

**TRIBUNALE DI ANCONA**

**UFFICIO FALLIMENTI**

**FALLIMENTO R.F. 51/2020**

**Giudice Delegato:** Dott.ssa Maria Letizia Mantovani

**Curatore:** Dott.ssa Antonella Gallotta

**PREMESSA**

Con provvedimento in data 18.10.2021, il Sig. Giudice Delegato al fallimento in epigrafe ha affidato alla sottoscritta Simona Amodio, dottore commercialista con studio in Ancona, Corso Mazzini n. 156, iscritta all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Ancona al n. 505/A del relativo Albo unico, l'incarico di provvedere alla valutazione dell'azienda all'attivo della procedura, in vista delle relative operazioni di liquidazione da condurre ai sensi degli artt. 105 e 107 L.F.

All'esito dell'attività svolta, la scrivente presenta di seguito la propria

**RELAZIONE DI STIMA**

**1. OGGETTO E FINALITÀ DELLA VALUTAZIONE**

La presente valutazione è finalizzata a determinare il valore dell'azienda all'attivo del fallimento in epigrafe ed attualmente condotta in affitto da altra società, in virtù di contratto di affitto stipulato in epoca prefallimentare, precisamente in data 12.08.2019, e successivamente modificato, in costanza di fallimento, per atto pubblico in data 29.01.2021 ai rogiti del notaio dott. Sabino Patruno.

La valutazione qui effettuata mira, in particolare, ad individuare il più probabile valore di mercato dell'azienda che ne forma oggetto, in vista della sua cessione a terzi, onde fornire agli organi della procedura un valore di riferimento per le procedure competitive di liquidazione in sede fallimentare di cui agli artt. 105 e 107 L.F., ferma la fondamentale distinzione, consolidata e costantemente affermata dalla migliore dottrina in materia di valutazione di azienda, tra la nozione di "valore", da un lato, e quella di "prezzo"<sup>1</sup>, dall'altro, grandezze non sovrapponibili e non necessariamente coincidenti.

## **2. ATTIVITÀ PROPEDEUTICHE ALLA STIMA, DOCUMENTAZIONE ANALIZZATA E LIMITAZIONI AL PRESENTE ELABORATO**

### **2.1 Assenza di cause di incompatibilità per l'assunzione dell'incarico**

È stata verificata l'assenza, in capo alla scrivente, di cause di incompatibilità per l'assunzione dell'incarico, non sussistendo rapporti e/o vincoli di parentela, rapporti economici, rapporti patrimoniali e/o legami professionali di sorta né con il curatore della procedura in epigrafe, né con i componenti della compagine della fallita, né con il legale rappresentante della società fallita in carica alla data del fallimento, né con gli ulteriori componenti dell'organo amministrativo della medesima, né, infine, con i componenti del Collegio sindacale della fallita in carica sino al 20.03.2019, allorché, per

---

<sup>1</sup> La distinzione è, tra l'altro, ben sintetizzata dai Principi Italiani di Valutazione, entrati in vigore in data 1 gennaio 2016, ed in specie nel commento al principio I.6.1, ove si legge che: "Il prezzo è il corrispettivo richiesto, offerto o pagato per l'acquisizione dell'attività reale o finanziaria da valutare. Si tratta di una grandezza empirica, influenzata da tutte le variabili che incidono sulla domanda e sull'offerta e che, pertanto, può discostarsi dal valore dell'attività". Al contrario, il valore è una grandezza non empirica, bensì fondata su una stima, e come tale presenta un – connaturato ed ineliminabile - margine di discrezionalità.

atto depositato al Registro Imprese il 16.04.2019 ed iscritto il 23.05.2019, le funzioni di controllo sono state affidate ad un revisore unico, individuato nella persona del dott. Luciano De Angelis.

Non sussiste, inoltre, alcuna delle cause di incompatibilità per l'assunzione dell'incarico di cui al D.P. n. 8/2020 del Presidente della II Sezione Civile del Tribunale di Ancona.

## **2.2 Documentazione esaminata e limitazioni**

È stata acquisita, per il tramite della curatela, la documentazione contabile e contrattuale necessaria allo svolgimento dell'incarico, sommariamente elencata nel successivo paragrafo.

Si precisa che la presente valutazione risente:

- della mancanza di uno specifico mercato di riferimento per il compendio oggetto di stima;
- della sostanziale impossibilità di costruire un campione significativo di imprese titolari di aziende effettivamente comparabili, in funzione dei seguenti, significativi parametri, congiuntamente considerati: codice attività ATECO, dimensione del fatturato, entità del capitale sociale, dimensione occupazionale e localizzazione geografica. All'esito di apposita e specifica ricerca sono state, infatti, individuate due sole imprese potenzialmente qualificabili come competitors, in funzione degli indici suddetti, con attività principale contraddistinta dallo stesso codice ATECO dell'attività principale di --- OMISSIS --- e con sede nel medesimo ambito territoriale regionale, dotate di capitale sociale appartenente alla stessa fascia di valore (150.000-499.000 euro), con fatturato annuo oltre i 5 milioni di euro, e con livelli occupazionali paragonabili a quelli che hanno contraddistinto l'attività diretta della fallita, prima, e oggi caratterizzano quella della

affittuaria dell'azienda da valutare. Il numero è, evidentemente, troppo esiguo perché si possa anche solo ipotizzare di trarre dall'analisi dei dati economico-patrimoniali delle imprese identificate considerazioni generalizzabili, da applicare alla valutazione qui in corso;

- dell'assenza di dati previsionali reperibili da un piano economico-finanziario elaborato dalla proprietà committente (circostanza fisiologica, stante l'appartenenza dell'azienda a soggetto dichiarato fallito) e della irrilevanza, per le ragioni che saranno illustrate a seguire, degli eventuali piani predisposti dalla direzione della affittuaria;

### **2.3 Documentazione fornita dalla curatela**

La curatela ha fornito la seguente documentazione:

- Perizia di stima a firma del dott. Matteo Mansanta, predisposta su incarico della società poi fallita in pendenza del termine concesso dal Tribunale a seguito di ricorso c.d. prenotativo ex art. 161, comma VI L.F., volta a fornire una stima del complesso aziendale di proprietà della società poi fallita, riferita alla data del 31 dicembre 2019;
- Contratto di affitto di azienda per scrittura privata autenticata dal notaio dott. Stefano Sabatini in data 12.08.2019, Rep. 66.414, Fascicolo 29.380;
- Atto di modifica del predetto contratto di affitto di azienda, per scrittura privata autenticata dal notaio dott. Stefano Sabatini in data 06 settembre 2019, Rep. 66.457, Fascicolo 29.408;
- Atto modificativo ed integrativo del contratto di affitto di azienda stipulato in data 12.08.2019, per atto pubblico ai rogiti del notaio dott. Sabino Patruno in data 29.01.2021, Rep. 59235, Racc. 29998;
- Bilancio d'esercizio della società fallita al 31.12.2016

- Bilancio d'esercizio della società fallita al 31.12.2017
- Bilancio d'esercizio della società fallita al 31.12.2018
- Bilancio d'esercizio della società fallita al 31.12.2019
- Situazione contabile della società fallita al 30.10.2020
- Perizia di stima dei beni mobili e mobili registrati all'attivo della procedura fallimentare, a firma dell'ing. Raffaella Barone, datata 30.06.2021;
- Perizia di parte non asseverata, a firma dell'ing. Paolo Clementi, redatta su incarico della società affittuaria dell'azienda di proprietà della procedura fallimentare in epigrafe, recante stima dei beni mobili materiali e del magazzino merci della società fallita, datata 25.03.2021;
- Perizia di stima dei beni immobili all'attivo della procedura fallimentare, a firma dell'ing. Raffaella Barone, datata 30.06.2021;
- Perizia di stima dei beni immobili all'attivo della procedura a firma dell'ing. Andrea Rachetta, datata 23.05.2022, commissionata dalla curatela al fine di pervenire ad una stima aggiornata del valore degli immobili all'attivo del fallimento, tenuto conto di talune criticità, evidenziate in perizia di parte a firma del tecnico di fiducia della società affittuaria del compendio aziendale.

Sono stati, altresì, esaminati il fascicolo storico della società fallita estratto dal Registro delle Imprese e il bilancio dell'esercizio chiuso al 31.12.2015, entrambi estratti a cura della scrivente.

Si precisa che:

- non è stata svolta alcuna attività di revisione contabile dei dati contenuti nella documentazione esaminata per lo svolgimento dell'incarico;

- non è stata svolta attività di analitico riscontro fisico in ordine alla esistenza dei beni componenti l'azienda oggetto di valutazione, in ragione del peculiare contesto nel quale si inserisce l'incarico conferito, e delle intrinseche caratteristiche dei dati messi a disposizione dalla curatela, con particolare riguardo alle perizie depositate agli atti della procedura in esito alle operazioni di formazione dell'inventario, da un lato, e alla relazione di stima prodotta dal perito incaricato di valutare in sede fallimentare gli immobili all'attivo della procedura, dall'altro. Tali elaborati, in quanto frutto dell'attività di ausiliari della procedura concorsuale, costituiscono, infatti, fonte particolarmente qualificata;
- è stato assunto che la documentazione contrattuale esaminata, in specie riferita all'affitto dell'azienda, produca i propri effetti in conformità alle condizioni e ai termini ivi previsti in virtù della versione aggiornata, quale risulta all'esito della modifica per atto pubblico in data 29.01.2021.

## **2.2 DATA DI RIFERIMENTO DELLA VALUTAZIONE**

Tra la data di conferimento dell'incarico alla scrivente (18.10.2021) e la data della relazione di stima immobiliare aggiornata predisposta dall'ing. Andrea Rachetta su incarico della curatela (23.05.2022) lo scenario politico-economico in ambito nazionale ed internazionale è radicalmente mutato, in particolare a seguito degli eventi bellici del febbraio 2022, con le conseguenti ripercussioni sui prezzi (e sulle dinamiche di approvvigionamento) delle materie prime e su quelli delle forniture energetiche, e quindi sull'andamento dell'inflazione nonché sulle prospettive di crescita della produzione industriale.

Pertanto, la presente valutazione si intende riferita al maggio 2022, risultando ormai superati tutti i principali parametri rilevanti per formularla (è il caso, come si vedrà meglio più oltre, del tasso di inflazione, del tasso di remunerazione risk free, dell'indice beta), altrimenti applicabili con riguardo alla data di conferimento dell'incarico (18.10.2021).

A fondamento della valutazione è posta la documentazione indicata nel precedente paragrafo, al quale pertanto si rinvia, anche per quanto concerne l'individuazione del perimetro dell'indagine con le relative limitazioni.

### **3. PROFILO DELL'AZIENDA: CENNI STORICI E NOTIZIE GENERALI**

La società fallita si è costituita in data 11.09.1976 per l'esercizio di attività manifatturiera nel campo della lavorazione del legno, e si è storicamente dedicata alla produzione, essenzialmente per conto terzi, di antine in legno ed altri elementi per cucine componibili.

Nel gennaio del 1978 la sede dell'attività, inizialmente ubicata presso locali in Recanati (MC), è stata trasferita nel territorio del Comune di Osimo (AN) ove è rimasta sino al giugno del 1983, allorché, in concomitanza con la trasformazione della veste giuridica da società in nome collettivo a società a responsabilità limitata, è stata portata nel Comune di Numana (AN), in zona industriale CAIN.

Alla crisi della società fallita hanno contribuito molteplici fattori, tra i quali - sulla base della documentazione analizzata, ed in via di sintesi - vengono in rilievo la sostanziale dipendenza dal mercato interno nazionale con la contestuale difficoltà nel reperire stabili sbocchi alternativi sul mercato estero, utili a contrastare, o quantomeno mitigare, le rigidità sperimentate operando prevalentemente nel primo ambito, ed inoltre la

perdita, nel secondo semestre 2018, di un cliente di particolare importanza in rapporto al volume del fatturato aziendale, aggravata dal ridimensionamento, nello stesso periodo, del rapporto con altro cliente di primo piano.

A fronte dell'ulteriore declino dei volumi di vendita riscontrato nel primo semestre 2019, in data 12.08.2019 la --- OMISSIS --- concedeva in affitto la propria azienda a favore della società --- Omissis ---, e provvedeva quindi a depositare presso il Tribunale di Ancona ricorso c.d. prenotativo ex art. 161, comma VI L.F. per l'ammissione al concordato preventivo, con riserva di presentare il piano e la relativa proposta nel termine stabilito dal Tribunale.

Il tentativo di risolvere la crisi con lo strumento concordatario non andava, tuttavia, a buon fine e, con sentenza iscritta al Registro delle Imprese in data 30.10.2020, il Tribunale di Ancona dichiarava il fallimento di --- OMISSIS --- Srl.

#### **4. CONTRATTO DI AFFITTO DI AZIENDA: CENNI**

Si ritiene opportuno dare conto dei seguenti aspetti emergenti dal testo del contratto di affitto di azienda in atto, di interesse per la valutazione.

In primo luogo, si precisa che il contratto di affitto di azienda in essere tra la curatela e la società --- Omissis --- verrà a scadere in data 25.08.2023.

In virtù delle modifiche apportate con l'atto integrativo del 29.01.2021, a fronte della eventuale vendita dell'azienda oggetto di affitto prima della scadenza contrattuale, in sede di procedura competitiva, l'affittuaria è tenuta a restituire l'azienda stessa entro e non oltre sei (6) mesi dalla comunicazione dell'avvenuta aggiudicazione dell'azienda a soggetti terzi.

Poiché il contratto di affitto non preclude la circolazione del complesso aziendale, che viene, anzi, espressamente contemplata e regolamentata, non occorre apportare rettifiche in diminuzione al valore aziendale motivate dalla sua vigenza.

Il canone di affitto a regime è pattuito in euro =12.500= oltre IVA mensili (per il periodo immediatamente successivo alla stipula dell'atto integrativo il canone è stato previsto in misura ridotta, precisamente pari ad euro 10.000= mensili oltre IVA, stante la temporanea fruibilità in via soltanto parziale dell'immobile incluso nell'affitto, in attesa di interventi di sgombero ad oggi già effettuati dalla curatela); ne segue un rendimento annuo (riferito, appunto, al canone a regime) di euro 150.000= oltre IVA.

## **5. METODOLOGIA VALUTATIVA**

### **5.1 Principi ispiratori e caratteristiche dei principali metodi disponibili: cenni**

La dottrina in materia di valutazione delle aziende ha elaborato e codificato una pluralità di metodi valutativi; la scelta del metodo in concreto da applicare tra quelli disponibili si effettua caso per caso, tenendo in considerazione le finalità specifiche della valutazione, il contesto nel quale essa si inserisce e le caratteristiche del complesso aziendale esaminato.

Si suole, in particolare, distinguere tra metodi diretti e metodi indiretti, i primi fondati su prezzi e/o altre grandezze e parametri espressi dal mercato, i secondi basati su grandezze specificamente attinenti l'oggetto della stima ed individuate, a seconda dei casi, in grandezze stock (come accade tipicamente con i metodi patrimoniali, nella configurazione semplice oppure in quella complessa), in grandezze flusso (è il caso dei metodi reddituali) o in grandezze miste (flusso/stock).

I metodi diretti, la cui applicazione conduce a quantificare il valore dell'azienda di interesse in ragione dei prezzi espressi dal mercato, trovano la più ampia e tipica applicazione nel caso di aziende appartenenti a società quotate in borsa<sup>2</sup>; in assenza di quotazione, il ricorso a tali metodi postula che si possa preliminarmente identificare un campione di società quotate ritenute significative e comparabili, per caratteristiche dimensionali ed operative, con la realtà titolare dell'azienda da valutare<sup>3</sup>.

Per la logica ispiratrice che li connota, i metodi in discorso non risultano applicabili nel caso di specie (la realtà aziendale da valutare non appartiene ad una società quotata su mercato regolamentato, ed è esclusa la possibilità di individuare un campione significativo di società quotate con le caratteristiche necessarie alla utile adozione dei metodi medesimi).

Vengono, quindi, in rilievo i metodi cc.dd. indiretti, e a tale riguardo si ritiene opportuna una breve disamina dei principi ispiratori che presiedono ai tre sistemi valutativi di più frequente impiego tra quelli appartenenti a tale categoria, vale a dire il metodo patrimoniale, il metodo reddituale e il metodo misto patrimoniale-reddituale.

Il metodo patrimoniale si rivela particolarmente utile quando il valore dei beni aziendali incorpora e rispecchia compiutamente le prospettive di profittabilità

---

<sup>2</sup> Nella versione più rigorosa, questo approccio presuppone che il valore economico dell'azienda sia determinabile proprio in funzione del valore di quotazione dei titoli dell'impresa proprietaria.

<sup>3</sup> In tal caso, il valore dell'azienda osservata si determina in funzione della quotazione formata sul mercato per i titoli delle imprese appartenenti al campione, oppure in funzione dei prezzi registrati in occasione di transazioni di mercato aventi per oggetto aziende appartenenti alle imprese che compongono il campione.

dell'impresa; diversamente, allorché il compendio mobiliare ed immobiliare non costituisca la fonte precipua della redditività aziendale, la sua adozione conduce a risultati poco significativi, o comunque parziali.

Il metodo reddituale, nelle diverse configurazioni sviluppate dalla tecnica professionale, si fonda sul principio secondo il quale il valore dell'azienda è frutto essenzialmente della sua capacità reddituale, e più specificamente dell'attitudine a generare flussi di reddito remunerativi e perduranti nell'ambito dell'orizzonte temporale di riferimento della stima.

Il metodo misto patrimoniale-reddituale, infine, è ispirato al principio per cui il valore del complesso aziendale è funzione tanto della componente patrimoniale quanto di quella reddituale. In tale prospettiva, al valore economico del patrimonio aziendale oggetto di stima concorre anche l'eventuale avviamento. Quest'ultimo, inteso quale differenza - se ed in quanto di segno positivo - tra il reddito medio normalizzato atteso dall'esercizio dell'azienda osservata e il rendimento medio del patrimonio netto aziendale rettificato, esprime il maggior reddito che la destinazione del patrimonio alla particolare e specifica attività aziendale permetterebbe di realizzare, in coerenza con le ipotesi valutative, rispetto al rendimento ritraibile dal medesimo, mero patrimonio, non impiegato in forma imprenditoriale.

Ove di segno negativo, la differenza tra reddito medio normalizzato atteso e rendimento medio del patrimonio netto rettificato in attività prive di rischio configura il c.d. *badwill*, e concorre in ogni caso alla determinazione del valore

aziendale, riducendolo rispetto a quanto si otterrebbe considerando la sola componente patrimoniale.

La durata prevedibile dell'avviamento (o del badwill) non è, peraltro, indefinita, bensì circoscritta al limitato numero di anni, successivi rispetto al tempo della valutazione ed indicati dal parametro 'n', per i quali si ritiene possibile mantenere la produzione di sovra-reddito (oppure nell'arco dei quali ci si attende perduri un badwill).

In virtù delle premesse illustrate, il valore economico dell'azienda, determinato in accordo con l'approccio di tipo misto patrimoniale-reddituale, si sintetizza nella formula seguente:

$$W = K' + (R - iK') \cdot a_{n|i'}$$

dove:

W = valore dell'azienda

K' = patrimonio netto rettificato

R = reddito medio normalizzato atteso

i = tasso di rendimento normale

n = orizzonte temporale di permanenza del sovra(sotto)-reddito (numero di anni)

i' = tasso di attualizzazione

$a_{n|i'}$  = valore attuale di una rendita con rata unitaria immediata posticipata per n

anni, al tasso i'

Il tasso "i" esprime il rendimento medio normale in rapporto allo specifico tipo di investimento considerato, esso pertanto è generalmente fatto pari al tasso di

rendimento di un investimento privo di rischio, maggiorato del premio per il rischio del settore nel quale opera l'azienda.

Il tasso  $i'$  è, invece, un tasso finanziario, impiegato per ricondurre all'oggi il flusso di sovra-reddito (o sotto-reddito, nel caso di badwill) atteso.

In ordine alla relazione che intercorre tra il tasso di rendimento normale ( $i$ ) e il tasso di attualizzazione ( $i'$ ), alla tesi secondo cui occorre far coincidere il tasso di attualizzazione  $i'$  con il puro tasso di rendimento di investimenti privi di rischio (e pertanto, salvo il caso prettamente teorico in cui il rischio di settore sia nullo, il tasso di attualizzazione risulta inferiore al tasso di rendimento normale, il quale riflette, per quanto chiarito, anche il premio per il rischio), si contrappone la tesi secondo la quale il tasso di attualizzazione ( $i'$ ) può anche essere superiore al tasso di remunerazione degli investimenti cc.dd free-risk, in specie allorché si intenda considerare attraverso la relativa misura il carattere intrinsecamente aleatorio della produzione del sovra-reddito e rispondere ad esigenze prudenziali.

## **5.2 Scelta del metodo da applicare in questa sede**

Nel caso di specie, si ritiene che il metodo più aderente alle finalità e agli scopi della valutazione richiesta sia quello misto patrimoniale - reddituale.

Più fattori depongono in tal senso, primo tra tutti l'appartenenza dell'azienda ad una società sottoposta a procedura concorsuale, ciò che rende imprescindibile una adeguata valorizzazione della componente patrimoniale, nel caso di specie consistente nella dotazione di beni materiali immobili, mobili e registrati acquisiti

all'attivo e facenti parte del compendio concesso in affitto che sarà descritta più avanti.

Peraltro, la vigenza stessa dell'affitto testimonia la perdurante attitudine del complesso organizzato a produrre reddito, e giustifica una valutazione del complesso aziendale in prospettiva di continuità (criterio contrapposto a quello di liquidazione), donde l'opportunità (se non addirittura la necessità) di apprezzare anche la componente reddituale del valore<sup>4</sup>.

#### **6. DETERMINAZIONE DEL VALORE PATRIMONIALE RETTIFICATO (K')**

La prima grandezza da quantificare secondo l'approccio valutativo prescelto consiste, come detto, nel patrimonio rettificato. In linea di principio, e più propriamente, si tratta di determinare il patrimonio *netto* rettificato, ottenuto per somma algebrica del valore dei singoli elementi, attivi e passivi, componenti il compendio oggetto di stima, e più precisamente (di qui la connotazione "rettificato"), per somma algebrica del rispettivo valore corrente individuato alla data di riferimento della stima, in luogo del valore contabile alla stessa data.

Nel caso di specie, la composizione del patrimonio aziendale da valutare è individuata e descritta nel contratto di affitto di azienda stipulato in epoca prefallimentare e tuttora in corso, e nei relativi allegati, con la fondamentale

---

<sup>4</sup> Per quanto chiarito in dottrina: "*Relativamente all'avviamento, si precisa che – nonostante l'azienda si trovi in stato di crisi e possa anche aver registrato risultati economici fortemente negativi negli anni antecedenti la valutazione – la stessa può comunque aver mantenuto la capacità potenziale di produrre redditi: questa potrà manifestarsi una volta attuata la necessaria ristrutturazione finanziaria, organizzativa o commerciale*" (cfr. la Guida Operativa ai Principi Italiani di Valutazione, a cura del Centro Studi della Fondazione dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Firenze, capitolo 2, par. 2.3.2); è inoltre consentita, in specie nel caso di concessione in affitto dell'azienda appartenente alla curatela, una valutazione di azienda con criterio di funzionamento e non liquidatorio anche nell'ambito di una procedura concorsuale, proprio in ragione del fatto che il presupposto di base è costituito dalla continuazione dell'attività svolta mediante la suddetta azienda (ibidem).

precisazione per cui occorre considerare il testo contrattuale risultante all'esito delle modifiche apportate con atto pubblico ai rogiti del notaio dott. Sabino Patruno in data 29.01.2021 Rep. 59235 Racc. 29998, depositato al Registro delle Imprese in data 03.02.2021.

In virtù dell'art. 2 del contratto di affitto di azienda come sopra modificato, il compendio da valutare è, dunque, costituito dal *“complesso dei beni organizzati costituenti l'azienda come meglio individuati nell'elenco allegato sotto la lettera “A”, destinato all'attività di produzione e commercializzazione, in proprio e/o conto terzi, di mobili, complementi di arredo e loro componenti, la cui attività viene svolta in Numana (AN), Zona Industriale CAIN, in un immobile di proprietà della --- OMISSIS --- Srl, anch'esso oggetto di affitto, censito al Catasto Fabbricati al Foglio 8, mappali:*

*\* 187 subb 2 e 4, Via dell'Industria, piano terra, Categoria D/1, Rendita Euro 123,95;*

*\* 187 subb 3 e 5, Via dell'Artigianato n. 32 n. 34 n. 40, piani terra e primo, Categoria D/7, Rendita Euro 47.183,50;*

*al Catasto Terreni al Foglio 8 con la particella 219 di Ha. 0,62,25 – RD Euro 33,76 - RA Euro 35,36”.*

Rimangono espressamente esclusi dall'affitto, e quindi dalla presente valutazione, le giacenze di magazzino e l'impianto fotovoltaico insistente sul tetto dell'immobile descritto nel sopra citato art. 2.

Quanto ai rapporti di credito/debito, l'art. 18 del contratto, come modificato, prevede che: *“Con riferimento all'azienda affittata, tutti i rapporti creditorî e debitori di qualunque natura ed anche potenziali e futuri, ivi compresi i ratei attivi e passivi, le attività,*

*i diritti, gli obblighi, le responsabilità, i debiti e/o passività anche potenziali e/o anche se risultanti dalle scritture contabili, ivi comprese quelle relative ai rapporti di lavoro dipendente e/o ad imposte-tasse-ritenute-contributi previdenziali-contributi assicurativi, ecc., nonché tutti i debiti della concedente nei confronti degli agenti e, quindi, in via esemplificativa e non esaustiva, qualsiasi tipo di indennità (Firr per gli importi accantonati e per eventuali precedenti annualità non ancora versate, indennità suppletiva di clientela e indennità meritocratica), provvigioni, spese di agenzia ove previste, riferentisi al periodo anteriore alla data di stipula del presente contratto anche se sorti successivamente alla sua stipula, continueranno a competere ed a gravare esclusivamente sulla concedente, mentre i crediti ed i debiti sorti nel corso dell'affitto, ancorché non scaduti alla data di cessazione del contratto, saranno rispettivamente a vantaggio ed a carico dell'affittuaria. Restano pertanto a carico della concedente tutti i contenziosi, attuali o futuri, ad oggi conosciuti o meno, derivanti da qualsiasi tipo di atto, fatto e/o circostanza riferibile al periodo precedente alla sottoscrizione del presente contratto anche derivanti da riqualificazione dei rapporti di lavoro-prestazioni d'opera-collaborazioni ecc..., da vertenze sull'inquadramento, straordinari, orari di lavoro ecc.... La concedente si obbliga a manlevare e tenere indenne l'affittuaria in relazione a qualsiasi pretesa avanzata da terzi in merito a qualsiasi tipo di atto, fatto e circostanza riferibile all'attività esercitata precedentemente alla sottoscrizione del presente contratto. Dalla sottoscrizione del presente atto integrativo, nella eventualità in cui per qualsiasi ragione l'Affittuaria dovesse pagare somme di competenza della Concedente, relative alle spettanze retributive e/o di fine rapporto dei lavoratori subordinati,*

*l'affittuaria maturerà un diritto di credito da far valere nei confronti della concedente ex art. 105, ultimo comma, L.F.*

*Eventuali pagamenti di debiti eseguiti o incassi di crediti realizzati dall'affittuaria anche ai sensi degli artt. 2561 e 2562 cod. civ. dovranno essere entro otto giorni rispettivamente rimborsati dalla concedente all'affittuaria e viceversa utilizzando ove necessario le modalità sopra pattuite."*

### **6.1 Beni immobili**

La componente immobiliare del complesso aziendale da porre in vendita si articola in fabbricati industriali e in un terreno edificabile, ed in specie consiste:

- a) nel compendio immobiliare composto da fabbricato industriale ubicato nel territorio del Comune di Numana (AN), Zona Industriale CAIN, Via dell'Industria piano T, individuato e censito catastalmente al Foglio 8, Particella 187, Subalterno 2 graffato Subalterno 4, Categoria D/1 (opificio), Classe 3, rendita catastale euro 123,85 - (si tratta, in particolare, di cabina elettrica sub.2 e relativa corte esclusiva sub.4), nonché da opificio industriale con corte esclusiva ubicato nel territorio del Comune di Numana (AN), Zona Industriale CAIN, Via dell'Artigianato n.32-n.34-n.40 piano T-1, individuato e censito al catasto fabbricati come segue: Foglio 8 Particella 187 Subalterno 3 graffato Subalterno 5, Categoria D/7 (categoria che identifica i fabbricati costruiti o adattati per le speciali esigenze di un'attività industriale e non suscettibili di destinazione diversa senza radicali trasformazioni), classe 3,

rendita catastale: euro 47.183,50= (si precisa, quindi, che si tratta dell'opificio industriale sub. 5 e relativa corte esclusiva sub. 3);

nonché

b) nel terreno edificabile ubicato nel territorio del Comune di Numana (AN), individuato e censito al catasto terreni come segue: Foglio 8, Particella 219, Qualità Seminativo, Classe 1, Superficie 6225 mq, reddito dominicale: euro 33,76=, reddito agrario euro 35,36=.

I fabbricati e il terreno dei quali si tratta sono stati oggetto di una prima perizia di stima in sede fallimentare a firma dell'ing. Raffaella Barone, nonché di una successiva ed aggiornata valutazione contenuta in apposita perizia di stima, a firma dell'ing. Andrea Rachetta, anch'essa elaborata su incarico della curatela.

Il curatore ha fornito alla scrivente entrambe le suddette relazioni.

In questa sede si ritiene di assumere e recepire, condividendole, le valutazioni da ultimo rese dall'ing. Andrea Rachetta con l'elaborato del maggio 2022, al quale pertanto ci si riporta.

Più in particolare, quanto all'edificio di cui al punto a) che precede, consistente in un capannone destinato alla produzione di mobili, con i locali accessori del caso, compresi gli uffici, gli spogliatoi, un locale mensa ed i servizi igienici, la valutazione a cura dell'ing. Rachetta è sviluppata con il metodo del **valore di ricostruzione deprezzato** in funzione della vetustà e dell'obsolescenza dei fabbricati. Il valore dell'immobile è, in specie, ottenuto moltiplicando la superficie utile lorda dell'opificio per il prezzo unitario di mercato (prezzo/mq), opportunamente

corretto tramite i coefficienti di ragguaglio necessari al fine di esprimere le specifiche caratteristiche del cespite oggetto di valutazione e rifletterne la vetustà e lo stato manutentivo (che, evidenzia lo stimatore, presenta una serie di carenze, in termini anche e soprattutto di impianti).

Lo stimatore rileva come l'opificio presenti peculiari caratteristiche, difficilmente reperibili nel mercato immobiliare della zona ove è ubicato, sia per l'ampia estensione, sia perché la sua attuale configurazione è il frutto di costruzioni ed ampliamenti che si sono susseguiti in un arco temporale ultraventennale, durante il quale sono stati via via realizzati corpi di fabbrica ulteriori a quello costituente il nucleo originario, destinati a soddisfare le specifiche esigenze produttive dell'impresa proprietaria. Nell'impossibilità di disporre di un significativo campione di recenti atti di compravendita con oggetto fabbricati comparabili per caratteristiche oggettive e zona di appartenenza, i valori di riferimento della valutazione sono stati desunti apportando al valore minimo rilevato dalle quotazioni di cui al Borsino Immobiliare Nazionale per il secondo semestre 2021 (euro 145/mq)<sup>5</sup> gli abbattimenti necessari in ragione delle obiettive condizioni dell'opificio del quale si tratta.

In particolare, al valore di stima unitario di partenza (euro 145/mq, pari alla quotazione minima del Borsino) è stata apportata una prima riduzione in ragione

---

<sup>5</sup> Lo stimatore ha riscontrato come i valori medi delle quotazioni OMI pubblicate con riferimento al secondo semestre 2021 per opifici ubicati nella zona che qui interessa, superiori alle quotazioni del Borsino Immobiliare Nazionale, non trovino di fatto corrispondenza nei prezzi al metro quadro in concreto praticati per opifici situati nel medesimo ambito territoriale, così come emergenti da inserzioni reperite nei portali specializzati. Pertanto, il prezzo-base di mercato, al quale apportare le correzioni del caso, è stato assunto in misura pari alla quotazione minima desunta dal Borsino.

del 15%, per tenere in considerazione la rilevata necessità di totale, onerosa ristrutturazione degli impianti attualmente a servizio dell'opificio, nonché il mancato rinnovo del certificato antincendio (CPI).

Ulteriore deprezzamento è stato, poi, applicato tramite gli opportuni coefficienti individuati dallo stimatore, determinati in base alla vetustà delle strutture, con analitica considerazione degli ampliamenti che si sono via via susseguiti, al fine di incorporare nella valutazione le carenze manutentive e di efficienza riscontrate.

Il valore di stima ottenuto con il procedimento di cui sopra, pari ad euro =1.465.000= (unmilionequattrocentosessantacinquemila/00), è stato, infine, decurtato di un importo pari a quello dei costi stimati necessari per provvedere alla sanatoria delle difformità urbanistiche e catastali rilevate, di importo pari ad euro =65.000=.

Il valore di stima dell'opificio è, quindi, pari a complessivi euro =1.400.000= (unmilionequattrocentomila/00), e tale valore viene recepito in questa sede.

Con riguardo al terreno edificabile compreso nell'azienda oggetto di affitto, l'indice di utilizzazione fondiaria per esso identificato conduce a quantificare una superficie utile lorda massima realizzabile di 2.880= mq, da adibire ad attività industriale/produttiva.

L'ing. Rachetta segnala che la cartografia P.A.I. qualifica l'area come "zona esondabile con rischio R3", come tale soggetta a vincolo di limitazione dell'edificabilità e a restrizioni per la tipologia di attività edilizia ammessa, circoscritta ai soli interventi di manutenzione ordinaria e straordinaria.

Ne deriva, per quanto precisato dallo stesso ingegnere, che l'ampliamento dell'opificio attualmente esistente potrà essere eseguito esclusivamente sulla particella 219, che ha capacità edificatoria pari a 2.880 mq, ma non potrà essere realizzato in continuità con l'opificio esistente.

In ragione di quanto precede, l'ing. Rchetta ha determinato il più probabile valore di mercato dell'area edificabile di cui alla particella 219 considerando che detta area abbia un'incidenza del 20% sul valore medio di vendita di €/mq 240 indicato dal Borsino Immobiliare Nazionale per i capannoni tipici della Zona Industriale di Numana, donde un valore di euro 140.000 (centoquarantamila), che qui si recepisce. Il valore dei beni immobili facenti parte dell'azienda oggetto di questa valutazione è, dunque, pari a totali euro =1.540.000= (unmilione cinquecentoquarantamila/00).

## **6.2 Beni mobili e mobili registrati**

La valutazione in sede fallimentare dei beni mobili e mobili registrati che concorrono al complesso aziendale oggetto di affitto è stata affidata all'ing. Raffaella Barone, la quale vi ha provveduto con relazione, fornita alla scrivente dalla curatela del fallimento, datata 30 giugno 2021.

Ulteriori valutazioni dei medesimi beni, riferite a data precedente, sono contenute nella relazione asseverata del dott. Matteo Mansanta, allegata al ricorso ex art. 161, comma VI L.F. depositato il 31.12.2019 dalla società poi fallita (in tale relazione si recepisce, includendolo tra gli allegati, apposito elaborato di stima a firma del geom. Alfredo Frati), e in una perizia di parte datata 31.03.2021, non asseverata, commissionata all'ing. Paolo Clementi da parte della affittuaria del complesso

aziendale del quale qui si tratta, entrambe messe a disposizione della sottoscritta dal curatore del fallimento in epigrafe.

È trascorso oltre un anno dai sopralluoghi finalizzati alla formazione dell'inventario, dai quali discende la valutazione dell'ing. Barone, e i beni in esame sono stati - e sono tuttora - utilizzati nel quadro dell'affitto di azienda in corso, con conseguente usura e deprezzamento ulteriori.

Occorre, inoltre, considerare che le condizioni di impiego dei beni suddetti non possono ritenersi ottimali, a motivo delle carenze impiantistiche dell'opificio che li ospita, illustrate nella relazione dell'ing. Rachetta.

Si ritiene, pertanto, di dover apportare alla valutazione effettuata dall'ing. Raffaella Barone all'epoca di formazione dell'inventario una decurtazione del 33% (30% per gli automezzi), tale da assorbire anche le perdite di efficienza insite nella vetustà di buona parte dei cespiti. Del resto, lo stesso stimatore incaricato dalla curatela ha posto in luce l'impossibilità di risalire al costo storico di buona parte dei beni, in mancanza della relativa documentazione fiscale, sottolineando, altresì, come gran parte delle dotazioni risalga agli anni '80 e sia conseguentemente priva di marcatura CE, e come, più in generale, soltanto pochi macchinari possano in effetti ritenersi muniti delle più recenti tecnologie.

Applicando l'indicato abbattimento alla valutazione effettuata in sede di formazione dell'inventario, si ottiene un complessivo valore dei beni mobili e mobili registrati componenti l'azienda in esame di importo pari ad euro =729.077,00=

(settecentoventinovemilasettantasette/00), così sintetizzato (per la descrizione analitica si fa rinvio alla perizia a firma dell'ing. Barone):

Descrizione	Valore da perizia 06-2021	Sval. %	Valore beni rettificato
Attrezzature e dotazioni per segheria	52.800,00	33%	35.376,00
Attrezzature e dotazioni per falegnameria	230.230,00	33%	154.254,00
Attrezzature e dotazioni per verniciatura	199.850,00	33%	133.900,00
Varia attrezzatura	328.200,00	33%	219.894,00
Aspiratori, serbatoio separatore, transpallets, rastrelliere, carrelli e contenitori carrellati per sfridi	12.750,00	33%	8.543,00
Impianto alimentazione elettrica generale	10.000,00	33%	6.700,00
Impianto aspirazione e stoccaggio trucioli I	35.000,00	33%	23.450,00
Impianto aspirazione e stoccaggio trucioli II	10.000,00	33%	6.700,00
Impianto aspirazione e stoccaggio trucioli III	10.000,00	33%	6.700,00
Gruppi utensili, inserti lineari e sagomati in HW, punte per pantografo, punte per foratrice, lame circolari, lame a nastro	20.740,00	33%	13.896,00
Termocombustore Cefla	78.000,00	33%	52.260,00
Scaffalature a servizio di vari reparti	18.950,00	33%	12.697,00
Basi per mov. int.; carrelli; Europallets; Tavoli con ruote	11.090,00	33%	7.430,00
Pressa List. Baioni; Bordatrice; Refilatrice	3.800,00	33%	2.546,00
Utensili, attrezzi e ricambi per manutenzione	11.010,00	33%	7.377,00
Trasformatori cabina elettrica	8.500,00	33%	5.695,00
Arredi, mobili e macchine per ufficio	8.595,00	33%	5.759,00
Autocarro Iveco Daily centinato	10.000,00	30%	7.000,00
Autocarro Iveco 190-26 centinato	5.000,00	30%	3.500,00
Autocarro Mercedes Actros centinato	8.000,00	30%	5.600,00
Fiat Doblò centinato	8.000,00	30%	5.600,00
Autovettura Range Rover Sport	6.000,00	30%	4.200,00
<b>Totale beni mobili e beni mobili registrati</b>	<b>1.086.515,00</b>		<b>729.077,00</b>

### 6.3 Valore patrimoniale rettificato

Alla luce di quanto esposto nei precedenti paragrafi 6.1 e 6.2, il valore del patrimonio rettificato (K') è pari ad euro = 2.269.077=, come segue:

<b>I</b>	<b>Beni immobili</b>	
<b>I.a</b>	<b>Fabbricati:</b>	
	Opificio industriale in Numana con corte esclusiva, e cabina elettrica con corte	1.400.000,00
<b>I.b</b>	<b>Terreni:</b>	

	Terreno edificabile in Numana (AN)	140.000
	<b>Totale beni immobili</b>	<b>1.540.000,00</b>
<b>II</b>	<b><u>Beni mobili materiali:</u></b>	
	Attrezzature e dotazioni per segheria	35.376,00
	Attrezzature e dotazioni per falegnameria	154.254,00
	Attrezzature e dotazioni per verniciatura	133.900,00
	Varia attrezzatura	219.894,00
	Aspiratori, serbatoio separatore, transpallets, rastrelliere, carrelli e contenitori carrellati p/sfridi	8.543,00
	Impianto alimentazione elettrica generale	6.700,00
	Impianti aspirazione e stoccaggio	36.850,00
	Gruppi utensili, inserti lineari e sagomati in HW; punte per pantografo; punte per foratrice; lame circolari; lame a nastro	13.896,00
	Termocombustore Cefla	52.260,00
	Scaffalature a servizio di vari reparti	12.697,00
	Basi mov. int.; carrelli; Europallets; Tavoli c/ruote	7.430,00
	Pressa List. Baioni; Bordatrice; Refilatrice	2.546,00
	Utensili, attrezzi e ricambi per manutenzione	7.377,00
	Trasformatori cabina elettrica	5.695,00
	Arredi, mobili e macchine per ufficio	5.759,00
	<b>Totale Beni mobili materiali</b>	<b>703.177,00</b>
<b>III</b>	<b><u>Beni mobili registrati</u></b>	
	Autocarri e furgoni	21.700,00
	Autovettura Range Rover Sport	4.200,00
	<b>Totale Beni mobili registrati</b>	<b>25.900,00</b>
<b>I + II + III</b>	<b>Totale Patrimonio Rettificato:</b>	<b>2.269.077,00</b>

## 7. REDDITO MEDIO PROSPETTICO

Per reddito medio prospettico si intende l'ammontare medio del reddito che ci si attende possa essere conseguito, in condizioni di normale operatività e di miglior utilizzo delle risorse, attraverso l'esercizio dell'azienda da valutare per lo svolgimento dell'attività in funzione della quale essa è stata costituita e organizzata, per l'orizzonte temporale di riferimento della specifica valutazione.

Nel caso di specie, la valutazione del reddito medio prospettico è stata sviluppata a partire dai risultati economici storicamente conseguiti dall'azienda in epoca pre-

fallimentare. La base di riferimento della valutazione è prettamente storica, poiché, a motivo del particolare contesto nel quale si inquadra la valutazione, che ha ad oggetto un'azienda appartenente a soggetto fallito, attualmente concessa in affitto a terzi, non è possibile integrare gli elementi disponibili con le risultanze di piani e/o programmi previsionali.

Non vi sono, infatti, piani e programmi gestionali elaborati dalla proprietà che ha commissionato questa valutazione ai quali attingere per la determinazione del reddito medio atteso (circostanza che, come si è detto al paragrafo 2.2, nell'ambito della presente valutazione è fisiologica e non desta sorprese); peraltro, neppure potrebbero rilevare eventuali piani e/o programmi dell'affittuaria (comunque non nella disponibilità della scrivente), i quali, proprio in quanto elaborati in rapporto agli specifici intendimenti e scopi della società autrice, quindi nella prospettiva di un particolare soggetto e in connessione con le strategie operative di questo, sono intrinsecamente inadeguati ad orientare la determinazione di un valore, quale quello che qui interessa, neutro ed imparziale, da porre a base di una procedura liquidatoria competitiva aperta alla più ampia platea di potenziali acquirenti.

Nel contesto delineato, alla stima del reddito medio prospettico atteso si è dunque provveduto analizzando, in primo luogo, i risultati storici dell'azienda osservata, riferiti ai periodi precedenti la dichiarazione di fallimento, a partire dal conto economico dei bilanci depositati da --- OMISSIS --- per gli esercizi dal 2015 al 2019 compresi, dai quali risulta quanto segue:

CONTO ECONOMICO	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019
<b>A) Valore della produzione</b>					
1) Ricavi delle vendite e prestazioni	9.474.972	9.382.635	8.513.326	8.785.025	3.979.143
2) Variazioni rimanenze pcl, semil., finiti	(28.141)	(227.573)	23.089	(2.084.742)	(1.094.684)
4) incrementi immob.ni per lavori interni	112.527	464.160	659.865	2.422	-
5) altri ricavi e proventi	-	-	-	-	-
contributi in c/esercizio	148.351	-	206.939	-	-
altri	53.673	323.637	185.156	224.872	280.506
<i>Totale altri ricavi e proventi</i>	<i>202.024</i>	<i>323.637</i>	<i>392.095</i>	<i>224.872</i>	<i>280.506</i>
<b>Totale valore della produzione</b>	<b>9.761.382</b>	<b>9.942.859</b>	<b>9.588.375</b>	<b>6.927.577</b>	<b>3.164.965</b>
<b>B) Costi della produzione</b>					
6) per mat. prime, suss., di consumo, merci	4.774.263	4.759.386	4.492.909	4.637.606	1.452.240
7) per servizi	1.679.992	1.728.778	1.738.100	1.778.368	906.351
8) per godimento beni di terzi	110.732	114.332	113.680	110.088	129.162
9) per il personale:					
a) salari e stipendi	1.790.105	1.866.308	1.967.902	1.978.844	1.034.195
b) oneri sociali	608.425	614.355	649.023	659.418	359.351
c) trattamento fine rapporto	129.157	131.143	132.441	133.202	80.803
<i>Totale costi per il personale</i>	<i>2.527.687</i>	<i>2.611.806</i>	<i>2.749.366</i>	<i>2.771.464</i>	<i>1.474.349</i>
10) ammortamenti e svalutazioni					
a) ammortamenti imm. Immateriali	40.132	18.744	19.944	256.094	250.482
b) ammortamenti imm. Materiali	179.607	179.754	156.727	161.211	135.401
c) altre svalutazioni delle immobilizzazioni	-	-	-	-	709.403
d) svalutazioni crediti attivo circol.	10.846	20.293	12.047	69.635	-
<i>Totale ammortamenti e svalutazioni</i>	<i>230.585</i>	<i>218.791</i>	<i>188.718</i>	<i>486.940</i>	<i>1.095.286</i>
11) Var. rim. m.p., suss., di consumo e merci	(67.520)	57.514	(17.066)	51.770	(234.070)
12) accantonamenti per rischi	-	-	-	444.601	130.065
14) oneri diversi di gestione	105.261	96.560	92.128	212.402	373.474
<b>Totale costi della produzione</b>	<b>9.361.000</b>	<b>9.587.167</b>	<b>9.357.835</b>	<b>10.493.239</b>	<b>5.326.857</b>
<b>Differenza tra valore e costi produzione</b>	<b>400.382</b>	<b>355.692</b>	<b>230.540</b>	<b>(3.565.662)</b>	<b>(2.161.892)</b>
<b>C) Proventi e oneri finanziari</b>					
16) altri proventi finanziari					
d) proventi diversi dai precedenti					
altri	2.767	43	8.685	8	7
<i>Totale altri proventi finanziari</i>	<i>2.767</i>	<i>43</i>	<i>8.685</i>	<i>8</i>	<i>7</i>
17) Interessi e altri oneri finanziari					
altri	254.415	229.298	214.298	242.646	218.503
<i>Totale interessi e altri oneri finanziari</i>	<i>254.415</i>	<i>229.298</i>	<i>214.298</i>	<i>242.646</i>	<i>218.503</i>
<b>Totale proventi e oneri finanziari</b>	<b>(251.648)</b>	<b>(229.255)</b>	<b>(205.613)</b>	<b>(242.638)</b>	<b>(218.496)</b>
<b>Risultato prima delle imposte</b>	<b>148.734</b>	<b>126.437</b>	<b>24.927</b>	<b>(3.808.300)</b>	<b>(2.380.388)</b>
<b>20) Imposte sul reddito d'es.</b>					
imposte correnti	105.978	67.343	41.872		
imposte differite e anticipate	5.689	(32.168)	(26.939)	(20.632)	-
<b>Totale imposte su reddito es.</b>	<b>111.667</b>	<b>35.175</b>	<b>14.933</b>	<b>(20.632)</b>	<b>-</b>
<b>21) Utile / (Perdita) d'esercizio</b>	<b>37.067</b>	<b>91.262</b>	<b>9.994</b>	<b>(3.787.668)</b>	<b>(2.380.388)</b>

La curatela ha fornito, come si è detto, anche la situazione economico – patrimoniale alla data del 30.10.2020; i dati emergenti da tale situazione non sono, tuttavia, comparabili con quelli dei bilanci d’esercizio disponibili, e per tale ragione non sono stati inclusi nel prospetto che precede. Ciò in quanto si tratta di dati relativi ad un periodo di durata inferiore ai 12 mesi, durante il quale la --- OMISSIS --- non svolgeva più direttamente l’attività cui è destinato il complesso aziendale in via di valutazione, stante l’avvenuta stipula, già nell’agosto 2019, del contratto di affitto di azienda con --- Omissis ---.

Da un lato, quindi, l’arco temporale di riferimento della situazione al 30.10.2020 ha durata diversa da quella, annuale, dei conti economici di bilancio; dall’altro, la struttura del conto economico dei primi dieci mesi del 2020 non è, e non può essere, omogenea rispetto a quella degli esercizi precedenti, basti pensare al venir meno degli oneri per il personale dipendente e in generale di tutti i costi direttamente connessi alla conduzione in proprio dell’attività produttiva.

Opportunamente riclassificati, i dati dei bilanci 2015-2019 conducono ad evidenziare i seguenti dati ed indicatori<sup>6</sup>:

	<b>31/12/2015</b>	<b>31/12/2016</b>	<b>31/12/2017</b>	<b>31/12/2018</b>	<b>31/12/2019</b>
<b>(A) RICAVI DI VENDITA</b>	<b>9.474.972</b>	<b>9.382.635</b>	<b>8.513.326</b>	<b>8.785.025</b>	<b>3.979.143</b>
Costi per m.p. suss., di cons., merci	4.774.263	4.759.386	4.492.909	4.637.606	1.452.240
Costi per servizi	1.679.992	1.728.778	1.738.100	1.778.368	906.351
Costi per godimento beni di terzi	110.732	114.332	113.680	110.088	129.162
Svalutazioni crediti attivo circol.	10.846	20.293	12.047	69.635	709.403

<sup>6</sup> Si precisa che il calcolo dei margini intermedi qui proposto differisce parzialmente da quello di cui alla Relazione sulla Gestione a corredo dei bilanci d’esercizio depositati per gli esercizi 2018 e 2019, in specie sotto il profilo della quantificazione del MOL. In particolare, nella redazione delle Relazioni sulla Gestione indicate gli accantonamenti a Fondo Rischi per i due anni evidenziati (rispettivamente pari ad euro 444.601 per il 2018, e ad euro 130.065 per il 2019) sono stati considerati tra i Costi esterni, con conseguente evidenziazione, nelle relazioni medesime, di un MOL in valore assoluto inferiore a quello (peraltro sempre di segno negativo) sopra esposto.

Oneri diversi di gestione	105.261	96.560	92.128	212.402	373.474
Variazione rimanenze (tutte)	(151.906)	(179.073)	(700.020)	2.134.090	860.614
<b>(B) COSTI ESTERNI</b>	<b>6.529.188</b>	<b>6.540.276</b>	<b>5.748.844</b>	<b>8.942.189</b>	<b>4.431.244</b>
<b>A – B = VALORE AGGIUNTO</b>	<b>2.945.784</b>	<b>2.842.359</b>	<b>2.764.482</b>	<b>(157.164)</b>	<b>(452.101)</b>
(-) Costo del personale	(2.527.687)	(2.611.806)	(2.749.366)	(2.771.464)	(1.474.349)
<b>= MOL (Margine operativo lordo)</b>	<b>418.097</b>	<b>230.553</b>	<b>15.116</b>	<b>(2.928.628)</b>	<b>(1.926.450)</b>
(-) ammortamenti, sval.ni, accant.	(219.739)	(198.498)	(176.671)	(861.906)	(515.948)
<b>= RO (Reddito oper.vo netto acc. )</b>	<b>198.358</b>	<b>32.055</b>	<b>(161.555)</b>	<b>(3.790.534)</b>	<b>(2.442.398)</b>
+ Proventi estranei al core business	202.024	323.637	392.095	224.872	280.506
+ Gestione finanziaria	(251.648)	(229.255)	(205.613)	(242.638)	(218.496)
+ Gestione straordinaria	-	-	-	-	-
- Imposte	(111.667)	(35.175)	(14.933)	20.632	-
<b>= Risultato d'esercizio</b>	<b>37.067</b>	<b>91.262</b>	<b>9.994</b>	<b>(3.787.668)</b>	<b>(2.380.388)</b>

Dal 2015 al 2019 si assiste ad un evidente declino delle condizioni di redditività aziendale, sintetizzate dal reddito operativo (RO). L'indicatore esprime la redditività della gestione caratteristica, ed è costruito e calcolato in maniera da escludere l'incidenza delle componenti di costo non monetarie (quali gli ammortamenti e gli accantonamenti, che non si traducono in uscite finanziarie).

I risultati economici del periodo 2017-2019 sono pesantemente condizionati da rigidità nel rapporto con i clienti, da vicende endo-societarie e dalle tensioni finanziarie sperimentate dalla società poi fallita, sia sul fronte delle passività in essere, sia per quanto riguarda le difficoltà nella gestione del magazzino, anch'esso escluso dal perimetro dell'azienda da valutare.

Per il 2017, la Nota integrativa al bilancio d'esercizio riporta un rallentamento nei ritmi produttivi a seguito di controversie sulla qualità del prodotto, con conseguente incremento nei resi, e difficoltà organizzative provocate dalla contestuale decisione di uno dei soci fondatori di uscire dalla compagine sociale,

donde la designazione di altro, e più giovane socio, in veste di nuovo responsabile della produzione.

Secondo la stessa Nota integrativa, ai suddetti fattori va ascritta una penalizzazione nella capacità produttiva della società.

Quanto agli esercizi 2018 e 2019, i relativi risultati appaiono condizionati, in senso negativo, da una combinazione di accadimenti non routinari particolarmente significativa per l'impatto sulla redditività aziendale.

Si assiste, infatti, ad un brusco calo di ordini e quindi di fatturato, peraltro protrattosi fino a tutto il primo trimestre del 2019 (come si legge nella Nota integrativa al bilancio di quest'ultimo esercizio), verificatosi in concomitanza con la perdita del rapporto commerciale già in essere con un primario cliente (--- OMISSIS ---), il quale, nel 2018, sceglieva di concentrare presso una propria controllata la produzione di tutte le antine da cucina già realizzate da terzi per suo conto, e con il venir meno delle rimanenze relative a due linee di cucine che fino a Giugno 2018 la società produceva per --- Omissis ---.

Per tali ragioni, la scrivente ritiene che il reddito medio atteso vada stimato a partire dai (soli) dati del biennio 2015-2016, con il procedimento e con le rettifiche commentate a seguire. Tali esercizi paiono, infatti, i soli per i quali non risultino specifiche indicazioni attinenti fatti gestionali di rilievo, tali da incidere in maniera significativa sulle condizioni di operatività aziendali<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> Si precisa che la Nota Integrativa al bilancio chiuso al 31.12.2016 dà conto della intervenuta effettuazione di una operazione di copertura delle perdite pregresse; dall'esame dei bilanci disponibili si evince come si tratti di perdite maturate negli esercizi anteriori al 2015.

Nel presupposto per cui ciò che qui interessa stimare è la capacità del complesso aziendale esaminato di produrre reddito in rapporto alla (sola) attività tipica per la quale esso è stato organizzato, considerato, altresì, che le passività aziendali maturate in capo alla società poi fallita nel periodo di gestione diretta dell'attività restano estranee al compendio aziendale, posto che il magazzino è, a sua volta, espressamente escluso dall'azienda oggetto di affitto e quindi di valutazione in questa sede, e che pertanto il peso della struttura finanziaria già in capo alla --- OMISSIS --- allorché essa esercitava direttamente la propria attività non si trasferirà all'acquirente, per la determinazione del reddito medio atteso si è provveduto ad individuare le poste estranee alla gestione caratteristica e alle dinamiche finanziarie per posizioni debitorie/creditorie non destinate al trasferimento.

Il risultato economico emergente dal conto economico dei due esercizi (2015 e 2016) considerati come maggiormente espressivi di una operatività medio-normale è stato, quindi, sottoposto al processo c.d. di "normalizzazione", per eliminare eventuali distorsioni e/o anomalie frutto di politiche di bilancio, per neutralizzare l'incidenza delle componenti che, in ragione della attuale struttura dell'azienda, non appaiono immediatamente e/o necessariamente riproducibili in capo al potenziale acquirente, nonché delle componenti che, ove pure riproponibili, si rende opportuno rimodulare nell'ammontare anche per esigenze di coerenza con l'assunzione dei valori patrimoniali rettificati (non bisogna, infatti, dimenticare che le componenti reddituali di cui al conto economico del bilancio sono correlate a valori storici degli elementi patrimoniali).

Le rettifiche apportate nel quadro del processo di normalizzazione investono le seguenti voci:

- a) Ammortamenti
- b) Svalutazioni e accantonamenti
- c) Costi per il godimento dei beni di terzi

Per quanto concerne gli ammortamenti, per far sì che il loro contributo al reddito operativo sia coerente con la composizione del patrimonio aziendale da porre in vendita, sono stati interamente stornati gli ammortamenti delle immobilizzazioni immateriali, in quanto relativi ad assets già ritenuti privi di residua utilità alla data di presentazione della domanda di ammissione alla procedura di concordato preventivo che ha preceduto il fallimento, e che non formano parte dell'azienda qui valutata. Sono stati, così, eliminati gli importi degli ammortamenti per spese pubblicitarie sostenute e capitalizzate prima del 2015, quelli per le spese inerenti lo sviluppo di una rete commerciale estera, quelli stanziati a fronte di spese su finanziamenti capitalizzate, e quelli attinenti le spese per il progetto di ricerca e sviluppo intitolato "*Studio e sviluppo di un innovativo processo di verniciatura ad acqua per pannelli di cucine in legno*", intrapreso dalla fallita nel gennaio del 2015 con durata prevista sino al 2018.

Con specifico riguardo agli ammortamenti delle immobilizzazioni materiali, si è provveduto a sostituire l'importo degli ammortamenti stanziati nei bilanci presi a riferimento con l'importo ricalcolato in ragione del valore patrimoniale dei beni componenti l'azienda da valutare, così come sopra determinato. In particolare,

nessun ammortamento è stato computato per il terreno edificabile, per i fabbricati è stata considerata un'aliquota del 3%, e, per quanto concerne gli altri beni, tenuto conto della presenza di cespiti appartenenti a diverse categorie, con vita utile residua non distribuita lungo un medesimo arco temporale, è stata stimata un'aliquota media del 15%.

Considerato che il complesso da trasferire non include crediti, è stato neutralizzato l'importo delle relative svalutazioni; sono stati, inoltre, sterilizzati i costi per il godimento di beni di terzi, in ragione del fatto che l'azienda qui valutata non comprende contratti di locazione, ordinaria e/o finanziaria, né altri contratti e/o rapporti che possano dare luogo a costi della specie.

Nel dettaglio:

<b>Normalizzazione</b>	<b>31/12/2015</b>	<b>31/12/2016</b>
Risultato dell'esercizio	37.067	91.262
+/- Gestione straordinaria	-	-
+/- Gestione finanziaria	251.648	229.255
- Altri proventi non riproducibili	(202.024)	(323.637)
+ Godimento beni di terzi	110.732	114.332
+ Ammortamenti immob. immateriali	40.132	18.744
+ Ammortamenti immob. materiali	179.607	179.754
+ Svalutazione crediti	10.846	20.293
+ Accantonamenti	-	-
+ Imposte (da ricalcolare)	111.667	35.175
- Ammortamenti ricalcolati	(226.000)	(226.000)
<b>= Risultato normalizzato ante-imposte</b>	<b>313.675</b>	<b>139.178</b>

Poiché i redditi operativi considerati si sono formati in anni diversi e tutti precedenti la data di riferimento della valutazione, si è provveduto alla loro omogeneizzazione finanziaria.

In base ai coefficienti di rivalutazione del caso (coefficiente di raccordo tra dicembre 2015 e maggio 2022: 1,098; tra dicembre 2016 e maggio 2022: 1,094, si ha:

	31/12/2015	31/12/2016
Reddito d'esercizio normalizzato	313.675	139.178
Reddito d'esercizio normalizzato, riespresso a maggio 2022:	344.415	152.261

Il reddito medio prospettico, al lordo delle imposte, si stima pari alla media ponderata dei risultati economici normalizzati degli esercizi 2015 e 2016, calcolati come sopra, con peso pari a 0,43 per il dato del 2015 e 0,57 per quello del 2016 (a segnalare una maggiore probabilità del valore inferiore) e pertanto pari ad euro:

$$0,43 \times (344.415) + 0,57 \times (152.261) = 234.887$$

L'importo così ottenuto deve essere decurtato del carico fiscale; a tal fine, date le aliquote IRES ed IRAP vigenti alla data di riferimento della valutazione (rispettivamente del 24% e del 4,73%), si stima un carico fiscale del 28,73% cui corrisponde un onere tributario teorico di euro =67.483=.

Per quanto precede, alle condizioni, per le ragioni e sotto le ipotesi illustrate, il reddito medio prospettico atteso, al netto delle imposte ("R" nella formula valutativa di cui a pagina 11) è pari ad euro: 234.887- 67.483 = euro 167.404=.

## 8. TASSO DI VALUTAZIONE E TASSO DI ATTUALIZZAZIONE

Il tasso di rendimento normale del patrimonio aziendale ("i" nella formula di pagina 11) da applicare al valore patrimoniale rettificato (anche 'tasso di valutazione') esprime il rendimento del capitale proprio, ed incorpora pertanto la remunerazione ritraibile da un investimento privo di rischio nonché una

maggiorazione (premio) per il rischio in concreto associato al particolare investimento nell'attività aziendale, in rapporto al settore di operatività.

Ai fini di questa relazione, il tasso di rendimento del capitale proprio è stimato con il metodo del CAPM, e determinato attraverso la formula seguente:

$$i = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

dove:

$R_f$  = risk-free rate (tasso di rendimento privo di rischio)

$\beta$  = coefficiente di rischiosità

$(R_m - R_f)$  = premio per il rischio

Quale tasso di rendimento per investimenti privi di rischio si assume il valore dell'indice Rendistato per il mese di maggio 2022 (mese in cui ricade la data di riferimento della valutazione), nella fascia di durata residua compresa tra 8 anni e 7 mesi e 12 anni e 6 mesi, pari a 2,868%= (fonte: Banca d'Italia)<sup>8</sup>.

In accordo con la migliore dottrina, il tasso in commento va depurato della componente inflazionistica, e quindi riespresso in termini reali, applicando la formula della c.d. 'regola di Fisher', in virtù della quale tra tasso di interesse reale e tasso di interesse nominale intercorre la seguente relazione:

$$\text{Tasso di rendimento reale} = \frac{(\text{Rendimento nominale} - \text{tasso di inflazione})}{(1 + \text{tasso di inflazione})}$$

---

<sup>8</sup> Rendistato è l'indice, elaborato e pubblicato periodicamente a cura della Banca d'Italia, espressivo del rendimento medio ponderato di un paniere di titoli di Stato, reso disponibile sia con riferimento al paniere nel suo complesso sia disaggregato per fasce di vita residua dei titoli. In particolare, per il Rendistato nel suo complesso il paniere è costituito da tutti i BTP aventi vita residua superiore a un anno, con l'esclusione dei BTP indicizzati all'inflazione dell'area euro, dei BTP Italia (indicizzati all'inflazione italiana) e dei BTP Futura. I BTP indicati sono, poi, suddivisi in 9 panieri, corrispondenti ad altrettante fasce di vita residua, tra le quali quella assunta per la presente valutazione.

Tenuto conto che, in base all'ultimo aggiornamento eseguito e pubblicato a cura del MEF – Dipartimento del Tesoro, il tasso di inflazione programmato per il 2022 è pari al 5,40%<sup>9</sup>, si ricava un tasso di rendimento reale di segno negativo, e pari a -2,402%.

Per il settore del mobile, il coefficiente beta ( $\beta$ ) (nella configurazione unlevered, per neutralizzare l'impatto della struttura finanziaria che non incide sulla presente valutazione, in ragione della particolare composizione dell'azienda da trasferire, nella misura applicabile a partire da gennaio 2022) si assume pari a 0,84<sup>10</sup>.

Si assume, inoltre, un premio per il rischio, riferito al mercato italiano, del 6,42%<sup>11</sup>.

Sulla base dei dati e degli elementi che precedono, la maggiorazione da applicare al tasso risk-free, misurata dal prodotto:  $\beta * (R_m - R_f)$ , è di 5,39 punti percentuali.

Pertanto, il tasso di rendimento normale del patrimonio aziendale ("i" nella formula di pagina 11) da applicare ai fini della presente valutazione è del 2,991%.

Il tasso di attualizzazione (i' nella formula di cui a pagina 11) serve a ricondurre all'oggi il reddito prospettico, pertanto esprime il compenso per il trascorrere del tempo; si reputa opportuno, soprattutto in contesto di incertezza quale quello attuale, anche in ragione dello scenario pandemico e delle incerte dinamiche geopolitiche, calibrare la misura di questo tasso per considerare in misura adeguata il carattere intrinsecamente aleatorio della produzione di un sovra-reddito.

---

<sup>9</sup> (fonte: Documento di Economia e Finanza – DEF 2022; aprile 2022)

<sup>10</sup> Fonte: elaborazioni a cura del prof. Aswath Damodaran, Stern University, New York, NY, consultabili in <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, aggiornamento 2022.

<sup>11</sup> Fonte: elaborazioni a cura del prof. Aswath Damodaran, Stern University, New York, NY, consultabili in <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, aggiornamento 2022.

Si ritiene, pertanto, di quantificare il tasso di attualizzazione, al quale scontare il flusso dei redditi prospettici, applicando al tasso di rendimento privo di rischio già individuato (nella sua configurazione reale) una maggiorazione di 2,5 punti percentuali.

Si ottiene, così, un tasso di attualizzazione del sovra-reddito ( $i'$ ) pari a: 0,098%.

## **9. ORIZZONTE TEMPORALE DI RIFERIMENTO**

Poiché l'azienda è una entità a vocazione dinamica, destinata ad operare in un ambiente mutevole, ed esposta a rischi di varia natura, origine ed intensità, appare poco ragionevole e sostanzialmente irrealistico ipotizzare che le condizioni di redditività si mantengano immutate per un orizzonte temporale indeterminato. Occorre, conseguentemente, stabilire quale sia l'orizzonte temporale per il quale si ritiene che possa perdurare la produzione del reddito prospettico atteso, e quindi durante il quale si ritiene che possa sussistere quel sovra-reddito (o sotto-reddito), che secondo la formula del metodo misto qui in uso è dato da:  $R - iK'$ .

In accordo con la migliore dottrina, e per ragioni di prudenza, si ritiene di prendere in considerazione un orizzonte temporale triennale, ponendo dunque il parametro "n" della formula pari a 3.

## **10. DETERMINAZIONE DEL VALORE DELL'AZIENDA OSSERVATA**

Alla luce di tutto quanto sopra esposto, riprendendo la formula caratteristica del metodo misto patrimoniale – reddituale, enunciata a pagina 11, vale a dire:

$$W = K' + (R - iK') * a_{n|i'}$$

e sviluppando il calcolo sulla base dei dati già individuati (si ricorda:  $K' = 2.269.077$ ;

$R = 167.404$ ;  $i = 2,991\%$ ;  $i' = 0,098\%$ ;  $n = 3$ ), si ottiene:

$$(R - iK') * a_{n|i'} = 298.057,46$$

da cui, previo arrotondamento di  $(R - iK') * a_{n|i'}$  all'unità di euro:

$$W = 2.269.077 + 298.057$$

$$W = 2.567.134$$

**Il valore dell'azienda oggetto di esame**, determinato in applicazione del metodo misto patrimoniale – reddituale risulta quindi pari ad euro =2.567.134=, **che si arrotonda ad euro: 2.560.000= (duemilionicinquecentosessantamila/00).**

\* \* \* \* \*

## CONCLUSIONI

All'esito dell'analisi svolta, sulla base della documentazione disponibile, tenuto conto di tutto quanto premesso, esposto e precisato, in applicazione delle ipotesi e delle condizioni poste, così come illustrate in questa relazione, la scrivente ritiene che il valore dell'azienda all'attivo del fallimento della società --- OMISSIS --- Srl, attualmente concessa in affitto alla società --- Omissis ---, da porre a base della procedura di vendita competitiva di prossima organizzazione sia pari ad **euro: 2.560.000= (duemilionicinquecentosessantamila/00).**

La scrivente rimane a disposizione del Sig. Giudice per ogni necessità e chiarimento.

Con osservanza

Ancona, 16 giugno 2022

Dott.ssa Simona Amodio  
(atto sottoscritto digitalmente)