

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 Vercelli S.r.l."

Giudice Delegato: Dott.ssa Veronica ZANIN

Curatore: Dott. Filippo MELLA

Novara, 7 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 00739880151, P.IVA 00739880151, numero REA MI-493030, venne costituita in data 23 giugno 1956.

Il capitale sociale di euro 360.000,00.#, interamente versato, è sottoscritto dai seguenti Soci:

- YYYYYYY, nato a Novara (NO) in data XXXXXXXX, C.F. XXXXXXXX, quota del 21,11% di piena proprietà, pari ad euro 75.996,00.# di capitale sociale;
- XXXXXXXX, nata a Novara (NO) in data XXXXXXXX, C.F. XXXXXXXX, madre del Sig. YYYYYYYY, deceduta nel giugno 2020, per la quale lo scrivente ha richiesto l'accertamento giudiziale dell'accettazione dell'eredità da parte del Sig. YYYYYYYY, quota del 5,55% di piena proprietà, pari ad euro 19.980,00.# di capitale sociale;
- XXXXXXXX, nata a Novara (NO) in data XXXXXXXX, C.F. XXXXXXXX, quota del 15,56% di piena proprietà, pari ad euro 56.016,00.# di capitale sociale;
- XXXXXXXX, nata a Novara (NO) in data XXXXXXXX, C.F. XXXXXXXX, quota del 5,55% di nuda proprietà, pari ad euro 19.980,00.# di capitale sociale - usufrutto detenuto dalla Sig.ra XXXXXXXX;
- XXXXXXXX, nato a Novara (NO) in data XXXXXXXX, C.F. XXXXXXXX, quota del 5,55% di nuda proprietà, pari ad euro 19.980,00.# di capitale sociale - usufrutto detenuto dalla Sig.ra XXXXXXXX;
- XXXXXXXX, nato a Novara (NO) in data XXXXXXXX, C.F. XXXXXXXX, quota del 15,56% di piena proprietà, pari ad euro 56.016,00.# di capitale sociale;

- XXXXXXXX, nata a Novara (NO) in data XXXXXXXX, C.F. XXXXXXXX, quota del 15,56% di piena proprietà, pari ad euro 56.016,00.# di capitale sociale;
- XXXXXXXX, nata a Novara (NO) in data XXXXXXXX, C.F. XXXXXXXX, quota del 15,56% di piena proprietà, pari ad euro 56.016,00.# 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 ed in particolare l'attività di riparazione, manutenzione e lavaggio dei mezzi ed ogni unità di trasporto intermodale in sosta o transito nel terminal;*
- *la compravendita di terreni, fabbricati ed immobili in genere;*
- *la costruzione, ricostruzione, ristrutturazione e manutenzione di immobili di ogni genere, propri e per conto terzi;*
- *la locazione di terreni e fabbricati di proprietà;*
- *la gestione e amministrazione di beni immobili e mobili sia di terzi che propri.*

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 caratteristica è svolta presso la seguente unità:

- a VERCELLI (VC), cap 13100, Località Giaradadda oltre bivio Sesia, dove in un compendio immobiliare di proprietà, con decorrenza dal 23/06/1956,

viene esercitata la seguente attività con il codice 68.20.01 (locazione immobiliare di beni propri – attività primaria). Le attività secondarie svolte sono le seguenti : 52.10.1 (magazzini di custodia e deposito per conto terzi - attività secondaria); 46.31 (commercio all'ingrosso di frutta e ortaggi freschi o conservati - attività secondaria).

La Società “XXXXXXXX S.r.l.” è amministrata da un Consiglio di Amministrazione composto dai Signori.

- YYYYYYY, nato a Novara (NO) in data XXXXXXXX, C.F. XXXXXXXX, Presidente del C.d.A.;
- XXXXXXXX, nato a Novara (NO) in data XXXXXXXX, C.F. XXXXXXXX, Consigliere di Amministrazione;
- XXXXXXXX, nata a Novara (NO) in data XXXXXXXX, C.F. XXXXXXXX, Consigliere di Amministrazione;

nominati in data 28/04/2021 con incarico a tempo indeterminato fino a revoca. Con verbale di amministrazione del 28/05/2021 sono stati attribuiti i poteri di ordinaria amministrazione con firma disgiunta ai singoli Consiglieri per impegni societari pari o inferiori ad euro 20.000.#; oltre tale importo per operazioni fino ad euro 50.000.# con firma congiunta di tutti i Consiglieri; oltre tale importo e/o per operazioni straordinarie sarà necessaria una delibera dell'Assemblea.

La Sig.ra XXXXXXXX, nata ad Olevano di Lomellina (PV), C.F. XXXXXXXX, ricoprì la carica di procuratrice Ad Negotia, come da procura conferita in data 15/09/1982, atto a rogito Notaio Adele Ricevuti, rep. n. 45883/6029, 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 non impiega alcun dipendente.

^^^^^^

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 della 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 22/05/2018 - atto a rogito Notaio Cafagno di Novara, rep. n. 57907, racc. n. 19709 (**All. 003**);
- contratto di locazione stipulato con XXXXXXXX S.r.l. in data 17/11/2017 (**All. 004**);
- bilanci definitivi per gli esercizi 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020 e 2021 (**All. 005**) corredati da nota integrativa e verbale di assemblea;
- situazione contabile al 31/03/2022 (**All. 006**);
- perizia di stima del compendio immobiliare della Società redatta dal Geom. Giorgio Bressan in data 15/12/2021.

^^^^^^

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.

^^^^^^

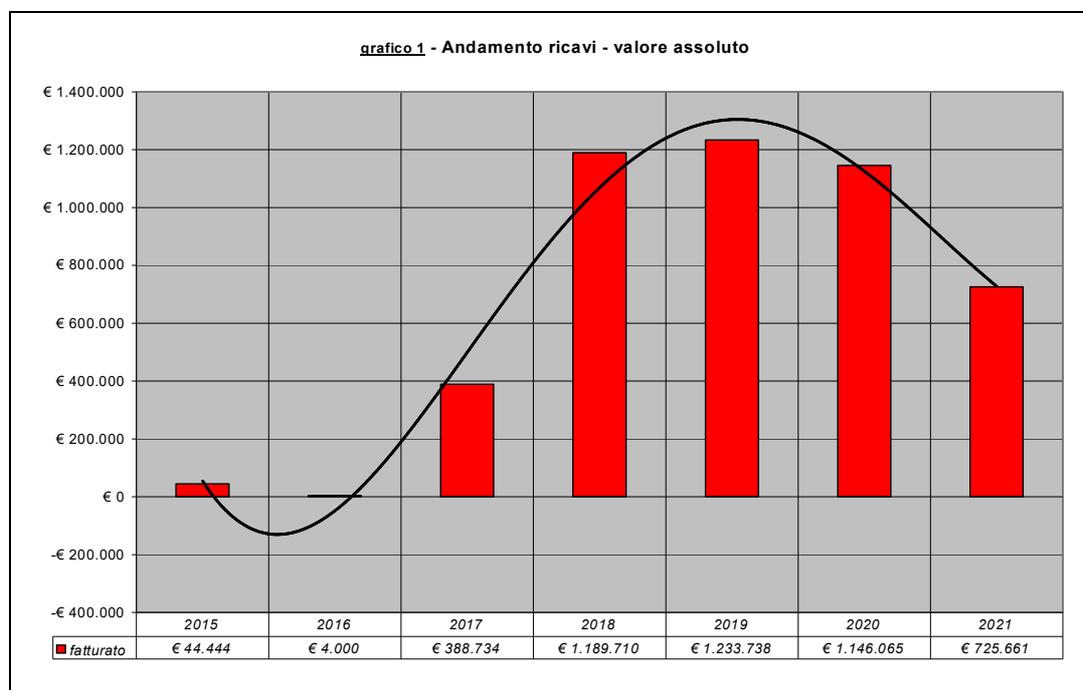
ANDAMENTO DELLA GESTIONE NEL PERIODO 2015-2021

Dall'analisi dei bilanci societari dal 2015 al 2021 (**All. 007**), si possono ricavare i seguenti dati di sintesi che esprimono la situazione economico-finanziaria della "XXXXXXXX S.r.l."

A. ANALISI DELL'ANDAMENTO ECONOMICO

1. ANDAMENTO DEI RICAVI D'ESERCIZIO

L'andamento dei ricavi conseguiti negli esercizi 2015-2021 è riportato nel successivo grafico 1.



La Società, dopo un paio di anni in cui il rilevante compendio immobiliare rimase sfitto (il precedente conduttore era il Gruppo XXXXXXXX), stipulò in data 17/11/2017 un contratto di locazione con XXXXXXXX S.r.l., che gestisce la logistica delle autovetture del Gruppo XXXXXXXX.

Il contratto ha durata di sei anni dal 06/12/2017 fino al 05/12/2023, con un ulteriore rinnovo di sei anni qualora non venga data disdetta dalle Parti nei termini contrattuali, con un canone annuo di euro 1.230.000.# oltre ad IVA.

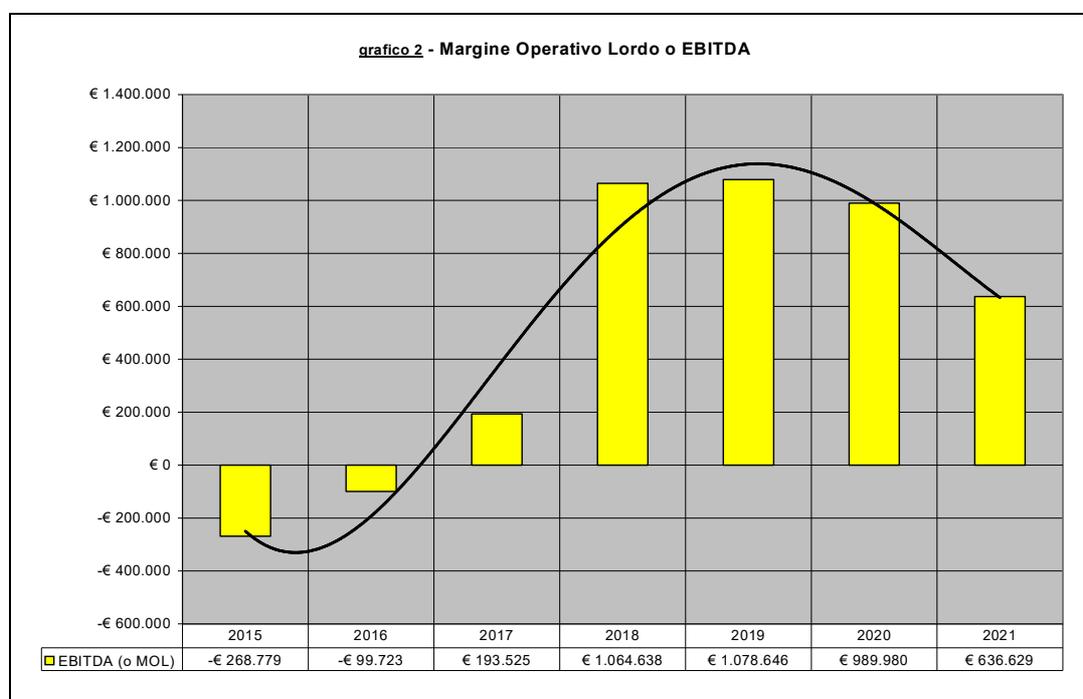
Nell'aprile 2021, come conseguenza dell'aumento della domanda di componenti elettronici (*microchips*) prodotti dal mercato asiatico e dei conseguenti ritardi nella consegna degli automezzi alle Case Automobilistiche, le Parti sottoscrissero un *addendum* al contratto e convennero, per l'anno 2021, una riduzione del canone mensile di locazione in funzione della giacenza media mensile degli automezzi nelle aree locate; in particolare venne deciso uno sconto del 30% del canone mensile qualora la giacenza fosse inferiore a 7.000 autovetture ma superiore a 3.250 ed uno sconto del 45% del canone mensile in caso di giacenza inferiore a 3.250 autovetture.

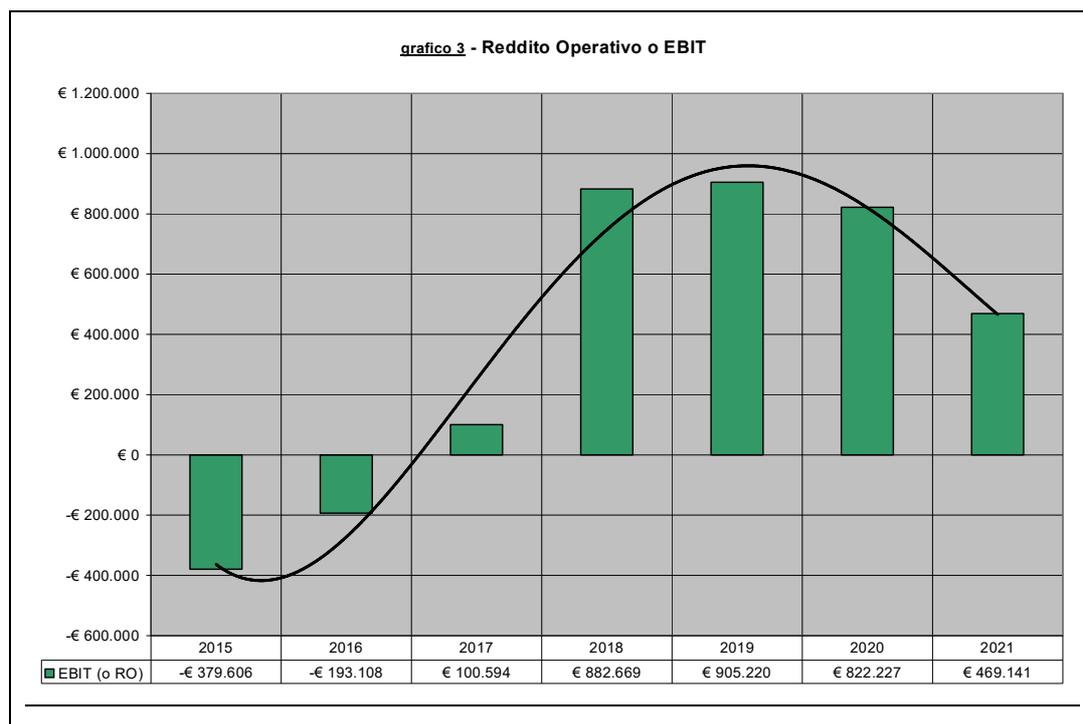
Nel gennaio 2022 è stato sottoscritto un ulteriore *addendum*, avente validità per l'intero anno 2022, che prevede una rimodulazione del canone mensile di locazione con un minimo di euro 25.000.# oltre ad IVA in caso di giacenza media di autovetture inferiore a 2.850.

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

Nei successivi grafici 2 e 3 sono riportati gli andamenti dell'EBITDA (o Margine Operativo Lordo), rappresentativo del flusso finanziario generato dalla gestione caratteristica, e dell'EBIT (o risultato della gestione caratteristica – Reddito Operativo), che hanno sostanzialmente seguito l'andamento del fatturato.

Entrambe le grandezze sono divenute molto 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 87,76% e del 70,99%, per importi medi in valore assoluto rispettivamente di € 942.473.# e di € 769.814.#,.





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

EBITDA (Margine Operativo Lordo) : € 3.594.916.#;

EBIT (Reddito Operativo) : € 2.607.135.#.

Questo significa che, nel periodo in esame, la gestione corrente della “XXXXXXXX S.r.l.” ha complessivamente generato liquidità per circa euro 3.600.000.# e prodotto utili per circa euro 2.600.000.#.

Se si limita l'analisi al periodo 2018-2021, le predette grandezze hanno avuto il seguente risultato che ribadisce la positività della gestione :

EBITDA (Margine Operativo Lordo) : € 3.769.893.#;

EBIT (Reddito Operativo) : € 3.079.256.#.

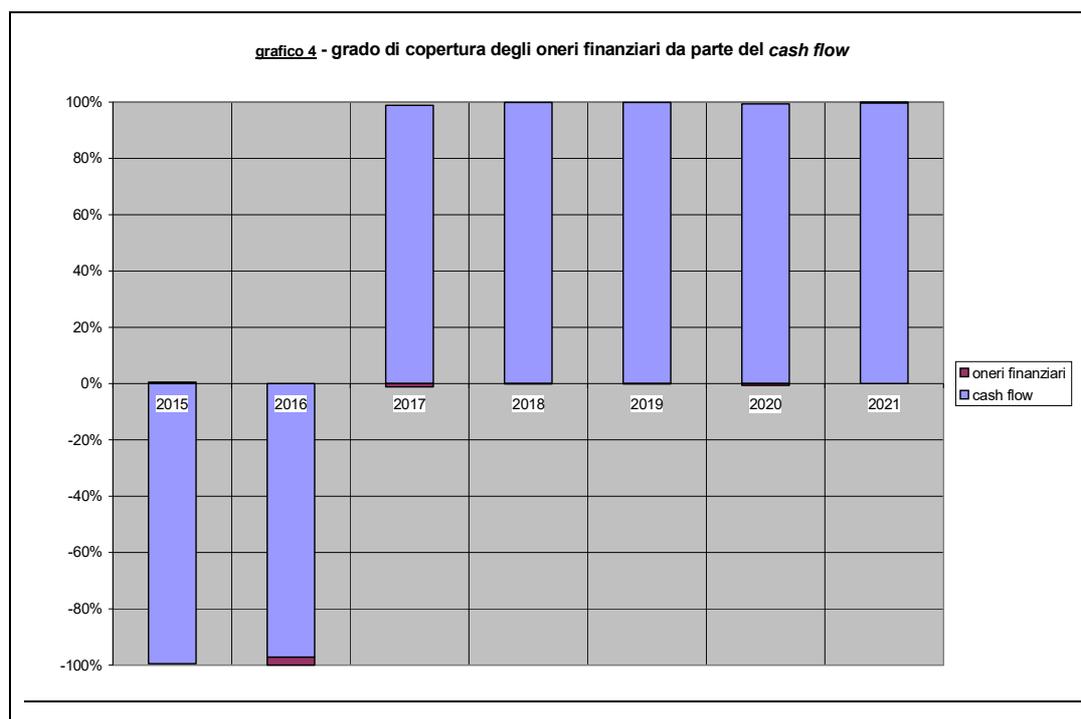
Nel lasso temporale 2015-2021, la Società ha sostenuto oneri finanziari per complessivi euro 9.731.# che di fatto sono apparsi del tutto irrilevanti.

Si segnala, con decorrenza dal 2017, l'ampia 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>	-€ 263.407	-€ 102.690	€ 179.392	€ 960.569	€ 817.974	€ 774.909	€ 500.961
oneri finanziari	€ 1.418	-€ 2.967	-€ 2.091	-€ 1.381	-€ 1.160	-€ 4.768	€ 1.218

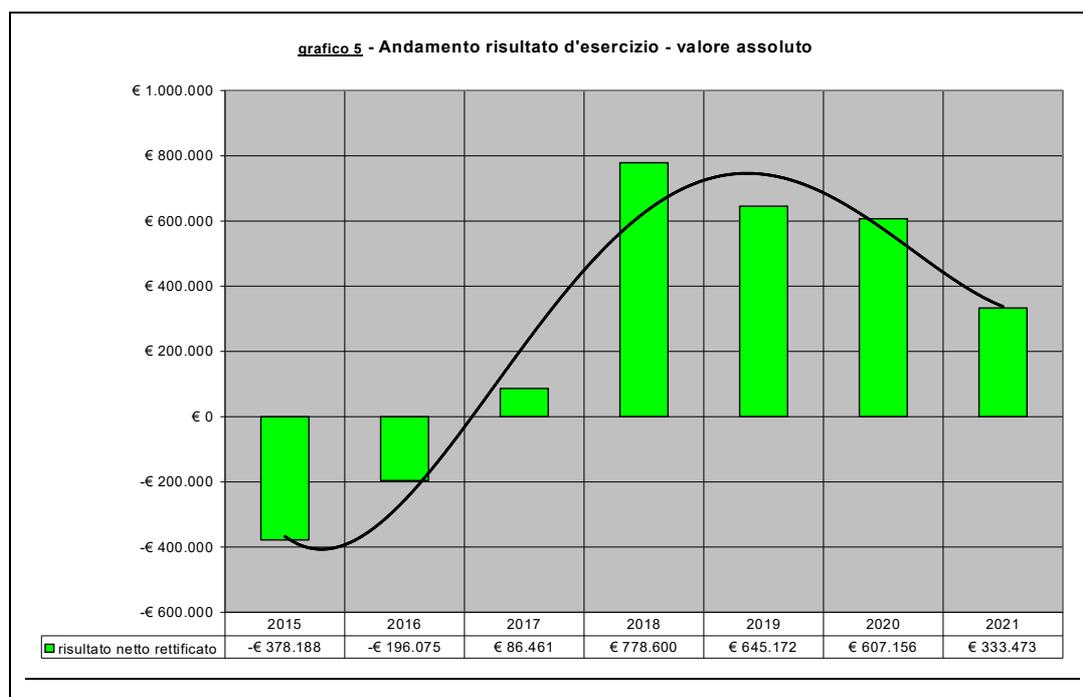
Nel successivo grafico 4 è riportato il grado di copertura degli oneri finanziari da parte del *cash flow*: considerata la sommatoria del *cash flow* e degli oneri finanziari pari al 100%, viene determinato il peso percentuale degli oneri finanziari sul *cash flow*.



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 € 268.086.# nel periodo 2015-2021; è invece ammontato di media ad € 591.100.# nel periodo 2018-2021 (con una incidenza sul fatturato del 54,17%), considerato il non significativo peso della gestione finanziaria nei singoli periodi d'imposta (incidenza media sul fatturato dello 0,11%).



^ ^ ^ ^ ^ ^ ^ ^

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

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.

indicatore utilizzato allo scopo di verificare l'equilibrio finanziario nel breve termine. Per tale motivo viene anche definito capitale operativo.

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	5,02	0,42	9,47	7,48	5,83	59,99	34,13
quoziente di tesoreria	5,02	0,42	9,47	7,48	5,83	59,99	34,13

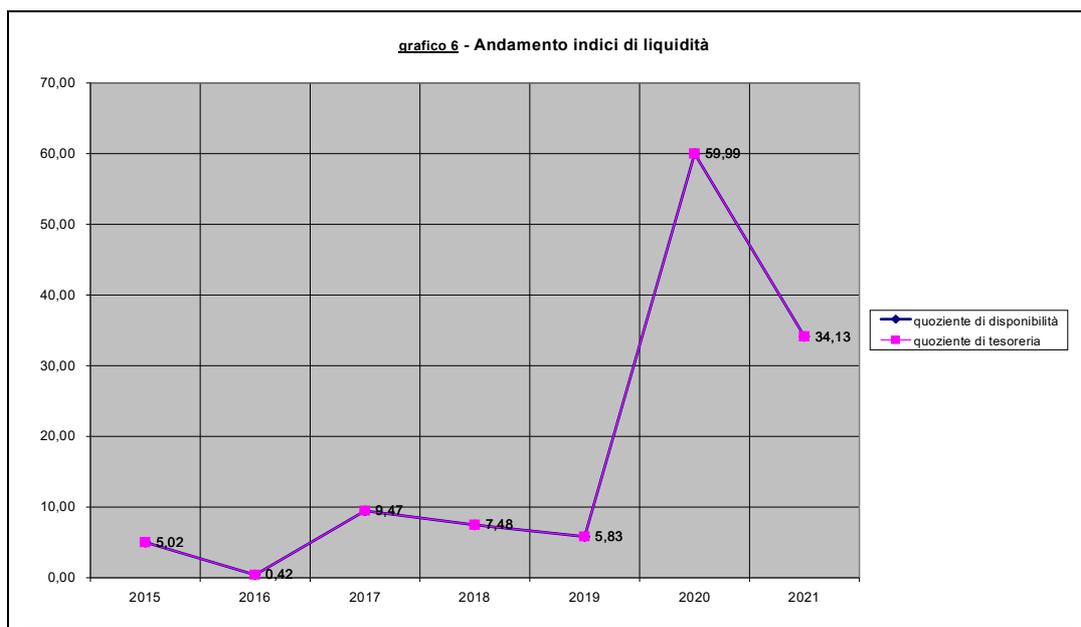
Appare evidente, con decorrenza dal 2017, l'equilibrio fra le fonti di finanziamento e gli impieghi di capitale nel periodo preso in esame.

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.

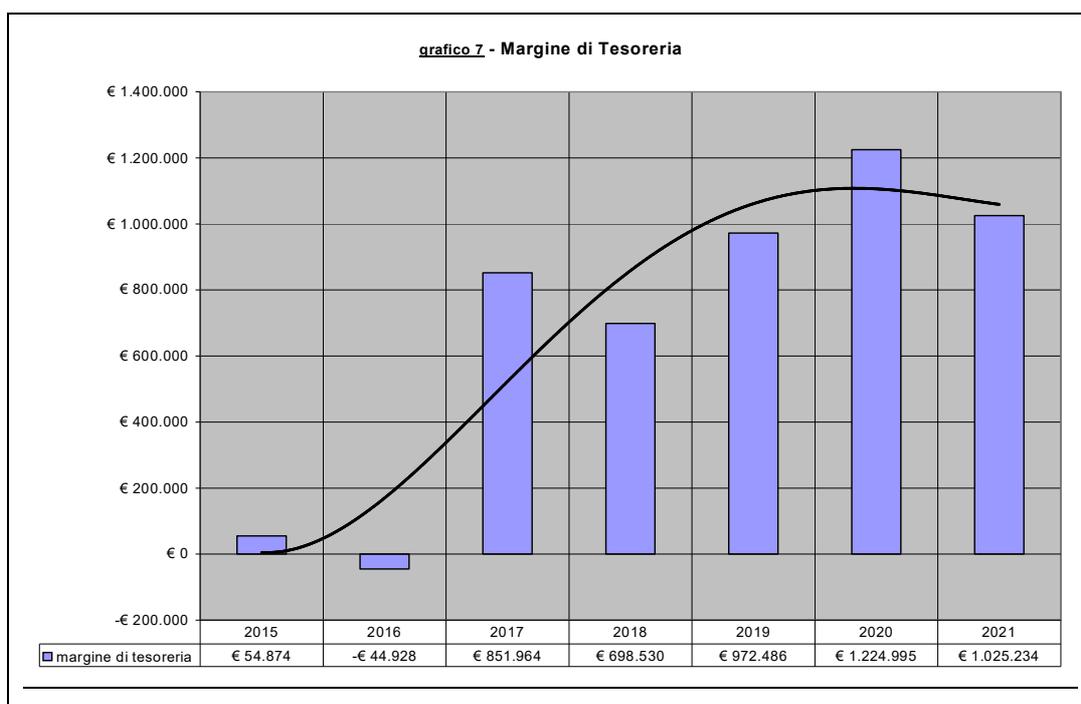
² Gli indici di liquidità, suddivisi ulteriormente nelle accezioni di quoziente di disponibilità e di tesoreria, indicano la capacità dell'azienda di far fronte all'indebitamento a breve con disponibilità finanziarie liquide o rapidamente liquidabili. Segnalano la compatibilità tra la tipologia delle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



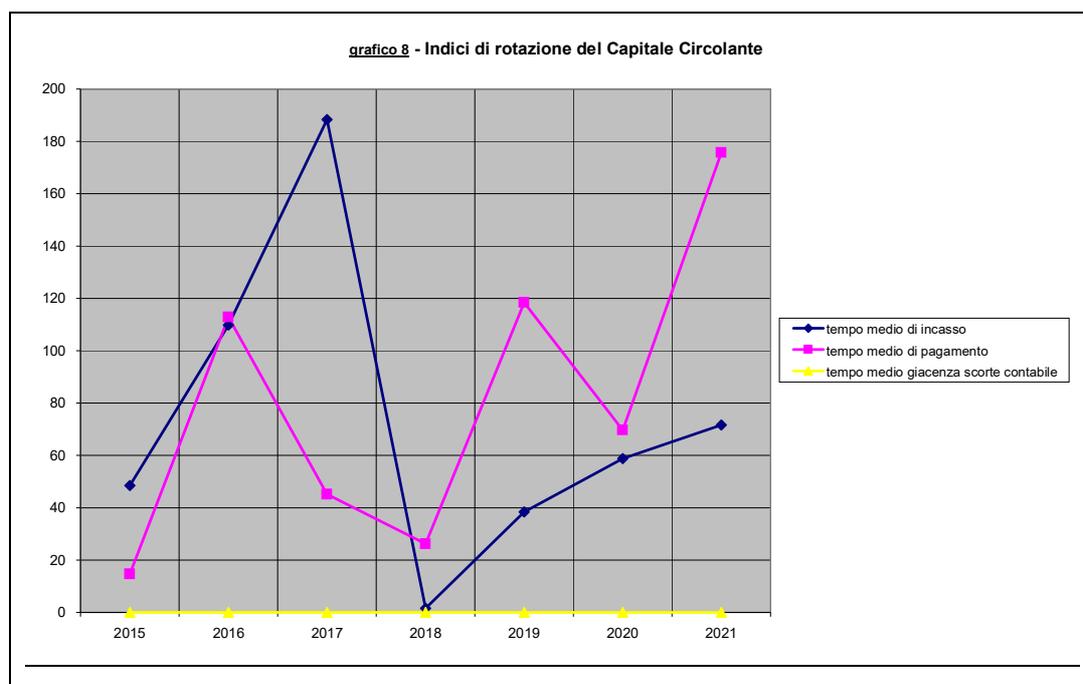
L'equilibrio finanziario a breve termine viene esaminato nel successivo grafico 7 in cui è riportato l'andamento del margine di tesoreria.

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 € 683.308.#; ancora più marcato l'importo della predetta grandezza nel periodo 2018-2021, pari ad € 980.311.#.



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 74 gg., ossia quasi 2 mesi e mezzo, mentre ha mediamente pagato i propri fornitori in 80 gg.. Se si limita l'analisi al periodo più significativo 2018/2021 (da quando il compendio immobiliare è stato nuovamente affittato), i valori risultano rispettivamente di 43 gg. per l'incasso dei crediti e di 97 gg. per il pagamento dei debiti.

La Società non ha assolutamente bisogno di ricorrere all'indebitamento bancario per far fronte al pagamento dei pochi fornitori.

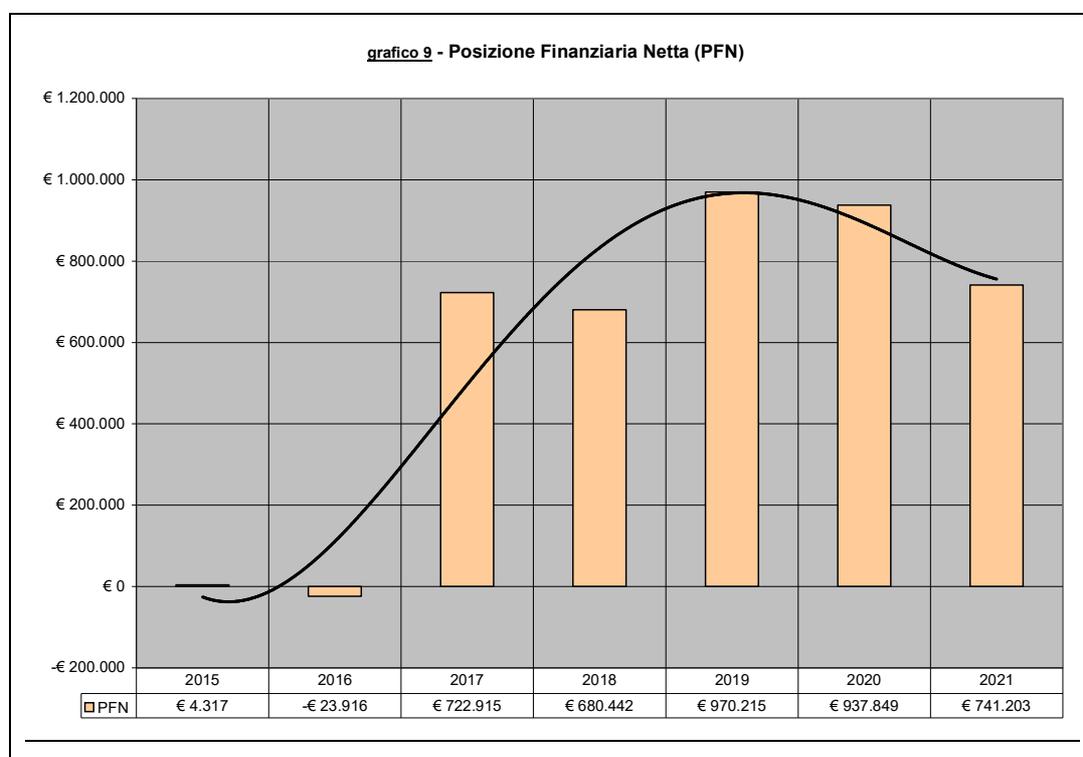
La forbice tra i tempi di incasso dei crediti e dei pagamenti dei fornitori ha contribuito a migliorare l'equilibrio finanziario come si vedrà dal successivo esame della posizione finanziaria netta (PFN).

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 "XXXXXXXX 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 ad € 576.146.#, mentre negli anni 2018-2021 il valore è stato pari a € 832.427.#.



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

P F N

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).

EBITDA

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 :

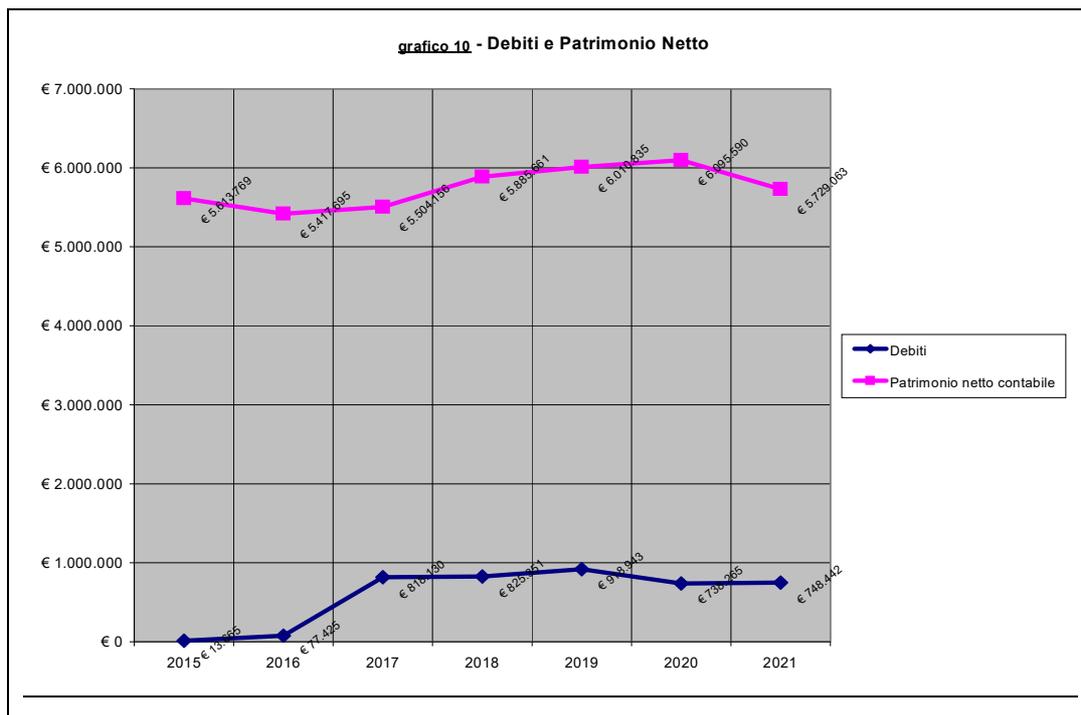
	<u>2015</u>	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>	<u>2021</u>
Rapporto PFN / EBITDA	0,02	-0,24	-3,74	-0,64	-0,90	-0,95	-1,16

I flussi finanziari generati dalla gestione corrente, espressi dall'EBITDA, sempre significativamente positivi dal 2018, hanno consentito alla Società non solo di rimborsare senza problemi i propri debiti finanziari ma anche di distribuire ai Soci utili complessivi per circa euro 2.300.000.# negli anni 2018/2021 senza intaccare la PFN.

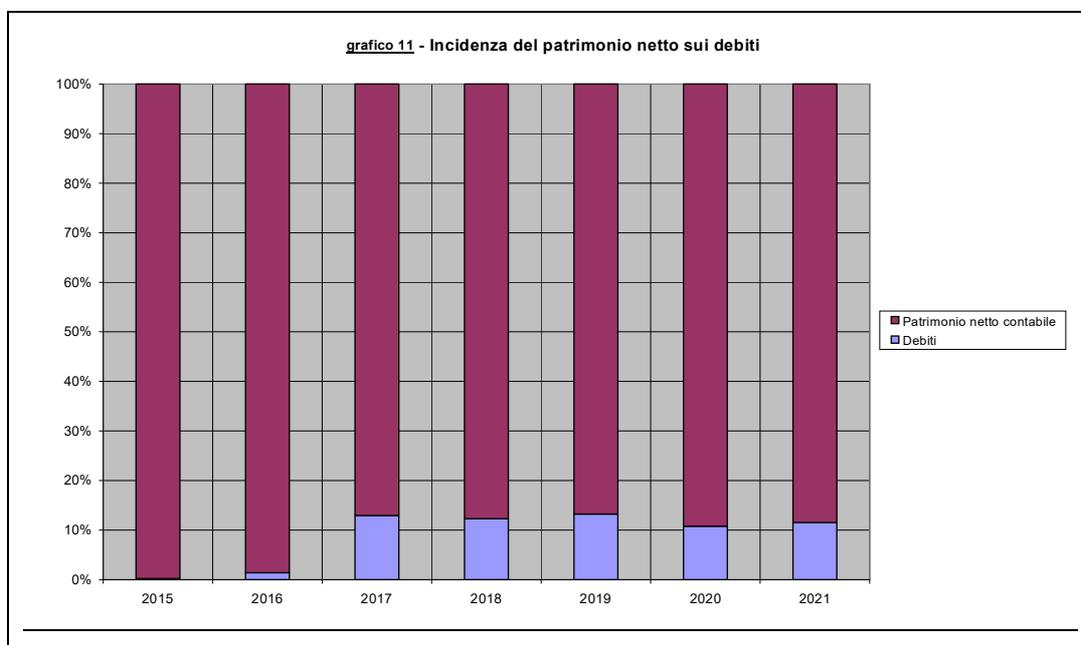
^^^^^^

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 2017-2021 la forbice in valore assoluto tra debiti e patrimonio netto è rimasta sostanzialmente stabile.

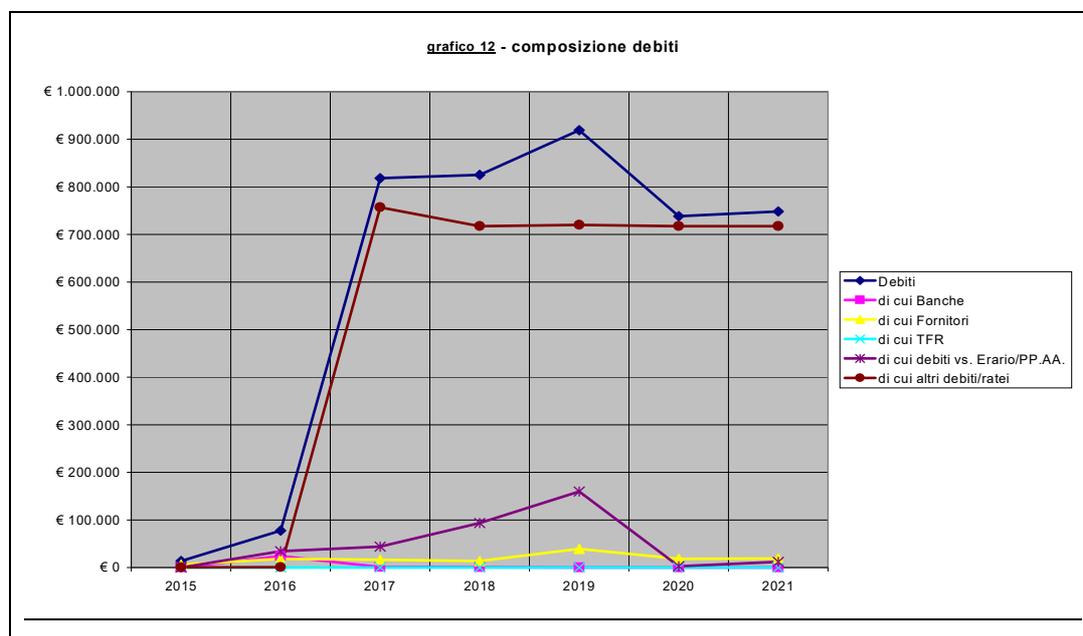


L'incidenza del patrimonio netto sul passivo complessivo è sempre stata molto adeguata e mediamente pari al 91,07% (con punte del 99,76% e del 98,59% rispettivamente nel 2015 e nel 2016), come illustrato nel successivo grafico 11.



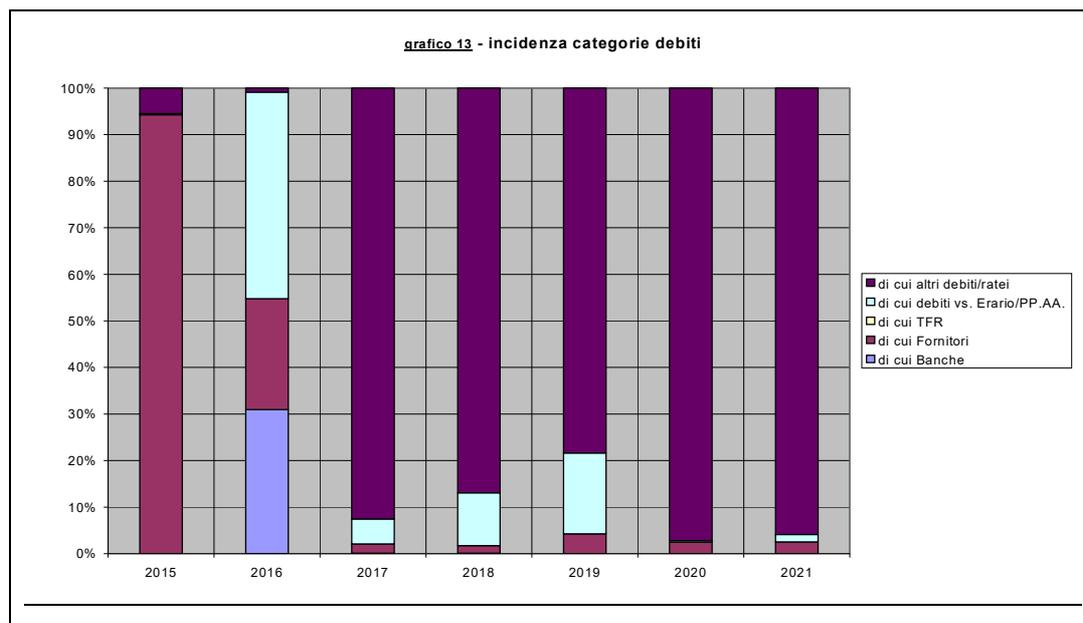
Nel successivo grafico 12 viene indicata la composizione dell'indebitamento, con l'andamento complessivo dei debiti suddiviso fra esposizione nei confronti di

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 relativo al deposito cauzionale versato dal conduttore XXXXXXX S.r.l. per euro 717.500.# (che incide per oltre il 95%).

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 "XXXXXXXX S.r.l." evidenzia i seguenti aspetti :

- la Società, a seguito della stipula del contratto di locazione con XXXXXXXX S.r.l., ha ripreso a fatturare dalla fine del 2017, cosa che ha permesso un'inversione di tendenza nei risultati economici, divenuti sensibilmente positivi a decorrere dal 2018;
- la redditività della gestione caratteristica (rapportata al fatturato) è stata buona ed ha consentito una adeguata remunerazione dei Soci in valore assoluto; il rendimento conseguito dal capitale investito non è molto elevato ma occorre tenere presente che, non essendoci tanti soggetti potenzialmente interessati ad occupare un'area così vasta, l'importo del canone di locazione è fissato inevitabilmente dal conduttore che può beneficiare di un elevato potere contrattuale;
- la struttura dei costi aziendali è limitata a costi di natura fissa, quali le spese per la gestione degli immobili (assicurazioni varie e manutenzioni), le spese amministrative 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 è assolutamente esposta a rischi di dipendenza dal capitale di terzi e dal sistema creditizio; gli oneri finanziari appaiono irrilevanti e non erodono gli utili;
- dal punto di vista finanziario, la Società non ha praticamente alcun indebitamento verso fornitori ed Istituti di Credito; i flussi finanziari hanno consentito una adeguata distribuzione di utili con il mantenimento di una positiva posizione finanziaria netta;
- la Società ha una struttura organizzativa corrispondente alle effettive esigenze aziendali; il sistema di amministrazione e di controllo appaiono adeguati e pronti a cogliere eventuali opportunità di investimento che si dovessero presentare per lo sviluppo dell'area, anche al fine di non dover dipendere esclusivamente dalle decisioni del conduttore XXXXXXXX S.r.l.



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⁾.

^^^^^^

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

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

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' x K'**).

La Società "XXXXXXXX S.r.l." esercita l'attività caratteristica di locazione del compendio immobiliare di proprietà sito in Vercelli (VC), Località Giaradadda oltre bivio Sesia, costituito da una palazzina uffici, da diversi magazzini per lo stoccaggio della merce e da un ampio piazzale per il parcheggio delle autovetture.

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 Vercelli, condotti in locazione da XXXXXXXX S.r.l. fino al dicembre 2023.

La perizia di stima del Geom. Bressan, depositata in data 15 dicembre 2021 (**Al. 001**), riporta i seguenti valori degli immobili:

- compendio immobile in VERCELLI (VC), Località Giaradadda oltre bivio Sesia, valutato in complessivi **euro 16.500.000.#**.

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 17.454.409.#**, come da allegato prospetto (**All. 008**).

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 ⁽⁶⁾, ha determinato il valore del reddito medio normale netto atteso della Società (**R**), pari ad **euro 407.035.#**, come da allegato prospetto (**All. 009**).

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 "XXXXXXXXX S.r.l.", risultano essere i seguenti :

K' (patrimonio netto rettificato) → € 17.454.409.#;

R (reddito medio normalizzato netto) → € 407.035.#;

i (tasso di attualizzazione netto) → 1,85% ;

i' (tasso netto di rendimento del settore) → 4,44%;

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;

⁶ Lo scrivente ha attribuito minor peso agli anni 2021 e 2022 in quanto, sebbene il valore di una Società sia funzione delle aspettative di reddito piuttosto che della serie storica dei risultati conseguiti, nei predetti esercizi il conduttore ha ottenuto un abbattimento del canone di locazione per minore occupazione del piazzale adibito a parcheggio autovetture.

n (numero di anni per i quali viene stimato il sovra-reddito ($R - i' \times K'$)) → 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 € 15.650.764.#.

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

criteri di valutazione	valore Società "MGDV S.r.l."	valore quota Sig. XXXXXXX (*)
valutazione patrimonio contabile	€ 5.729.063	€ 1.527.368
valutazione metodo patrimoniale rettificato	€ 17.454.409	€ 4.653.345
valutazione metodo misto patrimoniale / reddituale	€ 15.650.764	€ 4.172.494
valutazione metodo reddituale (rendita perpetua)	€ 9.167.454	€ 2.444.043

(*) comprensivo della quota del 5,55% della defunta madre Sig.ra XXXXXXX

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 € 15.650.764.# (euro quindicimilioni seicentocinquantamila settecentosessantaquattro.#) secondo l'applicazione del criterio misto patrimoniale / reddituale con stima autonoma del goodwill.

Conseguentemente il valore della quota del 26,66% detenuta dal Sig. YYYYYYYY (comprensiva della quota del 5,55% della defunta madre Sig.ra XXXXXXX) ammonta a non meno di € 4.172.494.# (euro quattromilioni centosettantaduemila quattrocentonovantaquattro.#); 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 26,66% (comprensivo della quota del 5,55% della defunta madre Sig.ra XXXXXXX) detenute dal Sig. YYYYYYY nella Società "XXXXXXXX S.r.l." ammonta a non meno di euro 2.044.522.# (duemilioni quarantaquattromila cinquecentoventidue.#).

Le conclusioni sono riportate nella sottostante tabella.

criteri di valutazione	valore Società "MGDV S.r.l."	valore quota Sig. XXXXXXX (*)
Valutazione patrimonio contabile : - ipotesi di recesso ai sensi dell'art. 2473 C.C.	€ 5.729.063	€ 1.527.941
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	€ 15.650.764	€ 4.172.494 € 2.044.522

(*) comprensivo della quota del 5,55% della defunta madre Sig.ra XXXXXXX

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 7 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) contratto di locazione stipulato con CAT ITALIA S.r.l. in data 17/11/2017;
- 5) bilanci definitivi per gli esercizi 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020 e 2021
corredati da nota integrativa e verbale di assemblea;
- 6) situazione contabile al 31/03/2022;
- 7) bilanci riclassificati per gli anni 2015-2021;
- 8) prospetto determinazione patrimonio netto rettificato;
- 9) prospetto determinazione valore azienda.