

Dott. Filippo Mella
Corso Cavallotti n. 11
28100 NOVARA (NO)
tel. 0321/331265; fax 0321/683196
E – mail : f.mella@libero.it
PEC : f.mella@legalmail.it

TRIBUNALE CIVILE E PENALE DI NOVARA

Sezione fallimentare

^^^^^^

**FALLIMENTO : Società “CHANTILLY S.A.S. di YYYYYYYY & C.” e
del Socio Sig. YYYYYYYY**

Sede legale in Novara (NO) – Corso Vercelli n. 9/C

Dichiarato in data 14 luglio 2021

Sentenza n. 22/2021 depositata in data 14 luglio 2021

n. 21/2021 registro fallimenti – nuova normativa

Perizia di stima della Società

"Magazzini Generali Doganali Turbigo S.r.l."

Giudice Delegato: Dott.ssa Veronica ZANIN

Curatore: Dott. Filippo MELLA

Novara, 3 giugno 2022

1. PRESENTAZIONE DELLA SOCIETÀ "XXXXXXXX S.R.L."

La Società "XXXXXXXX S.r.l.", con sede legale in Milano (MI), cap 20121, Via Arrigo Boito n. 8, n. di iscrizione al Registro Imprese di Milano e codice fiscale 00739860153, P.IVA 00739860153, numero REA MI-472836, venne costituita in data 1° giugno 1955.

Il capitale sociale di euro 540.000,00.#, interamente versato, è sottoscritto dai seguenti Soci:

- YYYYYYY, nato a Novara (NO) in data XXXXXXXX, C.F. XXXXXXXX, quota del 26,66% di piena proprietà, pari ad euro 144.000,00.# di capitale sociale;
- XXXXXXXX, nata a Novara (NO) in data XXXXXXXX, C.F. XXXXXXXX, quota del 15% di piena proprietà, pari ad euro 81.000,00.# di capitale sociale;
- XXXXXXXX, nata a Novara (NO) in data XXXXXXXX, C.F. XXXXXXXX, quota del 5,83% di nuda proprietà, pari ad euro 31.500,00.# di capitale sociale - usufrutto detenuto dalla Sig.ra XXXXXXXX;
- XXXXXXXX, nato a Novara (NO) in data XXXXXXXX, C.F. XXXXXXXX, quota del 5,83% di nuda proprietà, pari ad euro 31.500,00.# di capitale sociale - usufrutto detenuto dalla Sig.ra XXXXXXXX;
- XXXXXXXX, nato a Novara (NO) in data XXXXXXXX, C.F. XXXXXXXX, quota del 15,55% di piena proprietà, pari ad euro 84.000,00.# di capitale sociale;
- XXXXXXXX, nata a Novara (NO) in data XXXXXXXX, C.F. XXXXXXXX, quota del 15,55% di piena proprietà, pari ad euro 84.000,00.# di capitale sociale;
- XXXXXXXX, nata a Novara (NO) in data XXXXXXXX, C.F. XXXXXXXX, quota del 15,55% di piena proprietà, pari ad euro 84.000,00.# di capitale sociale.

La Società ha il seguente oggetto sociale:

- *"l'attività di esercizio dei magazzini generali e doganali e di casa di spedizione, nonché la compravendita e la conservazione di prodotti dell'agricoltura, i servizi di trasporto e di autotrasporto per conto terzi e per conto proprio, nonché l'esercizio di ogni attività di servizi autoportuali, intermodali e interportuali.*

La Società potrà altresì compiere qualunque altra operazione commerciale, immobiliare o finanziaria che sarà ritenuta dall'Organo amministrativo utile per il conseguimento degli scopi sociali nonché assumere partecipazioni ed interessenze in altre Società anche con oggetto non affine al proprio, il tutto nel pieno rispetto della normativa vigente in materia fiscale e finanziaria".

L'attività produttiva è svolta presso la seguente unità:

- a Turbigo (MI), cap 20029, Via Cottonificio Valle Ticino n. 11, dove in un compendio immobiliare di proprietà, con decorrenza dal 05/11/1957, viene esercitata l'attività di deposito merci varie, estere, nazionali, nazionalizzate con il seguente codice attività : 52.10.1 (magazzini di custodia e deposito per conto terzi - attività primaria). Le attività secondarie svolte sono le seguenti : 68.1 (compravendita di beni immobili effettuata su beni propri - attività secondaria), 68.2 (affitto e gestione di immobili di proprietà o in leasing - attività secondaria) e 68.3 (attività immobiliari per conto terzi - attività secondaria).

La Società "XXXXXXXX S.r.l." è amministrata da un Amministratore unico nella persona della Sig.ra XXXXXXXX, nata a Novara (NO) in data XXXXXXXX, C.F. XXXXXXXX, nominato in data 03/02/2017 con incarico a tempo indeterminato fino a revoca, che ha tutti i poteri di ordinaria e straordinaria amministrazione. La Sig.ra XXXXXXXX ricopre altresì la carica di procuratrice speciale, nominata in data 03/12/2015, atto a rogito Notaio Cafagno di Novara, rep. n. 55759, avente durata a tempo indeterminato.

Il Sig. XXXXXXXX, nato a Novara (NO) in data XXXXXXXX, C.F. XXXXXXXX, riveste la carica di procuratore Ad Negotia, come da procura

conferita in data 06/02/1992, atto a rogito Notaio Cafagno di Novara, rep. n. 8938, avente durata illimitata.

La Società "XXXXXXXX S.r.l." è dotato di un Organo di controllo nella persona del Sig. XXXXXXXX, nato a Acquanegra sul Chiese (MN) in data XXXXXXXX, C.F. XXXXXXXX, nominato Revisore legale in data 11/12/2019 con incarico triennale che è stato prorogato in data 29/04/2022.

La Società impiega n. 8 dipendenti, di cui il 25% sono operai ed il 75% impiegati.

^^^^^^

2. L'ANALISI ECONOMICA, PATRIMONIALE E FINANZIARIA DI "XXXXXXXX S.R.L."

Lo scrivente Curatore ha esaminato la seguente documentazione della Società "XXXXXXXX S.r.l.":

- visura Società "XXXXXXXX S.r.l." (**All. 002**);
- statuto vigente della Società "XXXXXXXX S.r.l.", così come modificato dall'Assemblea Straordinaria dei Soci in data 31/05/2012 - atto a rogito Notaio Cafagno di Novara, rep. n. 53171, racc. n. 16746 (**All. 003**);
- bilanci definitivi per gli esercizi 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020 e 2021 (**All. 004**) corredati da nota integrativa e verbale di assemblea;
- situazione contabile al 31/03/2022 (**All. 005**);
- perizia di stima del compendio immobiliare della Società redatta dal Geom. Giorgio Bressan in data 08/02/2022.

^^^^^^

Le considerazioni in merito alla situazione economica, finanziaria e patrimoniale in cui la Società "XXXXXXXX S.r.l." ha operato negli ultimi anni sono riportate nei successivi paragrafi.

^^^^^^

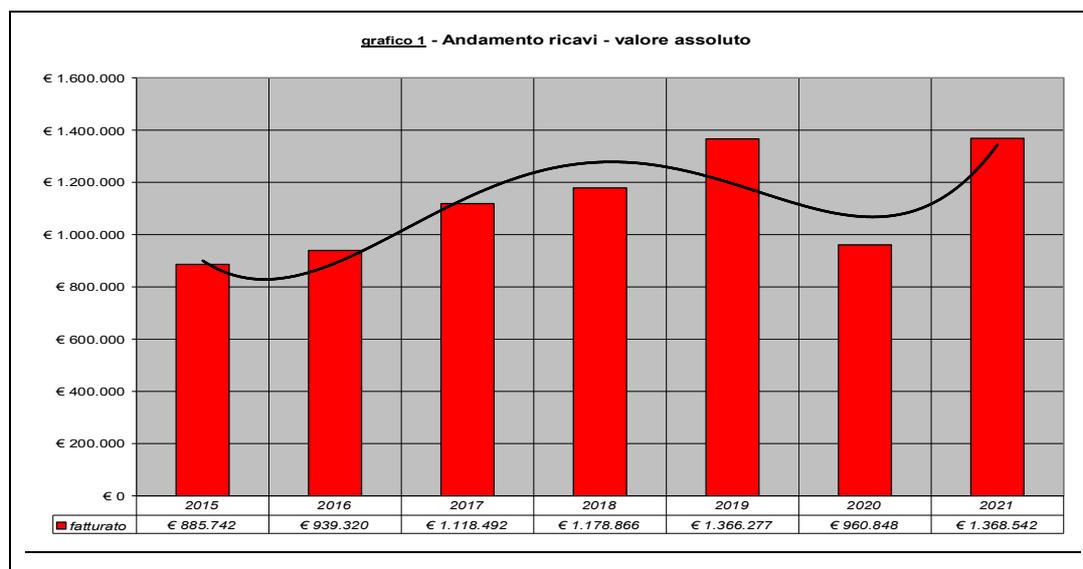
ANDAMENTO DELLA GESTIONE NEL PERIODO 2015-2021

Dall'analisi dei bilanci societari dal 2015 al 2021 (Al. 006), si possono ricavare i seguenti dati di sintesi che esprimono la situazione economico-finanziaria della "XXXXXXX S.r.l.".

A. ANALISI DELL'ANDAMENTO ECONOMICO

1. ANDAMENTO DEI RICAVI D'ESERCIZIO

Come si rileva dal successivo grafico 1, l'andamento dei ricavi negli esercizi 2015-2021 ha seguito un trend crescente caratterizzato, ad eccezione dell'anno 2020 in cui dilagava la pandemia da covid-19, da un costante incremento dei ricavi d'esercizio (aumento complessivo del fatturato del 54,51% nel periodo, con valori assoluti aumentati da € 885.742.# nel 2015 ad € 1.368.542.# nel 2021).

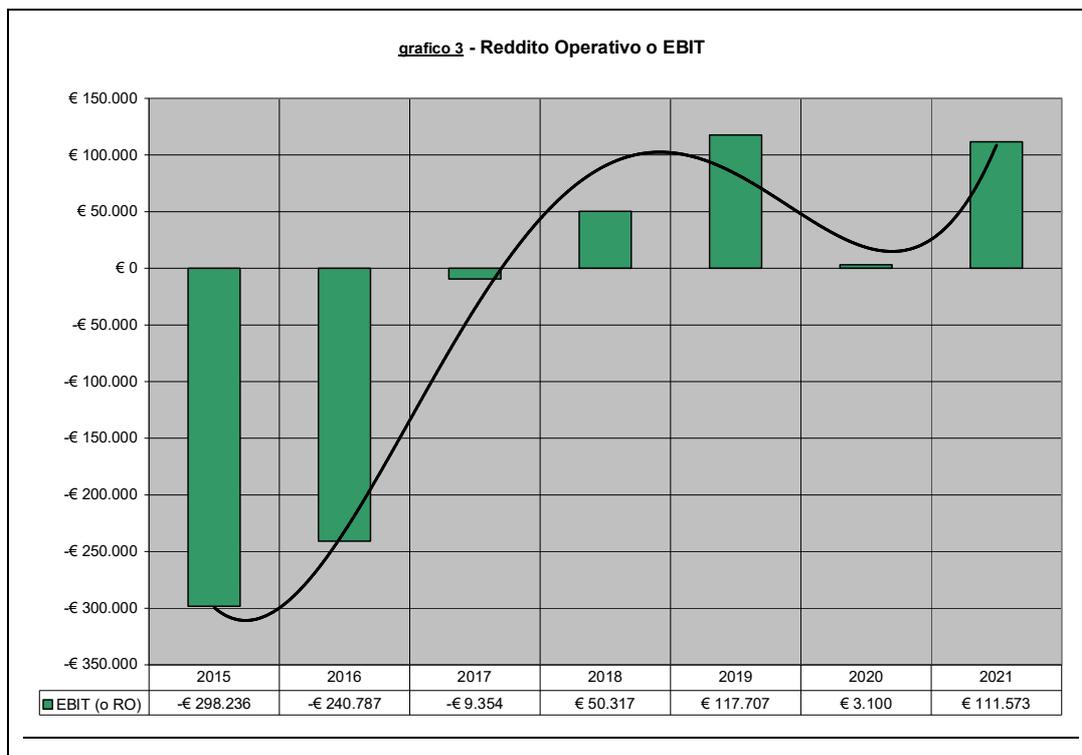
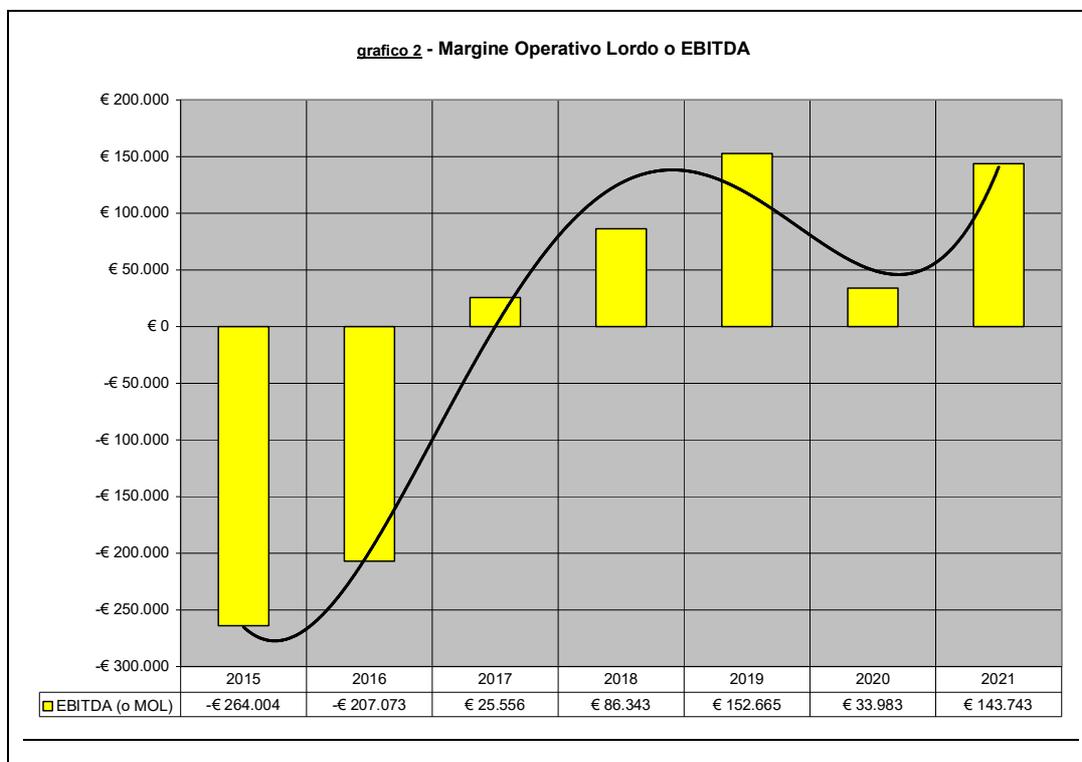


2. ANDAMENTO DEL RISULTATO DELLA GESTIONE CARATTERISTICA (EBITDA E EBIT)

A fronte del sopra evidenziato andamento dei ricavi di esercizio, sia l'EBITDA (o Margine Operativo Lordo), rappresentativo del flusso finanziario generato dalla gestione caratteristica, che l'EBIT (o risultato della gestione caratteristica – Reddito Operativo), sono risultati tendenzialmente crescenti.

Entrambe le grandezze sono divenute positive con decorrenza dal 2018, anno che ha segnato un'inversione di tendenza; in rapporto al fatturato, l'incidenza media nel periodo 2018-2021 è stata rispettivamente del 8,13% e del 5,34%, per

importi medi in valore assoluto rispettivamente di € 104.184.# e di € 70.674.#, come si evince dai successivi grafici 2 e 3.



In sintesi, nel periodo 2015-2021 le due grandezze economiche in esame hanno complessivamente avuto la seguente performance :

EBITDA (Margine Operativo Lordo) : (-) € 28.787.#;

EBIT (Reddito Operativo) : (-) € 265.680.#.

Questo significa che, nel periodo in esame, la gestione corrente della “XXXXXXXX S.r.l.” ha complessivamente eroso liquidità per circa euro 29.000.# e prodotto perdite per circa euro 266.000.#.

Se si limita l'analisi al periodo 2018-2021, le predette grandezze hanno avuto il seguente risultato che ribadisce l'inversione di tendenza :

EBITDA (Margine Operativo Lordo) : € 416.734.#;

EBIT (Reddito Operativo) : € 282.697.#.

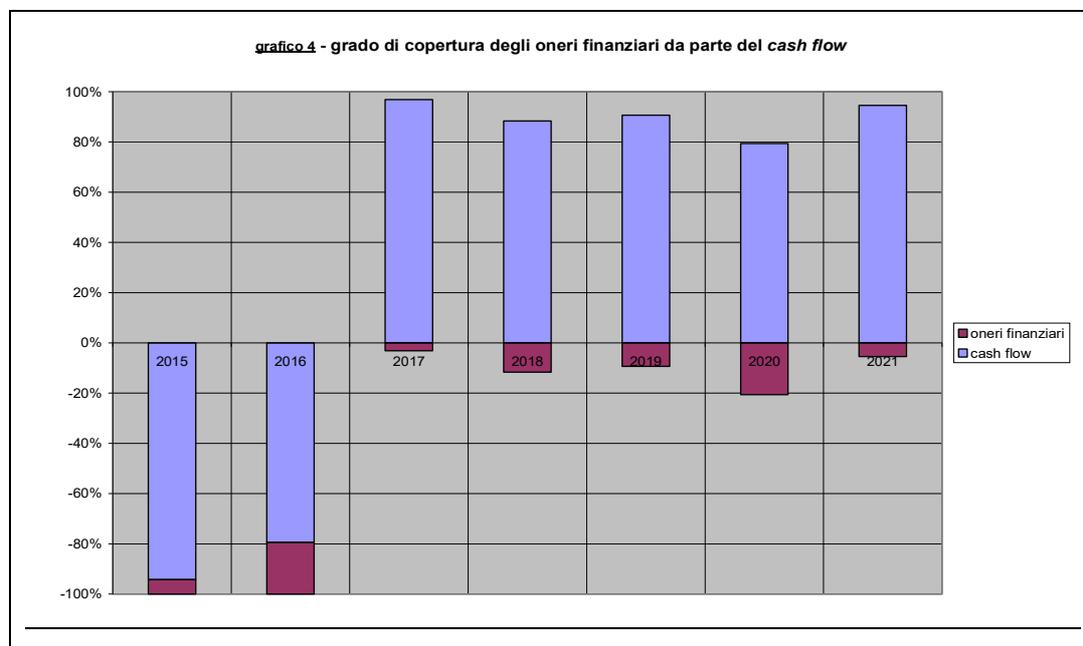
Nel lasso temporale 2015-2021, la Società ha sostenuto oneri finanziari per complessivi euro 100.764.# che di fatto sono apparsi sostenibili.

Si segnala, con decorrenza dal 2017, la copertura degli oneri finanziari da parte del *cash flow* generato dalla gestione reddituale; nella sottostante tabella sono indicati rispettivamente il *cash flow* (la cui grandezza deriva dalla somma dell'utile di esercizio, degli ammortamenti e degli accantonamenti che non generano movimentazioni finanziarie, quali quelli per svalutazioni crediti, per rischi e per lo stanziamento del trattamento fine rapporto dei lavoratori dipendenti) ed il peso della gestione finanziaria, legata all'indebitamento nei confronti degli Istituti di Credito:

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<i>cash flow</i>	-€ 247.007	-€ 97.415	€ 455.376	€ 76.936	€ 129.804	€ 49.953	€ 160.554
oneri finanziari	-€ 15.086	-€ 25.233	-€ 14.638	-€ 10.166	-€ 13.403	-€ 12.965	-€ 9.273

Nel successivo grafico 4 si evidenzia il grado di copertura degli oneri finanziari da parte del *cash flow*: considerata la sommatoria del *cash flow* e degli

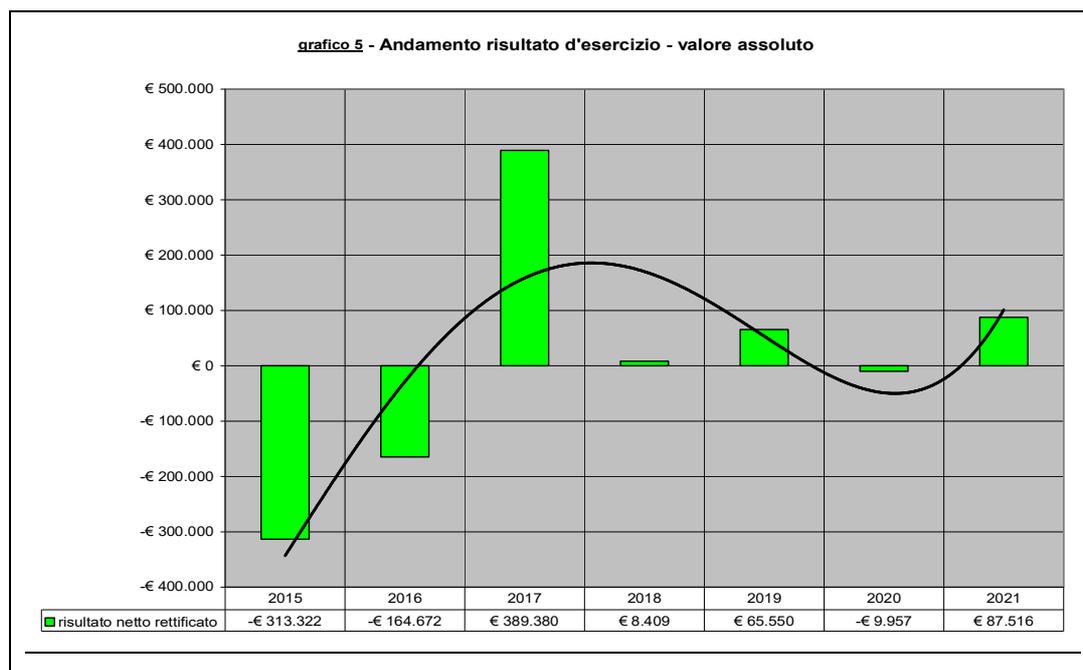
oneri finanziari pari al 100%, viene determinato il peso percentuale degli oneri finanziari sul *cash flow*.



3. ANDAMENTO DEL RISULTATO NETTO D'ESERCIZIO

I risultati netti conseguiti negli esercizi 2015-2021, riepilogati nel successivo grafico 5, hanno rispecchiato l'andamento della gestione tipica di esercizio riportato nel precedente paragrafo.

L'utile netto è stato mediamente pari ad € 8.986.# nel periodo 2015-2021; è invece ammontato di media ad € 37.879.# nel periodo 2018-2021 (con una incidenza sul fatturato del 2,72%), considerato il peso della gestione finanziaria nei singoli periodi d'imposta (incidenza media sul fatturato dello 0,97%).



^ ^ ^ ^ ^ ^ ^ ^

B. ANALISI DELLA SITUAZIONE FINANZIARIA

La situazione finanziaria di un'azienda può essere analizzata sostanzialmente sotto i seguenti due profili:

- esame del Capitale Circolante Netto (CCN);
- esame della Posizione Finanziaria Netta (PFN).

1. ESAME DEL CAPITALE CIRCOLANTE NETTO (CCN)

Il CCN ⁽¹⁾ può essere descritto come l'ammontare delle risorse che compongono e finanziano l'attività operativa di un'azienda ed è quindi un indicatore utilizzato allo scopo di verificare l'equilibrio finanziario nel breve termine. Per tale motivo viene anche definito capitale operativo.

¹ Una definizione sintetica del CCN consiste nella "differenza algebrica tra attività correnti e passività correnti". Il CCN risulterà quindi positivo se le attività correnti sono maggiori delle passività a breve, negativo se si verifica la situazione opposta.

Nell'ambito del CCN possono poi essere individuati diversi indicatori; ai fini che qui interessano, si ritiene che gli indicatori più significativi per verificare la situazione finanziaria a breve termine della "XXXXXXXX S.r.l." siano gli indici di liquidità ⁽²⁾ ed il correlato margine di tesoreria ⁽³⁾.

Gli indici di liquidità della "XXXXXXXX S.r.l." nel periodo 2015-2021 sono risultati i seguenti :

<u>INDICI DI LIQUIDITA' :</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>	<u>2021</u>
quoziente di disponibilità	0,70	0,63	1,26	1,92	2,05	1,76	1,75
quoziente di tesoreria	0,70	0,63	1,26	1,92	2,05	1,76	1,75

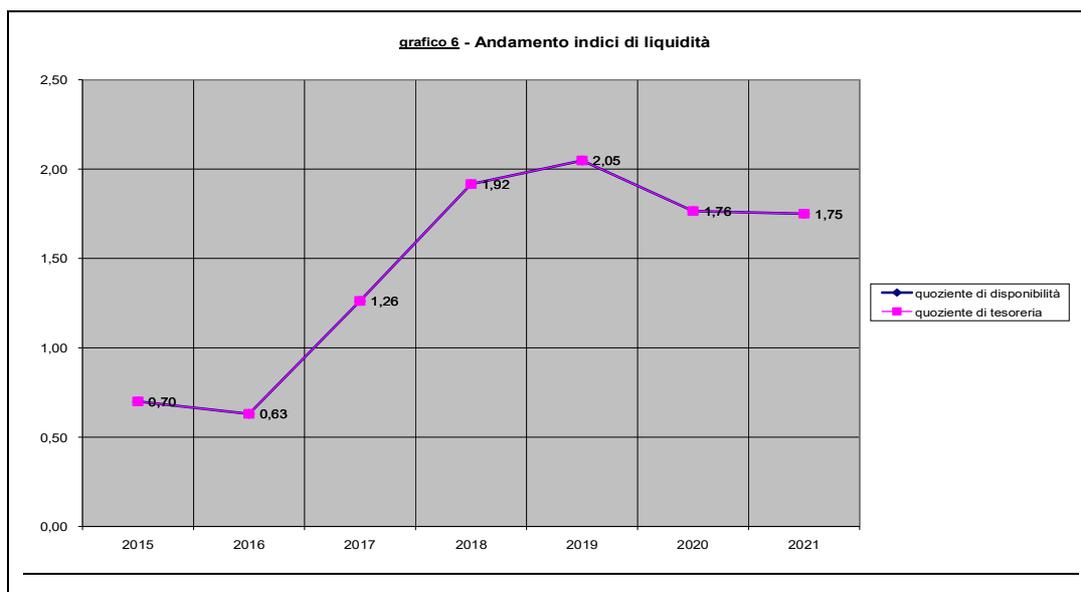
Si desume, con decorrenza dal 2017, l'equilibrio fra le fonti di finanziamento e gli impieghi di capitale nel periodo preso in esame.

In una corretta situazione gestionale, le passività correnti dovrebbero infatti essere interamente coperte dalle attività a breve termine, liquidabili rapidamente, senza considerare l'apporto delle giacenze di magazzino.

Il quoziente di tesoreria considerato ottimale dovrebbe pertanto essere maggiore o uguale ad 1; la Società "XXXXXXXX S.r.l." si è trovata, nel periodo 2017-2021, in una situazione di buon equilibrio finanziario ma con tendenza al peggioramento negli ultimi due anni.

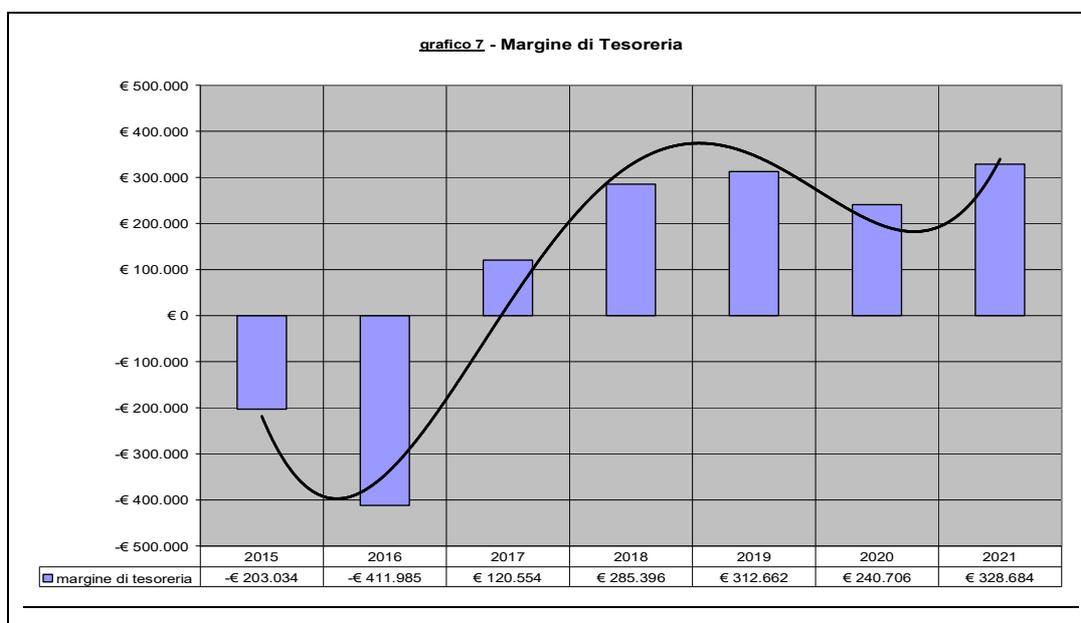
² Gli indici di liquidità, suddivisi ulteriormente nelle accezioni di quoziente di disponibilità e di tesoreria, indicano la capacità dell'azienda di far fronte all'indebitamento a breve con disponibilità finanziarie liquide o rapidamente liquidabili. Segnalano la compatibilità tra la tipologia delle fonti di finanziamento e quella degli impieghi.

³ Il margine di tesoreria esprime la quota di capitale circolante netto in avanzo o disavanzo sul magazzino (componente meno liquida delle attività a breve). Se negativo indica una situazione di rischio finanziario in quanto, a fronte di una richiesta di rimborso immediato di debiti, l'azienda non avrebbe mezzi monetari per farvi fronte.



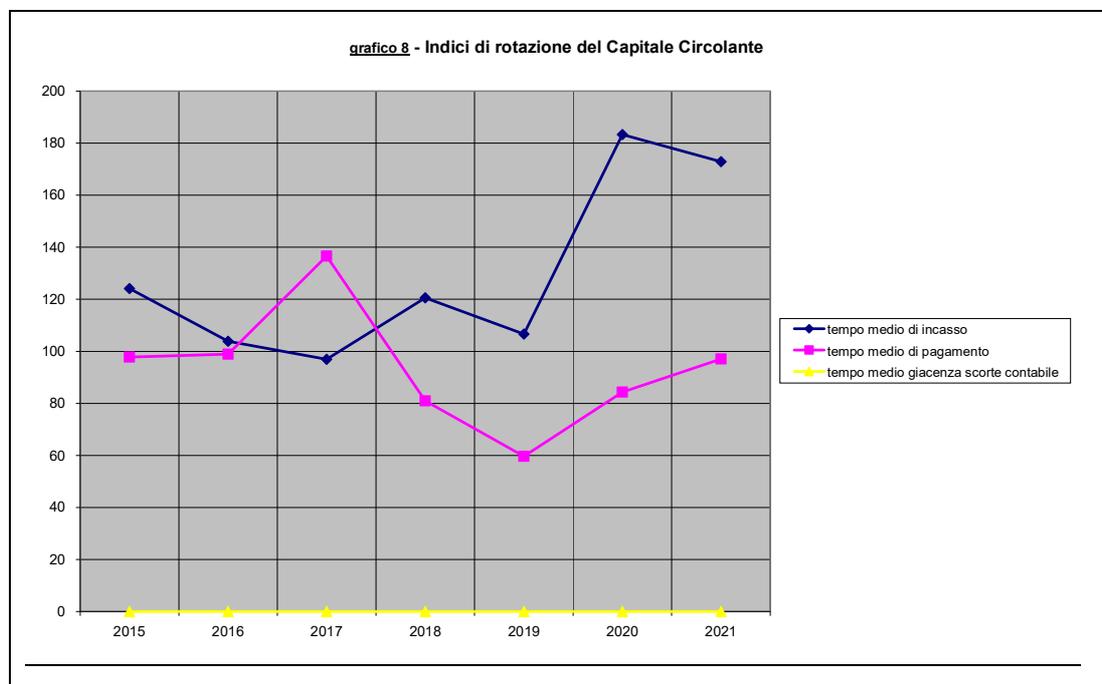
L'equilibrio finanziario a breve termine viene esaminato nel successivo grafico 7 in cui è riportato l'andamento del margine di tesoreria.

Anche in questo caso si può notare il sensibile miglioramento con decorrenza dal 2017. Nel periodo 2015-2021 il margine di tesoreria è ammontato mediamente ad € 96.141.##; ancora più marcato l'importo della predetta grandezza nel periodo 2018-2021, pari ad € 291.862.##.



Nel sottostante grafico 8 vengono riportati gli andamenti negli anni degli indici di rotazione del CCN, quali i tempi medi di incasso dei crediti vantati verso clienti ed i tempi medi di pagamento dei debiti nei confronti dei fornitori.

L'assenza delle rimanenze di magazzino rende pari a zero il tempo medio di giacenza delle rimanenze.



La Società nel periodo compreso dal 2015 al 2021 ha mediamente incassato i crediti vantati nei confronti della clientela in 130 gg., ossia oltre 4 mesi, mentre ha mediamente pagato i propri fornitori in 94 gg..

La situazione degli incassi nei confronti dei clienti è peggiorata nel 2020 e nel 2021 quando i giorni medi di pagamento dei crediti si è attestata a circa 180 gg. (ossia 6 mesi). I lunghi tempi di incasso dei crediti hanno reso necessario un maggior ricorso all'indebitamento bancario soprattutto con decorrenza dal 2018.

La forbice tra i tempi di incasso dei crediti e dei pagamenti dei fornitori ha contribuito a peggiorare l'equilibrio finanziario come si vedrà dal successivo esame della posizione finanziaria netta (PFN).

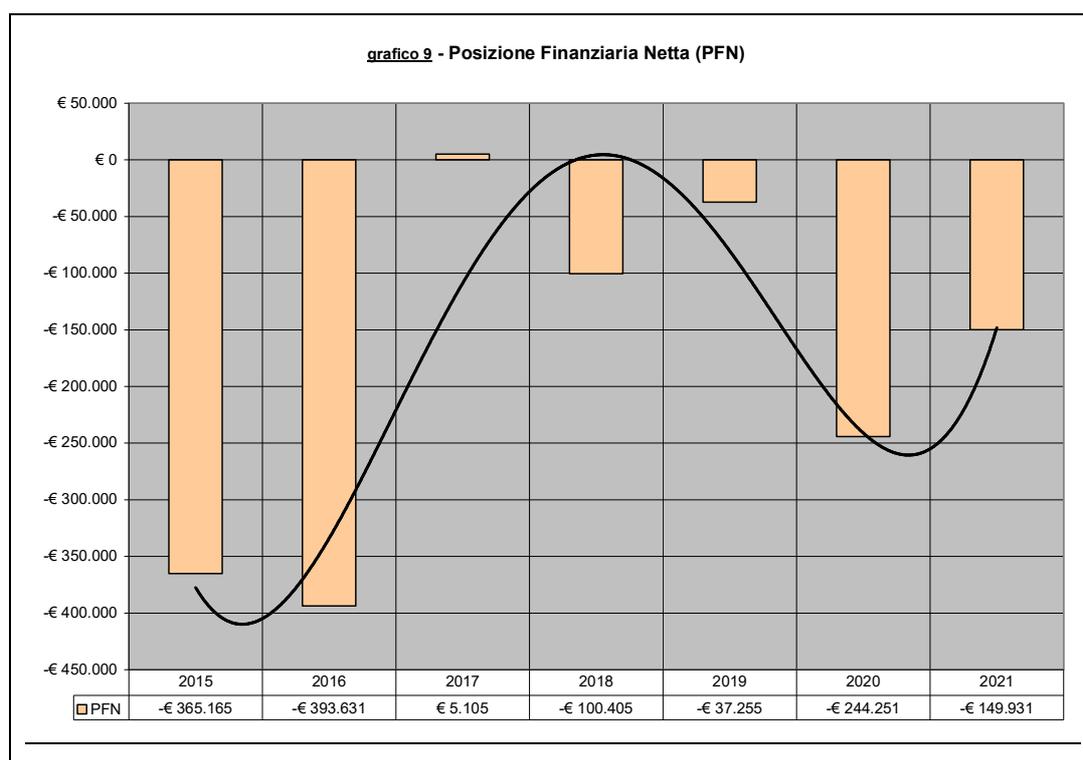
2. ESAME DELLA POSIZIONE FINANZIARIA NETTA (PFN)

Se il CCN rappresenta l'ammontare delle risorse che compongono e finanziano l'attività operativa di un'azienda, la posizione finanziaria netta (PFN)

(⁴) rappresenta l'indebitamento netto finanziario dell'azienda, escluso quindi l'indebitamento commerciale, già considerato nel CCN.

Nel periodo in esame la PFN della "XXXXXXX S.r.l." ha avuto l'andamento sinusoidale rappresentato nel successivo grafico 9.

Il valore medio della PFN nel periodo 2015-2021 si è attestato a (-) € 183.648.#, mentre negli anni 2020-2021 il valore è stato pari a (-) € 197.091.#.



La Posizione Finanziaria Netta permette di calcolare i principali indicatori di sostenibilità finanziaria d'impresa.

Di particolare interesse, ai fini che qui rilevano, è il rapporto

$$\frac{PFN}{EBITDA}$$

⁴ La PFN viene determinata confrontando la disponibilità di cassa e banca con i debiti di tipo oneroso, ossia le passività finanziarie quali mutui, prestiti, scoperto di c/c (escludendo quindi le passività di tipo commerciale).

Considerato che l'EBITDA rappresenta (in termini finanziari) il flusso finanziario generato dalla gestione caratteristica, il rapporto esprime la capacità ed i tempi di rimborso delle passività finanziarie attraverso i flussi finanziari ordinari.

E' evidente che valori molto elevati dell'indice indicano una tensione finanziaria.

Un indice PFN / EBITDA uguale a 3, per esempio, indica che se l'azienda utilizzasse la totalità della liquidità generata dalla gestione corrente per il rimborso degli attuali debiti finanziari al netto della cassa, occorrerebbero tre anni per azzerarli completamente. Il tutto, evidentemente, senza destinare alcuna liquidità corrente al pagamento degli oneri finanziari, delle imposte ed all'effettuazione di nuovi investimenti.

I valori riscontrati dalla "XXXXXXXX S.r.l." nel rapporto PFN / EBITDA nel periodo 2015-2021 sono stati i seguenti :

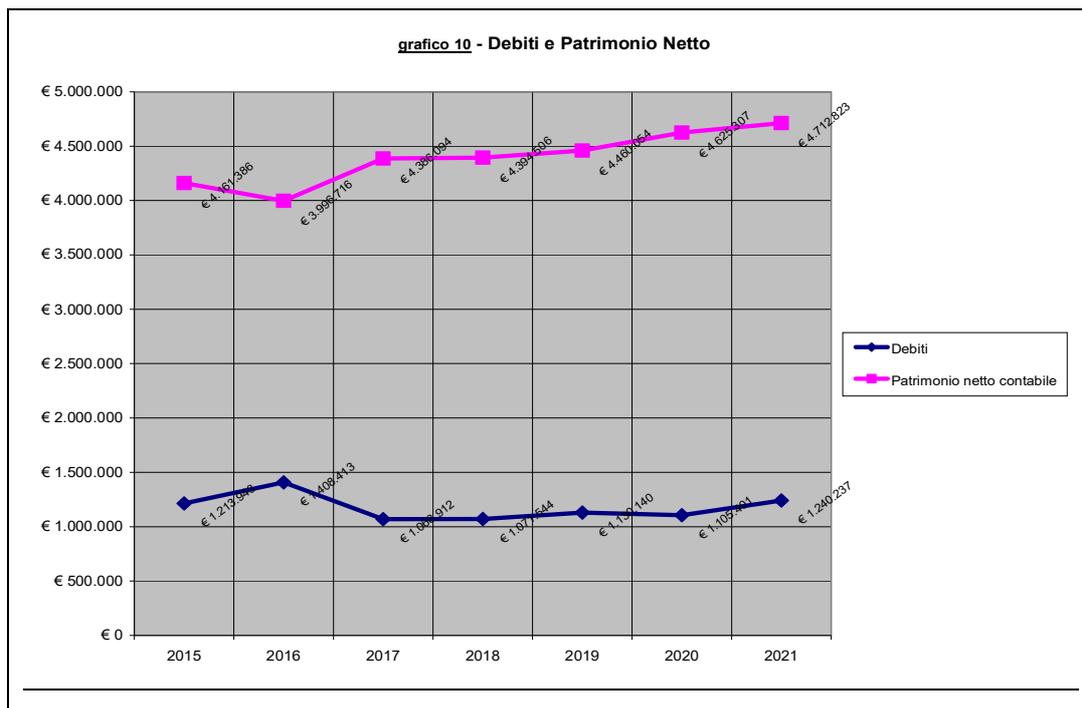
	<u>2015</u>	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>	<u>2021</u>
Rapporto PFN / EBITDA	<i>negativo</i>	<i>negativo</i>	<i>negativo</i>	1,16	0,24	7,19	1,04

Considerata la PFN e l'andamento dell'EBITDA nel periodo 2018-2021, alla Società sarebbe occorso mediamente oltre due anni (valore medio 2,41) per rimborsare i propri debiti finanziari mediante i flussi finanziari generati dalla gestione corrente.

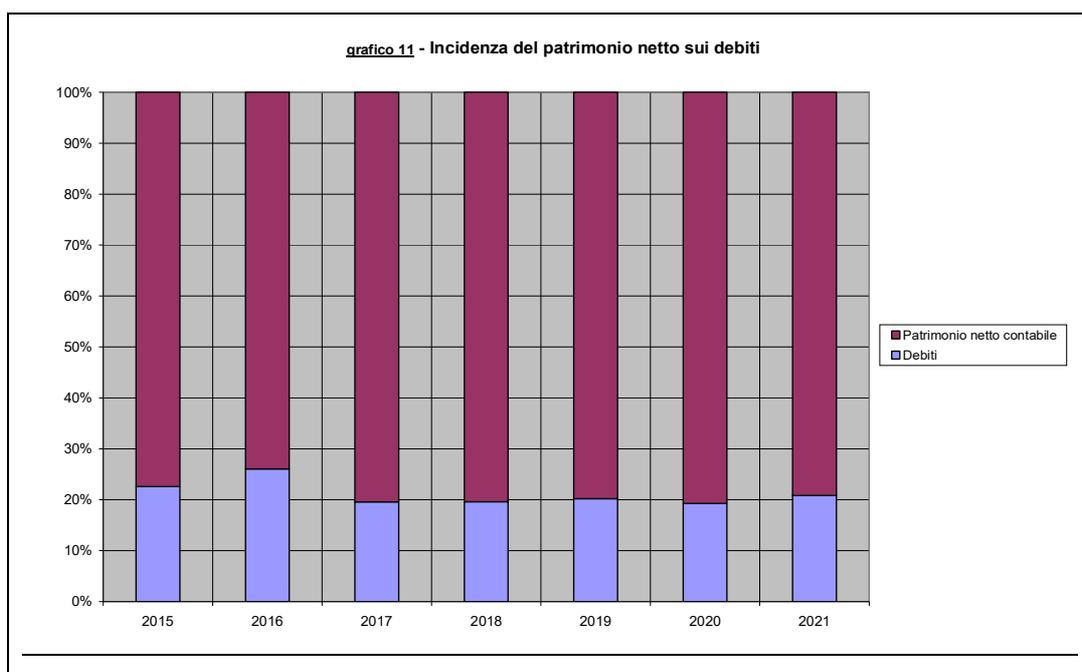
^^^^^^

C. ANALISI DELLA SITUAZIONE PATRIMONIALE

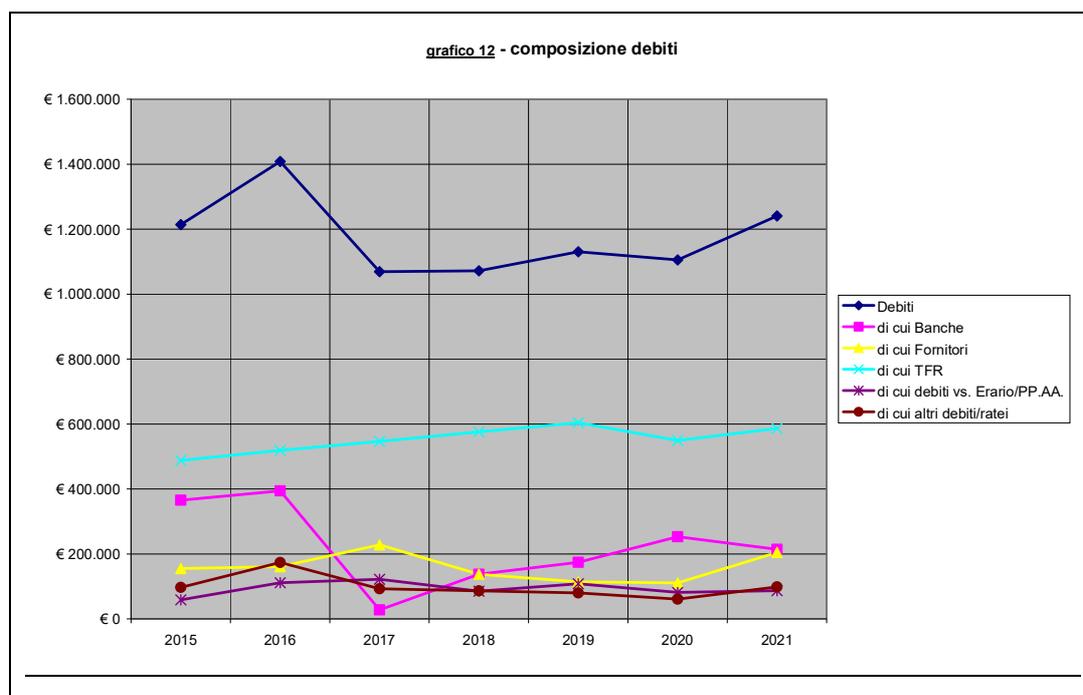
Con riferimento alla situazione patrimoniale della "XXXXXXXX S.r.l.", come risulta dal successivo grafico 10, nel corso degli anni 2015-2021 la forbice in valore assoluto tra debiti e patrimonio netto è rimasta sostanzialmente stabile.



L'incidenza del patrimonio netto sul passivo complessivo è sempre stata più che adeguata e mediamente pari al 78,83% (con punte del 80,71% e del 80,40% rispettivamente nel 2020 e nel 2017-2018), come illustrato nel successivo [grafico 11](#).



Nel successivo grafico 12 viene indicata la composizione dell'indebitamento, con l'andamento complessivo dei debiti suddiviso fra esposizione nei confronti di Banche, Fornitori, Erario ed Enti Previdenziali ed Assistenziali, TFR dei lavoratori dipendenti ed altri debiti.

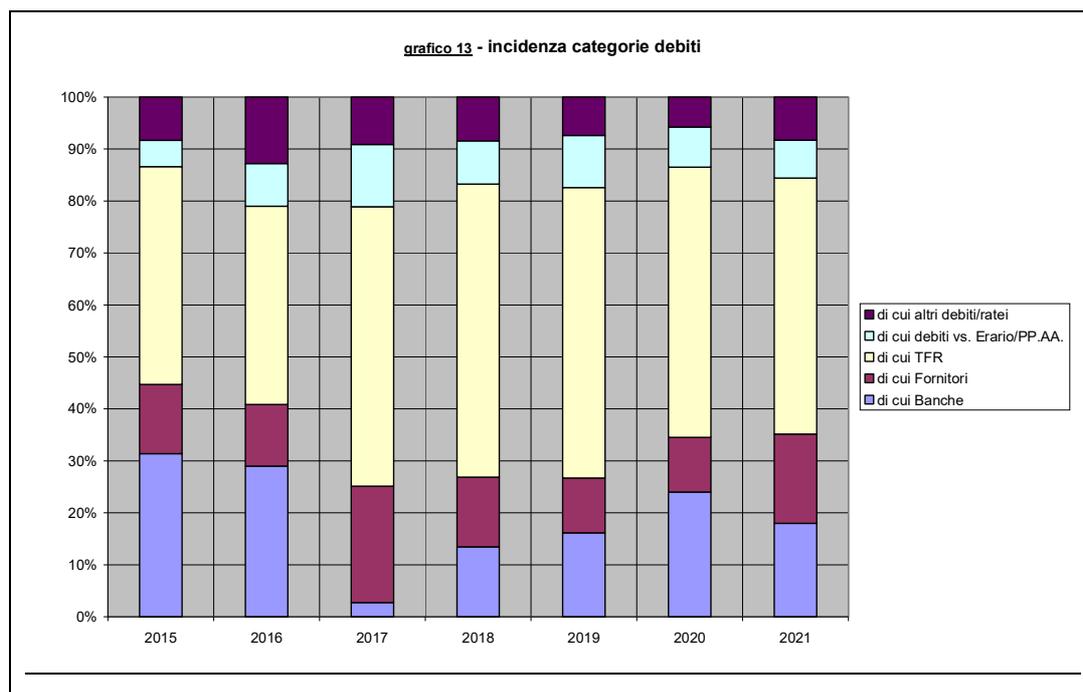


La voce preponderante dell'indebitamento è costituita dal debito a medio/lungo termine per il TFR nei confronti dei dipendenti (che incide per oltre il 47%).

Si nota come l'esposizione debitoria nei confronti degli Istituti di Credito è aumentata sensibilmente dal 2017 passando da € 27.672.# ad € 214.062.# (di cui € 161.915.# a medio/lungo termine).

Analogamente l'indebitamento nei confronti dei fornitori è aumentato in valore assoluto dal 2018 passando da € 137.185.# ad € 204.326.# (con peggioramento dei tempi medi di pagamento da 81 gg. a 97 gg.).

Nel sottostante grafico 13 si evince l'incidenza percentuale delle singole categorie di debito sull'indebitamento totale.



^ ^ ^ ^ ^ ^ ^ ^

In definitiva l'analisi economica, patrimoniale e finanziaria effettuata dallo scrivente Curatore sulla Società "XXXXXXX S.r.l." evidenzia i seguenti aspetti :

- la Società, che si colloca in un settore di *business* maturo caratterizzato da attività a basso valore aggiunto, ha conseguito una crescita negli ultimi anni in termini di fatturato, incrementatosi di oltre il 50% nel periodo 2015-2021, che ha permesso un'inversione di tendenza nei risultati economici, divenuti positivi a decorrere dal 2018;
- la redditività della gestione caratteristica (rapportata al fatturato e soprattutto al capitale investito) è molto contenuta e non consente una adeguata remunerazione dei Soci;
- la struttura dei costi aziendali appare troppo rigida ed appesantita da una elevata incidenza di costi di natura fissa, quali il costo per il personale dipendente (incidenza media del 38% sul fatturato), gli oneri per la gestione dell'attività caratteristica (spese per prestazioni di servizio per movimentazione merce - spedizionieri doganali, trasporti, facchinaggio - , canoni di noleggio per mezzi di trasporto interni, energia elettrica, ecc.), le

- spese per la gestione degli immobili (assicurazioni varie e manutenzioni) e le imposte gravanti sul compendio immobiliare (IMU e TARI);
- dal punto di vista patrimoniale, la Società ha una elevata incidenza del capitale proprio in rapporto al capitale investito e non sembra esposta a rischi di eccessiva dipendenza dal capitale di terzi e dal sistema creditizio; gli oneri finanziari appaiono sostenibili e non erodono eccessivamente gli utili;
 - dal punto di vista finanziario, si rileva un peggioramento degli indicatori dal 2019, legato sia al crescente indebitamento verso fornitori ed Istituti di Credito, sia alle condizioni di incasso dei crediti e di pagamento dei fornitori che andrebbero meglio seguite;
 - la Società dovrebbe consolidare la crescita del fatturato ed i risultati conseguiti per poter remunerare il capitale investito; appare necessario adeguare la struttura organizzativa, allo stato troppo rigida, alle effettive esigenze aziendali; il sistema di amministrazione e di controllo appare comunque adeguato anche se non sembra che abbia individuato ed assunto decisioni sempre ottimali ed appropriate in risposta alle problematiche che hanno penalizzato oltremodo il settore immobiliare.

^^^^^^

3. I CRITERI UTILIZZATI NELLA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE .

I criteri di valutazione usati nella pratica professionale per la determinazione del valore di un'azienda risultano essere molteplici, quali i metodi patrimoniali, semplici o complessi, reddituali, i misti patrimoniali / reddituali e quelli finanziari.

La valutazione patrimoniale corrisponde ai prezzi che dovrebbero essere pagati per acquisire i singoli elementi che compongono il capitale dell'impresa, tenendo anche conto, per beni già logorati dall'uso o già superati economicamente, di opportuni degni. In un'impostazione più ampia, occorrerebbe anche considerare i prezzi (o i costi di formazione interna) da sopportare per dotare l'azienda dei fattori necessari al fine del suo funzionamento (ad es. l'autorizzazione per un'azienda commerciale, i marchi ed i brevetti per certe aziende industriali, il portafoglio premi per una compagnia di assicurazione, ecc.).

I **metodi finanziari**, basati sull'attualizzazione dei flussi di cassa e talvolta anche del valore residuo dell'azienda, presentano sicure caratteristiche di razionalità, dal momento che legano il valore di un'azienda all'ammontare di tutti i flussi di cassa che essa procurerà all'investitore tra il momento t_0 di acquisto ed il momento t_n in cui sarà rivenduta. D'altro canto i metodi in esame si basano su eventi largamente imprevedibili, quali l'evoluzione dell'azienda nel periodo $t_0 - t_n$, le prospettive che all'azienda si offriranno al tempo t_n , le condizioni in cui domanda ed offerta di aziende si presenteranno sempre al tempo t_n .

Dalle precedenti annotazioni deriva che la formula sarebbe, in sede applicativa, fonte di grande arbitrarietà e soggettività, cioè i risultati espressi sarebbero altamente variabili a seconda di chi conduce il calcolo.

I **metodi reddituali**, secondo i quali il valore di un'azienda risulta direttamente collegato alla sua capacità di produrre reddito, presentano anch'essi dei problemi pratici connessi al tipo di relazione matematica (rendita perpetua, rendita limitata ad un periodo definito, ecc.) ed a parametri di assai complessa ed incerta definizione (reddito medio futuro atteso oppure il reddito dei singoli esercizi a venire, il tasso di capitalizzazione del reddito, ecc.).

Proprio per quanto finora descritto, nella ricerca di un compromesso e dell'equilibrio tra le esigenze di razionalità e di obiettività, i **metodi misti patrimoniali / reddituali** risultano essere i criteri maggiormente seguiti nella pratica professionale per la valutazione di un'azienda, fornendo un "*tentativo di bilanciamento tra le varie categorie di informazioni disponibili, alcune delle quali appaiono logicamente essenziali ed insostituibili (come la capacità di reddito) ma gravate d'incertezza fino al limite di essere talvolta scarsamente credibili, anche perché non verificabili con immediatezza; mentre altre, anche se di significato dubbio, appaiono facilmente verificabili e possono assumere carattere di obiettività*" (5).

⁵ L. GUATRI, *La valutazione delle aziende. Teoria e pratica a confronto*, EGEA, Milano.

^^^^^^

4. LA VALUTAZIONE DELLA SOCIETÀ "XXXXXXXX S.R.L.".

Lo scrivente Curatore ha utilizzato il metodo misto patrimoniale / reddituale per la valutazione della Società "XXXXXXXX S.r.l."

Come precedentemente indicato, tale criterio prevede la determinazione del valore della Società (**W**) mediante la verifica della consistenza patrimoniale delle attività investite in azienda, al netto delle corrispondenti passività, a cui si aggiunge l'avviamento, che rettifica 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. Questo metodo, che attua una sorta di mediazione tra i pregi e i difetti dei criteri patrimoniali e reddituali, consente di considerare, nel processo valutativo, tanto le prospettive di reddito dell'azienda (**R**), quanto la sua effettiva consistenza patrimoniale (**K**): la stima potrà, pertanto, riflettere gli elementi di obiettività e verificabilità propri dell'analisi patrimoniale, senza tuttavia trascurare le attese reddituali, concettualmente più rappresentative del valore economico dell'azienda.

Il valore dell'azienda secondo l'applicazione del metodo misto è espresso dalla seguente formula :

$$W = K' + a \frac{R - i' \times K'}{n / i}$$

dove :

K' rappresenta il patrimonio netto rettificato;

R è il reddito medio normalizzato;

i è il tasso di attualizzazione per il trascorrere del tempo, espressione del tasso di investimenti alternativi privi di rischio;

i' è il tasso di rendimento del settore;

a è il fattore di attualizzazione per il calcolo di una rendita della durata di **n** anni al tasso **i**;

n rappresenta il numero di anni per i quali viene stimato il sovra-reddito ($R - i' \times K'$).

La Società "XXXXXXXX S.r.l." esercita l'attività caratteristica nell'immobile di proprietà sito in Turbigo (MI), Via Cotonificio Valle Ticino n. 11, costituito da una palazzina uffici e da diversi magazzini per lo stoccaggio della merce.

Considerata l'importanza del compendio e la prevalenza della componente immobiliare, il sottoscritto Curatore si è avvalso dell'ausilio del Geom. Giorgio Bressan di Novara per la stima degli immobili di Turbigo, sede operativa dove viene svolta la gestione, e di quello residenziale di Milano, Via Gustavo Modena n. 3, condotto in locazione fino al dicembre 2024.

La perizia di stima del Geom. Bressan, depositata in data 8 febbraio 2022 (**All. 001**), riporta i seguenti valori dei compendi immobiliari:

- immobile in Turbigo (MI), Via Cotonificio Valle Ticino n. 11, valutato in complessivi **euro 8.200.000.#**;
- immobile residenziale in Milano (MI), Via Gustavo Modena n. 3, valutato in complessivi **euro 1.000.000.#**.

Lo scrivente, partendo dai dati contabili al 31/12/2021, ha apportato le rettifiche per recepire il valore immobiliare determinato dal Perito e per adeguare i valori delle attività e delle passività aziendali ed ha così potuto determinare il patrimonio netto rettificato (**K'**) della Società in complessivi **euro 8.729.123.#**, come da allegato prospetto (**All. 007**).

Successivamente è stato determinato il reddito medio normale atteso prendendo in esame i bilanci contabili degli esercizi 2019, 2020 e 2021 e la situazione al 31/03/2022. Lo scrivente ha effettuato le opportune rettifiche ai valori contabili per tenere conto dei costi effettivi, quindi al netto di componenti non abituali e non ripetibili, e, dopo aver ponderato i dati storici conseguiti negli esercizi 2019, 2020 e 2021 e quello previsionale del 2022 (dando maggior peso all'esercizio 2022 in quanto il valore di una Società è funzione delle aspettative di reddito piuttosto che della serie storica dei risultati conseguiti), ha determinato il

valore del reddito medio normale netto atteso della Società (**R**), pari ad **euro 39.785.#**, come da allegato prospetto (**All. 008**).

Il reddito medio normalizzato è espressione di una duratura capacità dell'azienda di produrre redditi senza considerare eventi anomali, operazioni straordinarie, politiche di bilancio volte ad ottimizzare la tassazione e/o a distribuire dividendi.

Gli importi delle singole grandezze della formula del metodo misto patrimoniale / reddituale, che hanno consentito la determinazione del valore della Società "XXXXXXXX S.r.l.", risultano essere i seguenti :

K' (patrimonio netto rettificato) ==> **€ 8.729.123.#**;
R (reddito medio normalizzato netto) ==> **€ 39.785.#**;
i (tasso di attualizzazione netto) ==> **1,85%** ;
i' (tasso netto di rendimento del settore) ==> **6,66%**;
a (fattore di attualizzazione per il calcolo di una rendita della durata di **n** anni al tasso **i**) ==> **2,9704 per 3 anni - 3,941 per 4 anni - 4,902 per 5 anni**;
n (numero di anni per i quali viene stimato il sovra-reddito (**R - i' x K'**)) ==> **3, 4 e 5 anni**.

Il valore della Società "XXXXXXXX S.r.l." determinato secondo il metodo misto patrimoniale / reddituale risulta così non inferiore ad **€ 6.074.324.#**.

Nella sottostante tabella riepilogativa sono posti a confronto i valori della Società determinati applicando i diversi criteri di valutazione.

criteri di valutazione	valore Società "MGDT S.r.l."	valore quota Sig. XXXXXXX
valutazione patrimonio contabile	€ 4.712.823	€ 1.256.439
valutazione metodo patrimoniale rettificato	€ 8.729.123	€ 2.327.184
valutazione metodo misto patrimoniale / reddituale	€ 6.074.324	€ 1.619.415
valutazione metodo reddituale (rendita perpetua)	€ 536.871	€ 143.130

In base alla disamina effettuata, lo scrivente ritiene che il metodo misto patrimoniale / reddituale sia quello maggiormente affidabile nelle valutazioni delle Società in quanto consente di ponderare sia la effettiva consistenza patrimoniale dell'azienda che le prospettive di reddito.

Tanto premesso, è presumibile ritenere che la valutazione della Società “XXXXXXXX S.r.l.” possa attestarsi in non meno di complessivi € 6.074.324.# (euro seimilioni settantaquattromila trecentoventiquattro.#) secondo l’applicazione del criterio misto patrimoniale / reddituale con stima autonoma del goodwill.

Conseguentemente il valore della quota del 26,67% detenuta dal Sig. YYYYYYYY ammonta a non meno di € 1.619.415.# (euro unmilione seicentodiciannovemila quattrocentoquindici.#); tale importo può essere rappresentativo del valore della quota in caso di recesso del Socio ai sensi e per gli effetti previsti dall'art. 2473 C.C. (secondo il quale "i Soci che recedono dalla Società hanno diritto di ottenere il rimborso della propria partecipazione in proporzione del patrimonio netto. Esso a tal fine è determinato tenendo conto del suo valore di mercato al momento della dichiarazione di recesso; in casi di disaccordo la determinazione è compiuta tramite relazione giurata di un esperto nominato dal Tribunale ...").

In caso di cessione della partecipazione sociale agli altri Soci o a soggetti terzi (se graditi ai Soci) appare invece opportuno applicare al valore della quota del Sig. YYYYYYYY uno “sconto di minoranza” e uno "sconto per la negoziabilità".

Da un punto di vista sostanziale, il valore di una quota societaria è calcolato dividendo il valore dell’azienda per il numero di quote. Tuttavia, per calcolare il valore di un pacchetto di quote non è sufficiente moltiplicare il valore di una singola quota per il numero delle quote facenti parte del pacchetto, in quanto occorre verificare quanto esso “pesi” e di quali interessi sia portatore.

Nella terminologia anglosassone si qualifica come "*controlling interest*" la possibilità di influire attivamente sulle strategie di una Società e, conseguentemente, sul suo valore. Al contrario, si è in presenza di un "*minority interest*" quando un pacchetto azionario non è sufficiente ad orientare le decisioni aziendali.

Nella valutazione di un'azienda può dunque accadere che il valore di un pacchetto azionario non sia pari alla corrispondente frazione del valore

dell'azienda. In altre parole, il valore di un pacchetto pari al 60% non necessariamente corrisponde al 60% del valore complessivo dell'azienda, ma vale più che proporzionalmente (premio di maggioranza) in quanto dà il diritto a controllare la Società, salve diverse previsioni statutarie; allo stesso modo, il valore di un pacchetto azionario pari al 15% non corrisponde al 15% del valore dell'azienda, ma vale meno che proporzionalmente (sconto di minoranza) in quanto tale investimento non permette di esercitare un controllo.

Premi di maggioranza e sconti di minoranza sono quindi rettifiche in aumento o in diminuzione, da applicare al valore delle azioni al fine di tenere conto degli specifici *business interests*.

Un ulteriore effetto depressivo è rappresentato dallo "*sconto per la negoziabilità*" delle quote; in termini molto pratici, tale sconto può essere applicato in tutti i casi in cui il detentore delle quote non può contare su un realistico scenario di *way out* dalla Società. Tale sconto è molto frequente nel caso di Società di piccola dimensione, con una ristretta base azionaria, che operano in *business* maturi o comunque poco appetibili per un investitore esterno.

Lo statuto della Società "XXXXXXXX S.R.L.", trattandosi di Società a ristretta base familiare, prevede il trasferimento delle partecipazioni soltanto a favore di altri Soci o di parenti in linea retta di un Socio (art. 6.6), con clausola di prelazione (art. 6.7) nel caso in cui si intenda vendere la partecipazione a soggetti diversi e diritto di gradimento degli altri Soci (art. 6.17).

Conseguentemente il valore della quota societaria, visti i vincoli statutari riguardanti la trasferibilità delle quote, in assenza di un soggetto interessato all'acquisto, può essere molto contenuto in quanto le *chances* realizzative del venditore sono molto rarefatte.

Applicando i predetti sconti di minoranza e di negoziabilità, entrambi nella misura del 30%, il valore del pacchetto di quote del 26,67% detenute dal Sig. YYYYYYY nella Società "XXXXXXXX S.r.l." ammonta a non meno di euro 793.513.# (settecentonovantatremila cinquecentotredici.#).

Le conclusioni sono riportate nella sottostante tabella.

criteri di valutazione	valore Società "MGDT S.r.l."	valore quota Sig. XXXXXXX
Valutazione patrimonio contabile : - ipotesi di recesso ai sensi dell'art. 2473 C.C.	€ 4.712.823	€ 1.256.439
Valutazione metodo misto patrimoniale / reddituale : - ipotesi di recesso ai sensi dell'art. 2473 C.C. - cessione quote con applicazione sconto di minoranza e di negoziabilità	€ 6.074.324	€ 1.619.415 € 793.513

Lo scrivente Curatore, ritenendo assolto l'incarico affidatogli, rimane a disposizione per fornire eventuali ulteriori delucidazioni in merito alla valutazione della Società "XXXXXXXX S.r.l.".

Con osservanza.

Novara, li 3 giugno 2022

Il Curatore fallimentare
(dott. Filippo Mella)



Allegati :

- 1) perizia di stima del Geom. Bressan;
- 2) visura della Società "XXXXXXXX S.r.l.";
- 3) statuto Società "XXXXXXXX S.r.l.";
- 4) bilanci definitivi per gli esercizi 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020 e 2021 corredati da nota integrativa e verbale di assemblea;
- 5) situazione contabile al 31/03/2022;
- 6) bilanci riclassificati per gli anni 2015-2021;
- 7) prospetto determinazione patrimonio netto rettificato;
- 8) prospetto determinazione valore azienda.