativi.

Il valore attuale si determina scontando i flussi futuri attesi con il tasso di investimenti alternativi confrontabili privi di rischio, tenuto conto anche dell'apprezzamento del rischio insito nell'investimento e specifico del settore.

Quindi il tasso di attualizzazione si determina partendo da un tasso di interesse "puro", ossia il rendimento degli investimenti finanziari privi di rischio, per il quale si è considerato il tasso lordo del 2,32%, rappresentato dal rendimento reale offerto dai titoli di Stato, la cui componente di aleatorietà è quasi nulla (fonte MEF, risultati asta BTP 5 anni, data 30/5/2018).

Si aggiunge quindi il secondo fattore, ovvero il "premio per il rischio" di

mercato connesso alla attività imprenditoriale, misurato come maggiore rendimento che gli investitori richiedono a fronte dell'investimento nel mercato azionario rispetto ad attività prive di rischio.

Si può definire come *market risk premium* (MRP), ovvero l'apprezzamento del rischio insito nell'investimento stesso. Nel caso in esame si è stimato un livello di rischiosità del 6,68% desunto dalle banche dati disponibili on line (fonte <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>; aggiornamento gennaio 2018) che include anche la quota del "rischio paese" pari a 1,60%.

Il premio per il rischio va quindi moltiplicato coefficiente Beta (β) che misura il rischio sistemico da associare allo specifico flusso da valutare. Nel caso di aziende di piccole dimensioni ed in particolare in contesto di crisi detto valore si assume pari a 2.

Per addivenire al tasso finale è opportuno aggiungere un ulteriore fattore di rischio collegato alla particolare situazione di crisi in cui versa oggi la Società ovvero un fattore di "rischio specifico", cui si attribuisce il valore del 2% (fonte CRIF Ratings – Credit research – Economic and Credit Outlook 2017 – 2018 – Indagine sulla rischiosità delle imprese non finanziarie italiane attraverso l'analisi dei tassi di default settoriali).

Si determina a questo punto un tasso di attualizzazione del 17,68%.

Dalla combinazione dei parametri così determinati si ricava il valore del marchio come da seguente prospetto:

volume d'affari medio rettificato	
tasso di <i>royalties</i>	4,50%
carico fiscale	(0,90%)
tasso di <i>royalties</i> netto imposte	3,60%
<i>royalties</i> nette	
arco temporale di riferimento	
tasso di attualizzazione	17,68%
coefficiente di attualizzazione	
valore del marchio	

Come riferito, nella valutazione del marchio si possono ricomprendere, ancor più in un contesto fallimentare come quello in cui si trova la Società, anche tutte le attività immateriali che non hanno contabilmente un'autonoma valutazione, quali le conoscenze tecniche acquisite dai dipendenti, gli archivi storici, la rete commerciale ed in particolar modo la clientela, cioè in buona sostanza tutti quegli elementi che ricadono sotto la definizione di "avviamento".

Immobilizzazioni materiali

I cespiti di € [] sono stati individuati in sede di inventario fallimentare, redatto dal curatore con l'assistenza del funzionario giudiziario Dott.ssa Lucia Baioni.

Per la stima dei beni inventariati è stato conferito incarico al perito Ing. Andrea Rachetta, che ha prodotto le proprie valutazioni distinguendo i beni per reparto (prove, vernici, magazzino, verniciatura, amministrazione, programmazione) e per tipologia di beni (attrezzature, macchinari, mobili e macchine da ufficio, autoveicoli).

In base al criterio di stima sintetico-comparativo adottato, che tiene conto delle condizioni di conservazione, di manutenzione e di possibilità di riutilizzo, il perito ha valutato i beni materiali della fallita in complessivi [] precisando che qualora gli stessi dovessero essere trasferiti in altro luogo, alcuni di essi subirebbero una riduzione di valore per effetto delle spese che si dovrebbero sostenere per smontaggio, montaggio e trasporto.

Allo stato non si ritiene di dover procedere con ulteriori svalutazioni rispetto a quanto stimato dal perito.

7. CONCLUSIONI

A seguito della analisi quali-quantitativa effettuata sulle attività del patrimonio della azienda oggetto di stima, come analiticamente dettagliato nelle pagine che precedono, si è pervenuti a determinare i valori dell'attivo che compongono

l'azienda detenuta dalla società (in fallimento come di seguito rappresentati:

Immobilizzazioni immateriali	euro
Immobilizzazioni materiali	euro
Totale valore azienda	euro

Pertanto all'azienda posseduta da _____ si attribuisce il valore arrotondato a _____

DETERMINAZIONE DEL CANONE DI AFFITTO CONGRUO

L'ulteriore valutazione richiesta alla scrivente è la determinazione del canone di affitto di azienda da ritenersi congruo.

L'affitto di azienda rappresenta, in capo al fallimento, la modalità più ricorrente di conservazione dei valori aziendali.

Il corrispettivo va quantificato perciò come prodotto tra il valore dell'azienda stessa ed un appropriato tasso di rendimento.

Per valutare la congruità del canone di affitto di azienda si deve verificare che lo stesso assicuri un rendimento finanziario del capitale investito (pari almeno alla redditività media derivante da investimenti privi di rischio), idoneo quanto meno a coprire il rischio di perdita della funzionalità e dell'efficienza del complesso aziendale.

Si aggiunge quindi il secondo fattore, ovvero il "premio per il rischio" di mercato connesso alla attività imprenditoriale, misurato come maggiore rendimento che gli investitori richiedono a fronte dell'investimento nel mercato azionario rispetto ad attività prive di rischio.

Da un punto di vista operativo bisogna considerare che il proprietario dell'azienda si assume anche il rischio di una eventuale mancata riscossione dei canoni nonché l'alea derivante da eventuali variazioni negative attribuibili alla cattiva conduzione da parte dell'affittuario.

Richiamando i tassi come sopra definiti con riferimento al *free risk rate* quantificato nella misura del 2,32% e del *market risk premium* stimato nella misura del 6,68%, si determina un tasso di rendimento atteso del 9% da applicarsi sul valore dell'azienda.

Il valore locativo calcolato sul valore economico dell'azienda di euro 500.000 applicando una percentuale di rendita del 9%, ammonta a € corrispondente ad un canone mensile di euro 3.750.

Pertanto qualunque canone mensile di affitto di ramo d'azienda stipulato da sia determinato in misura pari o superiore a euro 3.750 è da ritenersi congruo.

Si ringrazia per l'incarico ricevuto e per la fiducia accordata.

Ancona, 31 luglio 2018

Dott.ssa Caterina Del Gobbo

