

PERIZIA DI STIMA
RAMO AZIENDALE

FALLIMENTO
Omissis

RGN 572/2023

GIUDICE DELEGATO DOTT.SSA VINCENZA AGNESE

CURATORE DOTT. DANILO CANNELLA

Il sottoscritto Omissis, domiciliato in Milano, Via Omissis, iscritto al Registro dei revisori contabili al n. 91529, all'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Milano al n. 4930, sez. A, CTU Tribunale di Milano n. 10970, è stato incaricato dal dott. Danilo Cannella, curatore del fallimento Omissis, dichiarato dal Tribunale di Milano RGN 798/2021, giusta autorizzazione del 16.10.2023, per determinare: *Dica il perito, sulla base delle tecniche di valutazione di aziende e di rami d'azienda in funzionamento, qual è il valore di mercato che ragionevolmente può essere attribuito al ramo d'azienda corrente in Lissone di proprietà della Omissis di compendio della Procedura e condotto in affitto da Omissis in forza di contratto perfezionato in data anteriore all'apertura della liquidazione giudiziale, così da consentire alla curatela di valutare la congruità del prezzo offerto dall'affittuario, pari a Euro 59.000; in ogni caso, procedendo alla valorizzazione dell'avviamento e tenendo conto che nella cessione sarà esclusa la responsabilità dell'acquirente per i debiti della Società*".

Il compendio aziendale oggetto di valutazione ha per oggetto l'attività di produzione, allestimento, fornitura e noleggio di stand, scenografie, ed arredamenti di qualsiasi tipo e servizi accessori per mostre, fiere e teatri (...) (di seguito, "ramo di azienda")

Tanto premesso, lo scrivente stimatore espone quanto in appresso.

Sommario

1. Premessa	2
1.1. Oggetto e finalità dell'incarico	2
1.2. Approccio richiesto all'esperto estimatore	2
1.3. Considerazioni preliminari in ordine al ramo di azienda oggetto di valutazione	3
1.4. Data di riferimento	4
2. Svolgimento dell'incarico	4
3. La realtà oggetto della valutazione	5
4. Metodi di valutazione e loro scelta	5
4.1 Premessa	5
4.2 Fasi della valutazione	5
4.3 Breve disamina dei metodi valutativi	6
5. La scelta del metodo di valutazione nel caso di specie	9
6. Sintesi della valutazione	19
7. Conclusioni	20

1. Premessa

1.1. Oggetto e finalità dell'incarico

In considerazione del perimetro dell'incarico meglio precisato in precedenza, avuto notizia del ricevimento da parte della curatela di un'offerta irrevocabile d'acquisto del compendio aziendale formulata da Omissis (**di seguito WID**), con sede in Lainate (MI), Via Omissis

lo scrivente circoscrive l'oggetto del presente elaborato alla valutazione dell'azienda corrente oggi in Lainate, di compendio della Procedura e utilizzato in forza di contratto d'affitto d'azienda originariamente stipulato da Omissis (**di seguito IRD**) e WID in data 15.10.2018, atto autenticato dal notaio Omissis Repertorio n. 44.505/6.938, come modificato in data 3.8.2023, notaio Omissis, Repertorio n. 59.764/28.190, valutazione che ha come unico scopo la cessione del compendio aziendale a mezzo procedura competitiva ai sensi degli artt. 107 e ss. LF.

1.2. Approccio richiesto all'esperto estimatore

Per quanto poc'anzi esposto l'esperto estimatore è chiamato in primo luogo a individuare le finalità che tale valutazione deve perseguire. Egli deve, conseguentemente, individuare tra le diverse soluzioni metodologiche di valutazione, quella che meglio delle altre:

- consenta di raggiungere lo scopo della valutazione (ad es.: perizia per la cessione/acquisizione; relazione di stima in occasione di conferimenti in natura; parere di congruità del rapporto di cambio in caso di fusioni, ecc.);
- si attagli alla realtà specifica del bene azienda oggetto della valutazione (in particolare: settore di attività, tipologia dell'azienda, ecc.).

A tal riguardo, il sottoscritto rileva che la presente relazione è, da un lato, volta a tutelare l'interesse dei creditori del fallimento, i quali potranno soddisfarsi sul ricavato della vendita e, dall'altro, deve essere effettuata in modo da rendere possibile la pronta liquidazione. In tal senso, si segnala come una corretta valutazione del compendio aziendale, ha il pregio di attirare più facilmente potenziali interessati. In tal modo, l'attivo potrà essere liquidato più velocemente, garantendo nel contempo un maggior realizzo per la procedura.

Il perito, pertanto, non può trascurare che la propria valutazione deve soddisfare entrambi gli interessi: si tratta di pervenire a una valutazione quanto più possibile *astratta*, nel senso che prescinda da interessi particolari, *razionale*, cioè che vi si pervenga attraverso uno schema logico, chiaro e condivisibile, *obiettiva*, che sia dimostrabile, stabile, e che non dipenda da elementi

rapidamente mutevoli. Tali considerazioni vanno assunte, si rammenta, in un contesto di procedura competitiva quale è quello fallimentare, ed in particolare, in presenza di un'offerta irrevocabile d'acquisto la quale potrebbe essere assunta quale base d'asta di una procedura competitiva e, pertanto, garantire alla curatela un sicuro realizzo dell'attivo ad un valore non inferiore a quello individuato nell'offerta. Fatte tali premesse, l'esperto estimatore, nella scelta metodologica:

- a. deve privilegiare i criteri che conducano a risultati quanto più possibile oggettivi, considerando l'azienda in modo indipendente dal soggetto che risulta titolare della stessa, nell'ottica della continuità dell'esercizio dell'impresa;
- b. non deve fondarsi su criteri che determinino il valore dell'azienda meramente in funzione di scelte soggettive degli "organi" della procedura o della potenziale società acquirente;

In ogni caso, nella scelta dei metodi di valutazione, nella definizione dei processi di calcolo e nell'assunzione delle singole grandezze (dati, tassi, fattori di rischio e quant'altro) l'esperto, deve avere un approccio orientato al perseguimento dell'oggettività del giudizio, nel rispetto di una imprescindibile prudenza valutativa.

1.3. Considerazioni preliminari in ordine al ramo di azienda oggetto di valutazione

Il ramo d'azienda oggetto di valutazione, i cui singoli elementi saranno dettagliatamente descritti nel corso della relazione, ha per **oggetto** l'attività di produzione, allestimento, fornitura e noleggio di stand, scenografie, ed arredamenti di qualsiasi tipo e servizi accessori

Luogo di svolgimento dell'impresa è in Solaro (MI), Via Marco Polo 12, in locali condotti in locazione immobiliare.

Il contratto di locazione dei suindicati spazi - stipulato tra la Omissis e la locatrice Omissis ad aprile 2023 (**all.1**) prevede durata di sei anni rinnovabili di altri sei ed un corrispettivo annuo di euro 50.000 oltre IVA.

Lo scrivente ha interloquito con la Direzione di Omissis per ottenere informazioni circa l'esatta attività ora svolta, le criticità e le opportunità dell'attuale mercato nonché lo stato attuale del compendio.

In tale contesto è stato confermato al sottoscritto che la principale attività di business è l'allestimento di stand fieristici e aree espositive. La clientela servita è diversificata ma

principalmente società di arredi ed articoli di design. Collaterale a tale attività principale, vi è la produzione di articoli Kartell da eseguirsi su richiesta di quest'ultima e secondo un accordo stipulato dalla fallita in data 23/02/2018. Contestualmente è stipulato separato contratto per lo stoccaggio e movimentazione presso il magazzino della fallita di alcuni prodotti Kartell. L'attività di deposito viene svolta a titolo gratuito. Dalla lettura degli accordi traspare come gli stessi siano, in senso lato, *intuitu personae* tanto che il diritto di recesso per Kartell è riconosciuto, in sostanza, per ogni variazione societaria e passaggio di azienda a terzi del fornitore. Proprio in ragione di tale vincolo in data 4/12/2018 Kartell, informata dell'affitto di azienda tra Omissis e Omissis, autorizza espressamente Omissis a subentrare nei contratti suesposti.

Quanto sopra per chiarire che l'azienda possiede due linee di ricavi: ricavi per allestimenti, attività principale, e ricavi per la vendita di prodotti finiti.

1.4. Data di riferimento

Al fine della determinazione del valore del ramo di azienda oggetto di trasferimento, il sottoscritto estimatore si è riferito alla data del 31 dicembre 2023, sia in base ad un'analisi del margine comprendente il fatturato al tale date che confrontata con situazione contabile fornita da Omissis salvo tenere conto dei dati di fatturato e costi successivi al 31 dicembre 2023 come resi disponibili da Omissis.

La raccolta degli elementi qualitativi e quantitativi utili all'elaborazione della stima e alla definizione del giudizio di valore è avvenuta nel periodo novembre 2023 – gennaio 2024.

2. Svolgimento dell'incarico

Il sottoscritto ha svolto il proprio incarico acquisendo preliminarmente informazioni e documentazione, nei limiti di quanto necessario ai fini della presente relazione, sia dal curatore che da Omissis.

In particolare, egli ha avuto a disposizione, tra l'altro, la seguente documentazione:

- Bilanci depositati Omissis esercizi dal 2018 al 2021 (ad oggi il 2022 non risulta ancora depositato);
- Bilanci di verifica dal 2018 al 30/06/2023
- Registri IVA anni dal 2018 al 31/03/2023
- Elenco dei domini;
- Elaborato TFR aggiornato a dicembre 2023;
- Contratto di locazione stipulato in data 21/04/2023 da Omissis per capannone sito in Solaro, Via

Marco Polo 12;

- Libro inventari 2020 e 2021;
- Libro cespiti 2021 e 2021;
- Atto di modifica di contratto affitto di ramo d'azienda stipulato tra la curatela e Omissis;
- Offerta irrevocabile d'acquisto formulata da Omissis per il ramo di azienda oggetto della presente perizia;
- Visura camerale aggiornata Omissis;
- Prospetto analisi suddivisione prodotto anni da 2019 a 2023;
- Fatture e scheda contabile fornitore Omissis venditore del centro di lavoro a controllo numerico matricola A10000743 modello M200 composizione R021602;

3. La realtà oggetto della valutazione

Come è noto, il ramo d'azienda è un complesso organizzato, coordinato e funzionante di fattori produttivi, comprendente tutti gli elementi essenziali all'esercizio dell'attività cui è rivolto.

Sulla base delle informazioni acquisite, pertanto, si ribadisce che il sottoscritto estimatore ritiene l'intera azienda attualmente gestita da Omissis esattamente coincidente con quella di proprietà del fallimento Omissis

4. Metodi di valutazione e loro scelta

4.1 Premessa

Come anticipato in precedenza, presupposto fondamentale di ogni valutazione è la scelta preliminare della soluzione metodologica più appropriata in funzione dello scopo della valutazione e della realtà specifica del bene che ne è oggetto.

Nonostante la presenza di marchi e brevetti registrati della liquidata all'interno del compendio aziendale, non si ritiene di procedere ad una loro valutazione atomistica, in considerazione della loro scarsa difendibilità da un punto di vista commerciale. Al contrario, appare più opportuno fondare la valutazione sugli andamenti economici del periodo 2018 – 2023, con opportune normalizzazioni e rettifiche patrimoniali.

4.2 Fasi della valutazione

Alla luce delle premesse di cui sopra, il sottoscritto estimatore ha seguito, nella valutazione richiesta, le seguenti fasi:

- prima fase: verifica dell'effettiva titolarità di marchi, brevetti e domini con acquisizione di documentazione probatoria a supporto; individuazione del personale e collaboratori

nonché dei principali contratti in essere;

- seconda fase: applicazione del o dei metodi di base, individuati avendo riguardo alle peculiarità del bene oggetto di valutazione;
- terza fase: verifica con il metodo o i metodi di controllo, individuati scegliendo, tra i metodi alternativi, quelli che più di altri consentono di verificare l'attendibilità del risultato del o dei metodi di base, nell'ottica della prospettata operazione di cessione del compendio aziendale.

4.3 Breve disamina dei metodi valutativi

In appresso si esaminano succintamente i principali metodi di valutazione al fine di individuarne la compatibilità con il caso di specie.

Il metodo patrimoniale semplice

Il metodo patrimoniale semplice costituisce solitamente un passaggio valutativo imprescindibile da parte dell'esperto estimatore, essendo la fase comunque prodromica e talvolta essenziale di ogni valutazione. Esso consente la ripartizione del valore complessivo dell'azienda nelle sue singole componenti, intese come elementi dell'attivo e del passivo.

Il metodo patrimoniale complesso

Il metodo patrimoniale complesso rappresenta una integrazione del metodo patrimoniale semplice, in quanto consente di attribuire un valore separato anche ai beni intangibili. Esso assume particolare significato in presenza di ingenti valori di beni immateriali, la cui stima possa essere effettuata autonomamente, attraverso moltiplicatori di mercato o processi simili, oppure in presenza della necessità di determinare, con riferimenti oggettivi, il concorso dei beni intangibili nella formazione del valore.

Il metodo reddituale

Utilizzando il metodo reddituale puro, il valore di un'azienda è determinato unicamente in funzione dei redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre.

Tale metodo è indicato per aziende operanti "a regime", senza particolari problemi finanziari, cioè aziende che sfruttano adeguatamente la loro capacità produttiva. Eventuali beni estranei al processo produttivo debbono ovviamente essere separatamente valutati mediante metodi appropriati.

A seconda delle prospettive future e dei dati di cui si dispone, i metodi reddituali possono

trovare applicazione secondo tre modalità di calcolo differenti che sono sintetizzate come segue:

- a. attualizzazione del reddito medio normale atteso. Tale processo corrisponde all'ipotesi di durata indefinita nel tempo del reddito atteso e si traduce in una formula valutativa che corrisponde al valore attuale di una rendita perpetua;
- b. attualizzazione del reddito medio normale atteso per un periodo definito di anni. Essa poggia sull'ipotesi di una durata limitata nel tempo del reddito e si traduce in una formula valutativa che corrisponde al valore attuale di una rendita annua posticipata di una durata pari a un numero limitato di anni;
- c. attualizzazione dei redditi analiticamente previsti per un certo numero di anni completata dalla determinazione di un valore terminale stimato sulla base del reddito atteso al termine del periodo oggetto di previsione analitica. Si tratta, in sostanza, di un criterio di stima composito rispetto a quelli in precedenza indicati.

Il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento

Il metodo in questione si fonda sul presupposto che il reddito prospettico comprenda una quota di sovrareddito (o sottoreddito) destinata a venire meno nel tempo.

Il metodo misto con valutazione controllata delle immobilizzazioni

Tale metodo è particolarmente indicato per la valutazione di aziende in difficoltà o appartenenti a settori in crisi per le quali il rinnovo degli impianti non è conveniente. In queste condizioni, l'investitore si pone, infatti, quale limite temporale di sfruttamento, quello della vita utile degli impianti, inteso come il momento a partire dal quale gli stessi - non presentando più alcuna utilità - perdono ogni significativo valore. Si tratta di un metodo compatibile solo con le realtà aziendali che non sono in grado di ripristinare un'adeguata redditività.

Il metodo misto EVA

Tale metodo (EVA - *Economic Value Added*) nasce come criterio di determinazione delle performance aziendali e conseguentemente è applicato anche come criterio di valutazione. Viene utilizzato per quantificare l'entità del valore che l'azienda crea per gli azionisti. Esso misura il sovrareddito che l'impresa produce nello svolgimento dell'attività operativa al netto della congrua remunerazione del capitale di debito e di quello di rischio. Si tratta di un metodo particolarmente indicato per valutare le aziende che presentano tassi di crescita elevati e che si prescinde parzialmente dai dati contabili aziendali.

Il metodo DSC- Discounted Cash Flow

Il metodo che, più di ogni altro, è in grado di attribuire un valore a qualsiasi iniziativa indipendentemente dalle sue caratteristiche è quello finanziario. È, infatti, indubbio che il valore effettivo di una impresa (in qualsiasi settore essa operi) corrisponde sempre ai flussi di cassa che questa genererà in futuro per i suoi azionisti e lo strumento di misurazione è costituito dalla attualizzazione di tali flussi di cassa (con terminologia anglosassone il *Discounted Cash Flow* o DCF).

Se questo è innegabile, è altrettanto vero che l'affidabilità delle stime circa la misura e il tempo in cui le risorse finanziarie si genereranno e si libereranno deve nella pratica fare i conti con la difficoltà di previsione dei flussi finanziari. Il che restringe significativamente l'ambito di applicazione quale metodo di base ai soli casi in cui la previsione dei flussi finanziari presenti una sufficiente affidabilità.

I metodi dei multipli

Nella valutazione delle realtà aziendali è anche frequente il ricorso ai moltiplicatori e cioè al rapporto tra la capitalizzazione borsistica di analoghe società concorrenti e parametri diversi, quali, a seconda dei casi, l'utile netto, l'EBIT, l'EBITDA, il fatturato, ecc.

La ragione del ricorso a tali metodi poggia su processi comparativi dell'azienda con i valori riconosciuti dal mercato per realtà affini. Il suo momento critico risiede nella elevata volatilità dei risultati che ne derivano, conseguenza dell'ampio *range* di oscillazione dei corsi di borsa, e tale volatilità mal si concilia con la sopra rilevata esigenza di stabilità propria della valutazione in oggetto. Il che peraltro consente l'impiego di tale metodo quale metodo di controllo.

Considerazioni in ordine alla applicabilità dei metodi sintetici nelle valutazioni di azienda

I metodi sintetici (quali, ad esempio, il metodo reddituale, il metodo DCF) e quelli empirici (i metodi dei multipli) si differenziano dai metodi analitici, in quanto tendono a determinare il valore del bene azienda attribuendo allo stesso un valore unitario, prescindendo da quello dei singoli elementi che lo compongono.

Con riferimento a realtà aziendali, il ricorso ai metodi sintetici costituisce spesso un utile, e talvolta l'unico, strumento per la determinazione dei valori immateriali, nonché per verificare che il valore d'uso dei beni non sia nel complesso inferiore al loro valore corrente (dal che emergerebbe un avviamento negativo o *badwill*).

In questo senso, l'applicazione di un metodo sintetico (reddituale), appare la scelta più appropriata nel caso di specie, dove si è in presenza di un compendio aziendale la cui attività è legata alla produzione di servizi in ambito pubblicitario e tecnologico, spesso ad elevato valore aggiunto e in cui, in ogni caso, a determinare il successo o l'insuccesso dell'iniziativa imprenditoriale, sono il capitale umano, il *know-how* aziendale, la qualità della rete relazionale e la reputazione di cui l'azienda gode nel mercato di riferimento. Al contrario invece, in tali realtà, la presenza di beni mobili non è significativa rispetto al potenziale valore attribuibile e in questo senso l'azienda di proprietà della fallita non fa eccezione, essendo i beni mobili di proprietà solo una parte del valore del compendio aziendale e, per di più, trattandosi prevalentemente di attrezzatura informatica ed elettronica di consumo, caratterizzata da facilità di reperimento sul mercato e da un elevato tasso di sostituzione.

5. La scelta del metodo di valutazione nel caso di specie

La scelta del metodo base

Considerando la tipologia di attività legata a prestazioni di servizi non caratterizzate da specifici know-how o brevetti, in uno con la scarsa presenza e valore di immobilizzazioni materiali (fatta tuttavia eccezione per il centro di lavoro a controllo numerico), lo scrivente ritiene nella fattispecie individuare il metodo reddituale quale miglior sistema valutativo.

Infatti, tra i vari metodi di valutazione d'azienda un ruolo di rilievo, sia per diffusione che per supporto teorico, è rivestito dal metodo reddituale.

Tale metodo rientra nei cosiddetti modelli assoluti di valutazione del capitale economico, che consistono nell'attualizzazione dei flussi prospettici generati dall'impresa, che possono essere finanziari o reddituali.

Il metodo reddituale si fonda sull'assunto secondo il quale il valore di un'azienda in funzionamento è correlato alla sua capacità di generare flussi di reddito. L'obiettivo del metodo è valutare l'azienda come complesso unitario sulla base della relazione valore = redditività.

Il presupposto del criterio valutativo è la visione unitaria dell'azienda, intesa come complesso economico non scindibile in elementi distinti.

Per tale ragione è possibile affermare che il risultato al quale si giunge sia espressione non solo degli elementi materiali, autonomamente e singolarmente stimabili, ma anche dei fattori

¹ POTITO L., Le operazioni straordinarie nell'economia dell'impresa, Giappichelli, Torino, 2013, pag. 5.

intangibili e delle altre condizioni (conoscenze acquisite, valori imprenditoriali, cultura aziendale) che concorrono a sviluppare la capacità di reddito e del valore della combinazione di tali elementi.

La scelta di tale metodo si giustifica in quanto il reddito è considerato un importante indicatore della performance aziendale, che nel medio periodo appare strettamente legato ai risultati della gestione.

L'oggetto dell'attività, permette di costruire previsioni ragionevolmente attendibili sui flussi di reddito futuri. Inoltre, gli elementi patrimoniali si mostrano non significativi rispetto ai risultati della gestione.

Per determinare il valore economico dell'azienda, il modello reddituale prevede distinte formule a seconda che si consideri un orizzonte temporale definito e indefinito.

Nella prima ipotesi, il valore economico dell'azienda può essere calcolato²:

1. attualizzando il flusso di reddito medio atteso nel periodo di previsione esplicita (approccio classico);
2. attualizzando i flussi di reddito attesi stimati analiticamente nel periodo di previsione esplicita;
3. sommando ai flussi di reddito attesi attualizzati, stimati analiticamente nel periodo di previsione esplicita, il valore attuale del terminal value (valore dell'impresa alla fine del periodo di previsione esplicita).

Prospettiva temporale limitata

A) con reddito medio atteso

Nella prospettiva temporale limitata, tenendo conto del flusso di reddito medio atteso, il valore del capitale economico dell'impresa può essere calcolato come valore attuale di una rendita annua posticipata. La formula adottata è la seguente:

$$W = R \times a_{\overline{n}|i}$$

dove:

W = valore dell'azienda che si vuole valutare;

R = reddito medio atteso, ovvero il reddito che si presume razionalmente di conseguire nei successivi esercizi;

² GUATRI L., BINI M., La valutazione delle aziende, EGEA, Milano, 2007, pag. 251

n = orizzonte temporale, ovvero il numero di anni futuri che si vuole considerare per valutare l'azienda;

i = tasso di attualizzazione.

B) *con redditi futuri analiticamente stimati*

Nella prospettiva temporale limitata e tenendo conto di flussi di reddito attesi stimati analiticamente, il valore del capitale economico dell'impresa è calcolato applicando la seguente formula:

$$W = \sum_{t=1}^n R_t \times v^t$$

dove:

W = valore dell'azienda che si vuole valutare;

R_t = reddito atteso nel periodo t;

n = orizzonte temporale di riferimento;

v = fattore di attualizzazione in base al tasso i, ovvero:

$$v = \frac{1}{(1 + i)^n}$$

i = tasso di attualizzazione.

Nella prospettiva temporale limitata e tenendo conto sia dei flussi di reddito attesi stimati analiticamente nel periodo di previsione esplicita, sia del valore terminale (terminal value), il valore del capitale economico dell'impresa è calcolato applicando la seguente formula:

$$W = \sum_{t=1}^n R_t \times v^t + V_t \times v^n$$

W = valore dell'azienda che si vuole valutare;

R_t = reddito atteso nel periodo t;

n = orizzonte temporale di riferimento;

v = fattore di attualizzazione in base al tasso i, ovvero:

$$v = \frac{1}{(1 + i)^n}$$

i = tasso di attualizzazione;

V_t = valore dell'impresa al termine del periodo t .

Prospettiva temporale illimitata

Nell'ipotesi di orizzonte temporale illimitato, il capitale economico è pari al valore attuale di una rendita perpetua, la cui rata è rappresentata dal reddito medio atteso.

La formula adottata è la seguente:

$$W = \frac{R}{i}$$

dove:

W = valore dell'azienda che si vuole valutare;

R = reddito medio atteso;

i = tasso di attualizzazione.

Per la corretta applicazione del metodo reddituale si rende necessario:

- stimare il reddito atteso o il reddito medio atteso, considerando i risultati storici degli esercizi precedenti;
- individuare un orizzonte temporale di riferimento;
- determinare il tasso di attualizzazione che sia espressione sia dei rischi legati all'investimento, sia della congiuntura economica.

Il reddito atteso riflette le condizioni di redditività futura dell'impresa. Ai fini della valutazione dell'azienda, nell'approccio classico, è necessario determinare un reddito "medio" e "normale", così da esprimere un flusso reddituale che l'azienda stabilmente e in condizioni normali del mercato è in grado di produrre. Per garantire una proiezione di flussi reddituali attendibili si applica un processo di normalizzazione. Tale processo consente di eliminare dalla valutazione elementi gestionali transitori che potrebbero condurre ad una stima non corretta dell'effettiva capacità dell'impresa di generare reddito. Il processo di normalizzazione si articola in diverse fasi³:

- redistribuzione nel tempo di proventi e costi straordinari;
- eliminazione di proventi e oneri estranei alla gestione;
- neutralizzazione di politiche di bilancio giudicate distorsive rispetto al fine.

³ GUATRI L., BINI M., Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, EGEA, Milano, 2005, pag. 481.

L'orizzonte temporale al quale riferire le proiezioni reddituali può avere una durata limitata (in genere 3/5 anni) o una durata indefinita.

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

La determinazione del tasso di attualizzazione appare particolarmente complessa. Il tasso di attualizzazione da impiegare nella valutazione dovrebbe misurare il rendimento atteso del capitale investito in aziende appartenenti allo stesso settore e con caratteristiche e profilo del rischio equiparabili all'impresa da valutare.

Il tasso di attualizzazione:

- ha la funzione di attualizzare i flussi economici presunti futuri;
- deve essere espressione del rischio di impresa, ovvero della possibilità che non vengano effettivamente conseguiti i redditi presunti che si stanno attualizzando;
- deve sintetizzare l'andamento del mercato in cui opera l'azienda che si intende valutare;
- deve essere corretto dall'effetto dell'inflazione, affinché si tratti di un tasso effettivamente reale e non solo monetario.

Il criterio utilizzato per la determinazione del tasso di attualizzazione è quello del costo opportunità del capitale che esprime il rendimento di investimenti alternativi con lo stesso grado di rischio dell'azienda che si sta valutando, cui si rinuncia mantenendo l'investimento nell'impresa, anziché liquidarlo e impiegarlo in investimenti alternativi di pari rischio.

Le tre componenti fondamentali del costo opportunità del capitale (detto anche tasso equivalente) sono indicate nella seguente formula:

$$i = i^* + r - l$$

dove:

i = tasso di attualizzazione del reddito medio prospettico;

i^* = tasso di rendimento di investimenti alternativi con rischio nullo, si tratta cioè della semplice remunerazione del capitale ottenuto in prestito con certezza di restituzione;

r = rischio dell'azienda di non conseguire i redditi presunti futuri;

l = tasso di inflazione programmato.

La prima componente, " i^* ", rappresenta il tasso di remunerazione per il puro investimento di capitale (risk free rate). Per la determinazione del tasso i^* si impiega normalmente il rendimento dei Titoli di Stato a scadenza medio/lunga. La durata e la sicurezza di tali titoli, ben si attagliano al tipo di remunerazione ricercata. La scelta del tasso più adeguato è subordinata unicamente all'esigenza di assicurare coerenza tra flussi e tassi.

La seconda componente, " r ", esprime il premio per il rischio.

Infine, la terza componente, " l ", indica la variazione relativa (nel tempo) del livello generale dei prezzi.

La presente valutazione, tenuto conto dell'oggetto dell'attività della Società, è stata effettuata considerando un orizzonte temporale limitato tenuto conto della residua esclusiva temporale dell'unico brevetti in uso (9 anni), pertanto:

$$W = \frac{R}{i}$$

dove:

W = valore dell'azienda che si vuole valutare;

R = reddito medio atteso;

i = tasso di attualizzazione.

Quanto sopra è stato ponderato dallo scrivente alla luce dei seguenti determinanti vincoli:

- i. lo scarso orizzonte temporale degli esercizi a disposizione per la valutazione (di fatto dal 2019 in poi);
- ii. l'impatto della pandemia sull'attività sociale che, proprio a seguito del limitato numero di esercizi, rende inutilizzabili per la normalizzazione del dato reddituale gli esercizi 2020 e 2021; diversamente, infatti, l'effetto distorsivo verrebbe amplificato sino a rendere il risultato finale inattendibile;
- iii. la differente marginalità delle attività svolte, prestazione di servizi e cessione di beni

quest'ultima comportando, altresì e in linea di principio, l'indagine del costo del venduto:

- iv. la mancanza del deposito del bilancio di esercizio 2022;
- v. il cambio di gestione avvenuto in Omissis nel 2021 che, oltre a comportare una diversa gestione imprenditoriale, ha influito, per quanto qui occorre in meglio, sul processo amministrativo e contabile.

Ora, infatti, la società ha iniziato a gestire per commessa i diversi allestimenti, utilizzando una contabilità analitica ancorché extracontabile. Tale documento, partendo dai ricavi, analizza il margine netto della commessa dopo l'incidenza degli specifici costi di prodotto, del costo del personale e dei costi generali come riportato nel sottostante esempio:

Commessa	COMPOSIZIONE DEL FATTURATO	Costi di Prodotto	Margine	Margine (in percentuale)	Valore % Fatturato singola pratica su Fatturato globale	Ridistribuzione Costi generali Costi risorse	Margine	Margine (in percentuale)
3WY007	156.800,00	86.891,12	69.908,88	45%	11,94%	45.757,22	24.151,66	15,40%

Resta tuttavia un fatto che i dati dell'esercizio 2019 (si ribadisce riferibile alla precedente gestione), non sono qualitativamente comparabili con quelli degli esercizi 2022 e 2023.

Tale fatto ha comportato una notevole difficoltà nel rendere omogenei e, quindi confrontabili, la serie di dati.

Come già anticipato nella fattispecie è stato utilizzato **metodo reddituale medio ed orizzonte temporale limitato** (formula $W = R \times a_{n \uparrow i}$) secondo l'iter valutativo meglio esposto di seguito.

Alla luce di tali oggettive limitazioni, per giungere al valore dell'azienda lo scrivente, per giungere ad un dato reddituale normalizzato, ha optato per l'utilizzo del prospetto analisi del prodotto per commesse succitato con, tuttavia, taluni accorgimenti.

Infatti, l'elaborato fornito pur abbracciando il periodo temporale dal 2018 al 2023 contiene dati di analisi della complessiva marginalità (divisione vendita prodotti e allestimenti) solo dal 2021 in avanti proprio in ragione del cambio gestorio citato in precedenza.

In considerazione di quanto sopra gli accorgimenti adottati dal sottoscritto per la normalizzazione del dato reddituali sono stati:

1. escludere dall'analisi gli esercizi 2018 (in quanto primo anno di attività), 2020 e 2021 (periodo pandemico che ha fortemente impattato negativamente il settore legato ad

eventi ed allestimenti). **Il periodo temporale analizzato, quindi, riguarda gli esercizi 2019, 2022 e 2023;**

2. considerare per l'esercizio 2019 la sola marginalità della vendita prodotti Kartell escludendo il settore di allestimenti; tale scelta poggia per un duplice ordine di motivazioni: **i)** la mancanza di puntuali dati di marginalità come, invece, per i successivi esercizi 2022 e 2023; **ii)** l'attività sociale di allestimenti svolta ante Covid è profondamente diversa rispetto a quella post pandemia, sia per le mutate condizioni di mercato che, soprattutto, perché la nuova gestione imprenditoriale non ha beneficiato appieno del precedente portafoglio clienti;
3. per quanto sopra esposto lo scrivente ha, quindi, preso a riferimento tre esercizi 2019, 2022 e 2023, del settore vendita prodotti, mentre il settore allestimenti è stato considerato per gli anni 2022 e 2023;
4. escluso (almeno in prima battuta) l'incidenza dei costi generali nella marginalità delle commesse come indicate da Omissis;
5. per quanto attiene la vendita di prodotti, aumentato il costo del prodotto – per ogni singolo esercizio - nella misura del 24% dei costi generali. Tale aumento è in funzione della forte incidenza di taluni costi (i.e. costo di trasporto, di immagazzinaggio, assicurazioni, prototipizzazioni etc) allocati da Omissis nei costi generali ma economicamente direttamente imputabili alla commessa;
6. per la divisione allestimenti, dopo aver determinato la marginalità media del triennio considerato, ridotto la stessa in funzione di una marginalità media del 10% per tenere conto dell'incidenza dei costi generali. Anche per tale valutazione operata dal sottoscritto valgano le seguenti considerazioni: **i)** l'ammontare dei costi generali di un'azienda è fortemente influenzato da un insieme di fattori quali il settore, l'assetto organizzativo, la struttura produttiva e soprattutto il punto di break-even. Occorre in qualche modo, quindi, rendere meno customizzato tale valore rispetto all'attuale gestione pur non azzerando il dato; **ii)** nel corso del 2022 e 2023, Omissis ha realizzato commesse con la consapevolezza che la marginalità netta sarebbe stata negativa. Ciò trattandosi di lavori intrapresi con lo scopo di fidelizzare il cliente. Tale perdita rappresenta in ultima analisi un costo di marketing che, tuttavia, il perito ha eliso

considerando il margine al lordo dell'incidenza delle spese generali imputate per commessa da Omissis;

7. determinato la marginalità media con le ponderazioni di cui poc'anzi, si è calcolato l'onere fiscale teorico giungendo ad un reddito netto normalizzato di euro 27.116,64 come appena oltre tabellarmente esposto:

Ottenuto così il reddito netto R i parametri di attualizzazione sono così determinati:

- a. il tasso free risk in 3,1736% quale media del panel dei rendimenti titoli di Stato europei;
- b. il tasso di extra rendimento in 7,8100%, inteso quale stima della misura del rendimento addizionale che gli investitori chiedono al mercato per detenere un portafoglio di titoli azionari, che sono di per sé rischiosi, rispetto al rendimento chiesto su un asset che è privo di rischio. Il valore utilizzato è stato ricavato dal database di Aswath Damodaran aggiornato al 5 gennaio 2024 e reperibile alla pagina https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html;
- c. stabilito in 2,3000% il tasso di inflazione prospettica secondo quanto indicato dal MEF;
- d. determinato quindi in 13,2836% il tasso finale per l'attualizzazione reddituale, dato dalla sommatoria algebrica dei precedenti punti a, b e c;
- e. fissato in 3 anni l'orizzonte temporale dell'attualizzazione in ragione della recente storia commerciale della società con la susseguente non sufficiente fidelizzazione della clientela.

6. Sintesi della valutazione

Alla luce delle analisi condotte, attraverso il metodo individuato (attualizzazione del reddito normalizzato con orizzonte temporale limitato), il valore economico del complesso aziendale della fallita, alla data del 31 dicembre 2023 espresso dalla formula $W = \text{€ } 27.166 \times a_{3 \uparrow 13,2836\%}$ è di euro 63.720 arrotondato in euro 64.000. Tale valore, peraltro coincide, nel caso di specie, al valore di avviamento non potendosi determinare autonomamente lo stesso vuoi per le limitazioni indicate in precedenza, vuoi per la recente storia di Omissis.

Come suindicato al valore reddituale dell'azienda, lo scrivente ritiene di incrementare tale importo del valore di euro 80.000 pari al valore residuo a fine 2023 del cespite rappresentato dal centro di lavoro a controllo numerico matricola A10000743 modello M200 composizione R021602. L'acquisto di tale cespite, avvenuto nel 2022 al prezzo 124.000, è oggi pressoché interamente pagato, grazie a finanziamenti infruttiferi erogati dal socio. Alla luce di tale fattore, quindi, risulta intuitivo che ove WID non dovesse rendersi aggiudicataria del ramo di azienda, la stessa dovrebbe essere ristorata del valore di valore di stima di tale asset.

⁴ Dati al 31 dicembre 2023 - Fonte Borsa Italia e Mercati Internazionali e pubblicati su sito Sole24ore settore Mercati e Finanza

⁵ Il Def pone inflazione programmata per quest'anno al 2,3% (fonte <https://www.dt.mef.gov.it>)

Infine, si dà atto che al 31 dicembre 2023 Omissis ha in carico quattro dipendenti il cui TFR maturato a tale data è pari ad euro 23.397,66.

7. Conclusioni

Pertanto, per quanto esposto nel corso della presente relazione, il sottoscritto determina il complessivo valore dell'azienda:

- componente reddituale (coincidente con l'avviamento) euro 64.000;
- componente patrimoniale (valore del centro di controllo numerico) euro 80.000;

Totale valore azienda **euro 144.000 al lordo del TFR al 31/12/2023 di euro 23.398.**

Pertanto l'offerta presentata dalla società Omissis, pur non risultando congrua, rispetto alla componente reddituale, rispetto al valore sopra determinato, ben potrebbe essere utilizzata dalla curatela quale prezzo base per lo svolgimento di procedura competitiva avete ad oggetto la cessione del compendio aziendale.

Tale valore si riferisce al ramo aziendale nel suo complesso ed è caratterizzato, ad avviso del sottoscritto, da oggettività ed estrema prudenza valutativa.

Lo scrivente rimane ovviamente a disposizione per gli eventuali ulteriori chiarimenti e integrazioni che dovessero essere necessari.

Milano, 22 gennaio 2024

In fede.

Allegati

Ut supra

Dott. Omissis

