

TRIBUNALE DI MILANO

Sezione Fallimentare

Fallimento: n.824/2017 DANTE O.BENINI & PARTNERS ARCHITECTS SRL IN LIQUIDAZIONE

Giudice Delegato: dott.ssa Luisa Vasile

Curatore: dott. Marco Bettini

VALUTAZIONE D'AZIENDA

DANTE O. BENINI & PARTNERS ARCHITECTS SRL IN LIQUIDAZIONE

INDICE

1. Premessa
2. Storia della società ed attività svolta
3. Documentazione esaminata
4. Limitazioni al lavoro svolto
5. Identificazione dei beni compresi nell'azienda oggetto di stima
6. Finalità della valutazione
7. Data di riferimento
8. Metodologia utilizzata
9. Valutazione
10. Effetto fiscale
11. Metodo di Controllo
12. Conclusioni



1. PREMESSA

Il sottoscritto dott. Roberto Quaranta, dottore commercialista e revisore legale, iscritto all'Albo dei CTU del Tribunale di Milano, con studio in Milano Via Leopardi 14, ha ricevuto incarico dal Fallimento n. 824/2017 DANTE O.BENINI & PARTNERS ARCHITECTS SRL IN LIQUIDAZIONE, in persona del Curatore dott. Marco Bettini, di procedere alla valutazione del valore complessivo dell'azienda gestita dalla fallita società, costituita dai beni materiali ed immateriali più avanti descritti ai fini della futura vendita.

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

2. STORIA DELLA SOCIETA' ED ATTIVITA' SVOLTA

La società DANTE O.BENINI & PARTNERS ARCHITECTS SRL IN LIQUIDAZIONE è una società a responsabilità limitata costituita in data 25/11/2004 con atto Notaio Luciano Quaggia di Milano numero repertorio 202675/25876 codice fiscale, partita Iva e numero di iscrizione al registro delle imprese di Milano 04614660969 numero REA MI-1761059 dal 03/12/2004 capitale sociale Euro 119.000 interamente sottoscritto e versato.

La società ha dichiarato il proprio inizio attività in CCIAA con effetto 17/03/2005.

L'attività svolta dalla società è una società di ingegneria e di architettura, ossia lo strumento societario con il quale una attività tipicamente professionale, quale quella dell'architetto, viene gestita, a motivo della sua complessità che non è spesso compatibile con la mera attività individuale.

La società ha iniziato la propria attività con l'acquisto avvenuto nel marzo 2005 della "Dante O. Benini & Partners Limited" con sede in Gran Bretagna, per proseguire in Italia l'attività professionale dell'architetto Dante Oscar Benini, fino ad allora residente ed attivo professionalmente all'estero.

L'oggetto sociale della società è il seguente:

- a) Fornire in Italia ed all'estero servizi relativi:
 1. Studi di fattibilità, ricerche, consulenze, progettazione o direzione dei lavori, valutazioni di congruità tecnico-economica e studi di impatto ambientale;
 2. Progettazioni architettoniche in ogni loro fase, preliminare, definitiva ed esecutiva, con le connesse attività di direzione, anche artistica, dei lavori;
 3. Progettazioni urbanistiche in tutti i campi di applicazione ed in tutte le loro fasi di svolgimento;
 4. Realizzazione di ogni opera inerente il design, la grafica, le comunicazioni visive e multimediali, lo studio dei sistemi e procedimenti atti alle realizzazioni predette e la prestazione di ogni servizio accessorio;
 5. Elaborati grafici, in qualunque modo ottenuti e/o riprodotti, anche con sistemi informatici e multimediali ed avanzati, relativi a progetti ideati in proprio o da terzi;
 6. Produzione ed elaborazione meccanografica di dati relativi ai prodotti ed ai servizi suddetti;

- b) Organizzare e coordinare le attività professionali e imprenditoriali necessarie alla realizzazione di opere edili, stradali, idrauliche, meccaniche e impiantistiche in genere;
1. Studiare, depositare, acquistare, cedere o sfruttare brevetti, know-how, progetti, licenze nel campo delle opere sopra indicate, nonché della industrializzazione edilizia;
 2. Fornire a tecnici anche liberi professionisti i mezzi e gli strumenti necessari per l'espletamento delle attività professionali quali ad esempio ricerche, documentazioni, attrezzature, locali e personale d'aiuto;
 3. La realizzazione e produzione di prototipi e modelli per l'industria di beni di consumo, per l'industria automobilistica, aeronautica, navale e per trasporti in genere, nonché le ricerche di mercato e di applicazione di nuove tecnologie.
- c) L'attività di assunzione di partecipazioni in società e/o enti costituiti o costituendi, precisandosi che tale attività verrà svolta non nei confronti del pubblico ma unicamente nei confronti di società controllate o collegate ai sensi dell'art.2359 C.C.

A seguito della grave crisi mondiale avvenuta post eventi 2008 che ha interessato in particolar modo il settore edilizio urbanistico, principale ambito di esercizio dell'azienda, la situazione finanziaria della società è peggiorata arrivando ad interessare anche la situazione economica della stessa. In tale contesto la società ha richiesto in data 01/06/2010, e successivamente ottenuto, l'omologa di un accordo di ristrutturazione dei debiti ex art.182-bis L.F. da parte del Tribunale di Milano, connesso ad un accordo di ristrutturazione dei debiti di imposta ex art.182-ter L.F.

La crisi del settore è poi peggiorata nella crisi del 2011-2013 ha comportato una drastica riduzione dei ricavi della società connessa ad un sempre più crescente difficoltà nell'incasso dei crediti esigibili. Tale situazione di crisi collegata alla crisi del socio finanziatore e cliente Techlab srl, che ha depositato in data 07/06/2013 una proposta di concordato preventivo ex art.161, comma 6, L.F. omologato dal Tribunale di Milano con decreto 23/04/2015 ed alla impossibilità di ulteriore riduzione dei costi fissi societari ha determinato l'accumularsi in capo alla società di perdite di ingente entità tali da azzerare completamente il patrimonio netto.

Il Consiglio di Amministrazione ha pertanto accertato con delibera del 27/09/2013 la sussistenza della causa di scioglimento della società di cui all'art.2484 comma 1 n.4 C.C. I soci hanno quindi provveduto alla messa in liquidazione della società stessa e nomina del liquidatore con delibera del 04/10/2013.

Al fine della conservazione del valore dell'azienda e dei beni, nonché allo scopo di recuperare la liquidità necessaria alla gestione della liquidazione, il liquidatore ha provveduto con atto 30/10/2013 alla stipula di un contratto di affitto di azienda, per la durata di anni 5, la società ad una NewCo "Dante O.Benini & Partners srl"

L'amministrazione della società è stata la seguente:

ultimo organo amministrativo ante messa in liquidazione della società: Consiglio di Amministrazione formato dai seguenti:

Dante Oscar Benini	Presidente del Consiglio di Amministrazione
Roberto Benini	Consigliere

Luca Gonzo Consigliere

Luciana Vittori Consigliere

dal 04/10/2013 Nominato il Liquidatore Sig. Luigi Rossi

Quindi con sentenza n. 847/17 del Tribunale di Milano del 02/11/2017 depositata il 07/11/2017 è stata emessa la sentenza dichiarativa di fallimento della società in oggetto Giudice Delegato dott. GUIDO MACRIPO' e nominato Curatore il dott. Marco BETTINI

Il capitale sociale della società alla data del 02/11/2017 risulta essere così composto:

Benini Dante Oscar	quota	Euro	54.740,00	46,00%
Benini Roberto	quota	Euro	11.900,00	10,00%
Gonzo Luca	quota	Euro	3.570,00	3,00%
Techlab srl Technical Laboratories in liquidazione	quota	Euro	48.790,00	41,00%
TOTALE		Euro	119.000,00	100,00%

I risultati economici/patrimoniali degli ultimi anni della società fallita vengono riassunti nei sotto riportati prospetti, che evidenziano:

STATO PATRIMONIALE					
	20/09/2017	30/09/2016	30/09/2015	30/09/2014	30/09/2013
ATTIVO					
Crediti v/soci per vers.	0	0	0	0	0
Immobilizzazioni	409.275	783.326	957.205	823.805	1.067.608
Attivo Circolante	2.157.625	2.046.594	2.074.096	2.262.071	2.923.973
Ratei e risconti	649	44.464	44.723	15.574	62.623
TOTALE ATTIVO	2.567.549	2.874.384	3.076.024	3.193.401	4.054.204
PASSIVO E NETTO					
Patrimonio netto	(691.369)	(474.203)	(430.982)	(407.711)	(304.646)
Fondi per rischi oneri	0	35.568	88.896	137.780	160.000
TFR	0	0	0	0	81.748
Debiti	3.258.918	3.313.019	3.413.110	3.434.332	4.112.866
Ratei e risconti	0	0	5.000	29.000	4.236
TOTALE PASS E NETTO	2.567.549	2.874.384	3.076.024	3.193.401	4.054.2014

CONTO ECONOMICO					
	20/09/2017	30/09/2016	30/09/2015	30/09/2014	30/09/2013
Valore della produzione	196.416	183.639	286.981	200.263	1.846.919
Costi della produzione	319.556	225.103	261.033	434.727	2.417.333
Diff. Valore e Costi prod.	(123.140)	(41.464)	25.948	(234.464)	(570.414)
Prov. ed oneri finanziari	(94.026)	(4.411)	(43.500)	(27.106)	(67.422)
Rett. Valore att. Finanz.	0	0	0	0	(4.000)
Partite straordinarie	0	8.357	612	158.505	117.240
Risultato Ante imposte	(217.166)	(37.518)	(16.940)	(103.065)	(524.596)
Imposte sul reddito	0	5.703	6.330	0	0
Utile(Perdita) esercizio	(217.166)	(43.221)	(23.270)	(103.065)	(524.596)

Si evidenzia come al riguardo i dati al 20/09/2017 siano stati elaborati da situazioni contabili fornite dalla società fallita e rielaborate dal sottoscritto.

Di seguito quindi si riassumono anche i risultati economici/patrimoniali degli ultimi anni della NewCo DANTE O. BENINI & PARTNERS SRL, dal momento che la stessa è la società costituita all'uopo della gestione del ramo d'azienda alla stessa affittata dalla società fallita, ramo d'azienda che è oggetto della presente valutazione:

STATO PATRIMONIALE					
	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013
ATTIVO					
Crediti v/soci per vers.	0	0	0	0	0
Immobilizzazioni	35.987	27.281	22.727	9.724	6.545
Attivo Circolante	613.767	558.113	659.945	641.849	520.216
Ratei e risconti	26.169	26.261	35.642	46.899	79.683
TOTALE ATTIVO	675.923	611.655	718.314	698.472	606.444
PASSIVO E NETTO					
Patrimonio netto	(40.992)	20.941	20.872	15.042	9.852
Fondi per rischi oneri	35.427	28.560	20.735	11.954	0
TFR	19.136	15.499	11.993	9.461	52.204
Debiti	662.352	546.655	664.546	658.997	544.388
Ratei e risconti	0	0	168	3.018	0
TOTALE PASS E NETTO	675.923	611.655	718.314	698.472	606.444

CONTO ECONOMICO					
	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013
Valore della produzione	1.531.851	1.600.798	1.482.246	1.492.808	505.086
Costi della produzione	1.589.533	1.578.349	1.428.451	1.461.480	503.333
Diff. Valore e Costi prod.	(57.683)	22.449	53.795	31.328	1.753
Prov. ed oneri finanziari	(4.248)	(2.005)	(1.799)	(1.543)	2
Rett. Valore att. Finanz.	0	0	0	0	0
Partite straordinarie	0	0	(30.531)	(6.550)	(2)
Risultato Ante imposte	(61.931)	20.444	21.465	23.235	1.753
Imposte sul reddito	0	20.377	15.636	18.045	1.901
Utile(Perdita) esercizio	(61.931)	67	5.829	5.190	(148)

Si evidenzia, anche in questo caso, come i dati al 31/12/2017 siano stati elaborati da situazioni contabili fornite dalla società e rielaborate dal sottoscritto.

3. DOCUMENTAZIONE ESAMINATA

Il sottoscritto ha esaminato la documentazione sociale/contabile, con particolare riferimento agli ultimi quattro, nonché la situazione patrimoniale alla data di fallimento riportata nei prospetti di cui al capo precedente.

4. LIMITAZIONI AL LAVORO SVOLTO

Prima di procedere alla descrizione dell'azienda oggetto di stima ed alla illustrazione delle risultanze a cui si è giunti, pare opportuno allo scrivente far presente quali sono i limiti di svolgimento dell'incarico.

- Non sono state effettuate verifiche sui titoli di proprietà dei beni, basando la valutazione su quanto risultante dalla documentazione comunicata;
- Il contenuto della presente valutazione, basandosi anche su elementi previsionali, non può essere interpretato o assunto come una garanzia sul futuro andamento dell'azienda;
- Le conclusioni raggiunte sono basate sul complesso delle informazioni disponibili e delle valutazioni effettuate; pertanto, il documento è da intendersi unitario e le sue parti non possono essere utilizzate singolarmente.

Con specifico riferimento alla documentazione contabile, si evidenzia una serie di limitazioni e criticità riscontrate nell'elaborazione dei dati forniti a fondamento della valutazione:

- L'assenza di dati previsionali pluriennali, avendo a disposizione unicamente dati previsionali relativi all'annualità 2018.

5. IDENTIFICAZIONE DEI BENI COMPRESI NELL'AZIENDA OGGETTO DI STIMA

Il perimetro dell'azienda oggetto della presente valutazione è stato indicato allo scrivente dalla curatela.

In particolare, l'azienda oggetto della presente valutazione è costituita dai beni individuati nell'Allegato "B" del contratto di affitto di azienda di cui atto Notaio Luciano Quaggia di Milano registrato a Milano il 13/11/2013 n.21664 serie 1T nonché dei rapporti giuridici individuati nel citato contratto e conseguentemente:

- I beni e servizi organizzati dall'imprenditore con uffici siti attualmente in Viale Achille Papa n.30, Milano, intendendosi per tali le attrezzature industriali e varie e altri beni (a titolo di esempio il patrimonio tecnologico, i requisiti relativi a progettazioni effettuate, a volume di affari realizzato, a gare partecipate, la clientela, i fornitori, l'avviamento commerciale, i prototipi, i progetti bozze ed esecutivi di ogni genere, mobili, le macchine d'ufficio, gli arredi e ogni altro bene afferente l'azienda) di cui all'allegato "B"
- I beni immateriali intendendosi per tali tutti i software proprietà e/o in licenza d'uso, i marchi, la ditta, i diritti di utilizzazione delle opere d'ingegno, gli ordini dei clienti già ricevuti relativi all'azienda e ogni altro bene immateriale, registrato e non afferente l'Azienda. Ogni autorizzazione, concessione e licenza, atto d'assenso e/o altro provvedimento amministrativo necessario ed opportuno per il legittimo e regolare svolgimento dell'attività d'Azienda e/o per l'utilizzo dei singoli beni e attrezzature

6. FINALITA' DELLA VALUTAZIONE

La valutazione è finalizzata alla determinazione del valore economico dell'azienda di proprietà della società fallita.

La prospettiva della stima è quella della determinazione del valore di mercato dell'azienda, nell'ipotesi della futura cessione della stessa, al fine di fornire agli organi della procedura fallimentare, in qualità di esperto, un valore di riferimento per l'espletamento delle necessarie procedure per la cessione della stessa.

7. DATA DI RIFERIMENTO



La determinazione del valore del complesso oggetto di stima si fonda su un'indagine effettuata alla data del fallimento 02/11/2017.

La perizia è pertanto da ritenersi aggiornata a tale data.

Dalla data di riferimento della perizia a quella di redazione e firma della stessa non sono intervenute variazioni nei valori attribuibili alle poste, tali da modificare le conclusioni raggiunte.

8. METODOLOGIA UTILIZZATA

Oggetto della presente valutazione è la determinazione del valore attuale dell'azienda attualmente gestita da DANTE O. BENINI & PARTNERS srl a seguito del contratto di affitto d'azienda, così come definita dall'art.2555 codice civile, ovvero sia il complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per lo svolgimento dell'attività d'impresa. L'azienda comprende quindi, secondo tale definizione, beni materiali e beni immateriali, nonché rapporti giuridici, cioè contratti, debiti e crediti. Nello specifico, essendo la società fallita, se non diversamente specificato, i crediti ed i debiti relativi all'azienda non sono oggetto di cessione, e pertanto vengono esclusi dalla presente valutazione.

Discorso analogo vale per i contratti, in quanto potranno essere eventualmente trasferiti quelli non ancora risolti dalle parti a seguito del fallimento.

Ciò premesso, si ritiene di esporre un breve riassunto dei metodi elaborati dalla teoria aziendale nel corso degli anni per le valutazioni d'azienda al fine di permettere di comprendere le scelte valutative effettuate dal sottoscritto.

Per ogni metodologia verranno evidenziati pregi e difetti, precisando che non è possibile determinabile a priori una metodologia che risulti preferibile ad altre.

La scelta, operata dallo stimatore, risulta condizionata da molteplici fattori e necessita sempre di un'attenta conoscenza di tutti gli aspetti della specifica azienda oggetto di valutazione e pertanto delle sue peculiarità.

A titolo esemplificativo, la scelta può verosimilmente essere condizionata dal settore e all'ambiente in cui l'azienda opera, dalle dimensioni, dal grado di tecnologia dei prodotti in riferimento al mercato in cui opera, dall'organizzazione della contabilità, dagli investimenti in ricerca, dall'attendibilità della programmazione e dalla sostenibilità dei risultati previsti nei business plan.

Nel caso specifico oggetto della presente valutazione gli elementi determinati ai fini della valutazione sono rappresentati dalla particolare tipologia dell'azienda oggetto di valutazione, che può essere assimilata "latu sensu" ad uno studio professionale, dalla crisi del settore in cui la stessa opera che non si è ancora ripreso dalla crisi mondiale iniziata a seguito degli avvenimenti del 2008, dai risultati economici della azienda affittata e soprattutto dalle prospettive future per la medesima.

Le modalità ed i criteri seguiti sono diversi a seconda delle finalità che si perseguono. In particolare:

- Se lo scopo è quello di determinare il valore di una azienda durante la sua ordinaria vita, la valutazione andrà effettuata nell'ottica della continuazione dell'attività (criterio di funzionamento);

- Se lo scopo valutativo è quello di determinare il valore dell'azienda che deve essere cessata, la valutazione andrà effettuata nell'ottica del realizzo dei beni di cui si compone la stessa azienda (criterio di liquidazione);
- Se lo scopo è quello di determinare il valore di un'azienda che sta per essere ceduta, la valutazione dovrà tenere conto anche di elementi che normalmente non toccano il soggetto economico (i redditi prospettici, i flussi di cassa attesi, ...) e andrà effettuata nell'ottica della continuazione dell'attività (criterio di funzionamento).

Quando si deve valutare l'azienda, non è quasi mai sufficiente valutare i singoli beni, in quanto occorre anche una valutazione dell'azienda intesa come entità sulla base della sua capacità di produrre reddito (c.d. avviamento).

L'avviamento si definisce come la capacità dell'azienda di conseguire redditi nel tempo.

La differenza tra una azienda di nuova costituzione e una azienda avviata è da ricercarsi proprio nella possibilità di produrre risultati economici in conseguenza della collaudata organizzazione dei fattori della produzione nell'azienda stessa. L'azienda ben avviata, dunque, fa leva su un aggregato di condizioni immateriali favorevoli che le danno maggiore attitudine a raggiungere i propri obiettivi ed a produrre utili. Di conseguenza, chi acquista un'azienda funzionante riconosce al cedente un valore di avviamento, che per l'acquirente altro non è se non il prezzo da pagare per evitare i rischi di insuccesso legati alla attività nuova, ed il sostenimento dei costi di impianto.

Lo stesso poi potrà essere positivo (goodwill) o negativo (badwill).

L'avviamento positivo può essere definito quantitativamente come la differenza, ad una determinata data, tra il valore globale dell'azienda e la sommatoria algebrica dei valori correnti (attivi e passivi) che compongono il capitale aziendale.

L'avviamento può essere negativo se il risultato reddituale è inferiore al risultato patrimoniale.

Qualitativamente, corrisponde alla diminuzione di valore del patrimonio di un'azienda che è in perdita, un valore che è inferiore al suo capitale economico. Il Badwill rappresenta dunque un complesso funzionante che in termini di efficienza, ha un valore inferiore ai valori che lo compongono.

Di seguito vengono illustrate le caratteristiche salienti dei diversi metodi di stima applicabili, tra i più utilizzati in dottrina, al fine di permettere una valutazione delle scelte operate dal sottoscritto, di seguito illustrata nel paragrafo relativo alla valutazione, e conseguentemente valutarne la coerenza, metodi che si possono suddividere in diversi macro-gruppi

Metodo Patrimoniale

Il valore dell'azienda è espresso in funzione del patrimonio della stessa. Si fonda sul principio della valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale. Punto di partenza è la situazione patrimoniale dell'azienda, espressa con valori di funzionamento. Il patrimonio netto è calcolato con valori contabili, risultanti dalle scritture e dal bilancio. Ai fini della valutazione dell'azienda il patrimonio netto contabile viene rettificato adeguando le sue singole parti con autonome



stime ai valori correnti di mercato. Le attività vengono valutate al presunto valore di realizzo o al costo attuale di riacquisto, le passività vengono valutate secondo il presunto valore di estinzione.

A seconda che i beni immateriali siano o meno considerati, si possono distinguere i seguenti metodi patrimoniali:

- Metodo patrimoniale semplice
- Metodo patrimoniale complesso

VANTAGGI

- Valutazione dei valori oggettivi del capitale
- Bassa incidenza di ipotesi soggettive
- Basso grado di incertezza
- Buona attendibilità complessiva
- Notevole diffusione professionale
- Facilità di applicazione
- Garanzie di cautela e prudenza

LIMITI

- Scindibilità degli elementi dell'azienda
- Assenza di dati di valutazione reddituali
- Metodo orientativo
- Staticità di valutazione
- Inadattabilità ad aziende con basso capitale fisso.

Metodo Reddituale

Il capitale economico è il dato centrale su cui si basa il metodo reddituale. L'azienda acquisisce valore in virtù della sua capacità di generare reddito. Un insieme di beni economici può essere definito capitale solo se è in grado di produrre reddito. La redditività dell'azienda è funzione dunque del suo capitale, il valore dell'azienda è funzionale alla sua redditività, che, a sua volta è espressione del capitale economico. L'obiettivo del metodo è valutare (economicamente) l'azienda come complesso unitario sulla base della relazione valore-redditività.

Il valore dell'azienda viene calcolato mediante l'attualizzazione/capitalizzazione dei risultati economici attesi. L'azienda vale se ed in quanto produce reddito: fondamentale è pertanto definire tali grandezze al fine dell'ottenimento del risultato della valutazione e pertanto la definizione del reddito medio prospettivo e del coefficiente di attualizzazione dello stesso.

VANTAGGI

- Valutazione della capacità reddituale
- Linearità teorica
- Contenuta incidenza di ipotesi soggettive
- Basso grado di incertezza
- Discreta attendibilità complessiva



- Buona diffusione professionale
- Unitarietà della valutazione

LIMITI

- Assenza di dati di valutazione del capitale
- Eccessivo valore attribuito all'avviamento
- Non applicabilità nelle aziende con elevato grado di patrimonializzazione
- Margine di errore possibile nell'approssimazione del tasso e nella stima del reddito da capitalizzare
- Mancata evidenziazione di riserve latenti
- Ipotesi di stabilità e rigidità di mercato e dei redditi nel tempo

Metodo Finanziario

Il metodo finanziario stima il valore dell'azienda in funzione della capacità futura di generare flussi di liquidità. Il capitale d'azienda assume valore per quanto è in grado di conseguire risultati idonei a remunerare congruamente tutti i fattori produttivi impiegati, incluse le risorse finanziarie necessarie a sostenere l'attività aziendale. Il valore dell'azienda è dunque stimato sulla base dell'attualizzazione dei flussi di cassa attesi dall'investimento e dall'attualizzazione del valore residuo del patrimonio non monetario. L'obiettivo è esprimere il valore finanziario di un'azienda in relazione ai flussi monetari generati dalle scelte gestionali.

Il valore dell'azienda ottenuto con l'applicazione del metodo finanziario è essenzialmente caratterizzato da tre fattori principali:

- Dimensione dei flussi finanziari netti
- Distribuzione nel tempo dei flussi finanziari attesi
- Attualizzazione dei flussi finanziari attesi con congruo tasso di valutazione

VANTAGGI

- Valutazione dei flussi di cassa attesi
- Natura monetaria del reddito
- Metodo teoricamente rigoroso ed evoluto
- Valutazione dinamica della gestione
- Valorizzazione del capitale umano e del management

LIMITI

- Assenza di dati di valutazione del capitale
- Elevata presenza di ipotesi soggettive
- Scarsa credibilità globale
- Scarsa diffusione professionale
- Alto grado di incertezza
- Non applicabilità nelle aziende con scarso movimentazione monetaria
- Difficoltà di applicazione

Metodi Misti



I metodi misti patrimoniali-reddituali rappresentano una sintesi tra i due procedimenti, l'uno basato sul patrimonio, l'altro su reddito. L'obiettivo è quello di esprimere il valore aziendale in funzione del patrimonio e del reddito: il metodo patrimoniale infatti trascura la valutazione della redditività futura dell'azienda, il metodo reddituale trascura la valutazione della consistenza patrimoniale. Il metodo misto è quindi in prima approssimazione più completo. Inoltre consente di ridurre il margine di soggettività del metodo reddituale quantificando anche gli elementi oggettivi del patrimonio, coniugando l'obiettività e la verificabilità del metodo patrimoniale con la razionalità di quello reddituale. Il grado di incertezza, pertanto, è minore. E' un metodo, nella prassi professionale, assai diffuso, non solo nella realtà europea, ma anche per stimare le piccole e medie aziende americane, sebbene il rigore concettuale metodologico sia carente di linearità. Elemento centrale della valutazione aziendale con procedimento misto è il patrimonio. Lo stesso viene rettificato ed espresso in termini correnti di mercato. Poiché il valore dell'azienda è anche strettamente legato alla dinamica reddituale, la capacità di produrre profitti nel tempo è considerato uno strumento per correggere il valore patrimoniale. Il correttivo reddituale (positivo o negativo) ha un peso limitato.

Il metodo misto è essenzialmente composto da due metodologie:

- Il metodo del valore medio
- Il metodo della stima autonoma dell'avviamento

VANTAGGI

- Valutazione dei valori del capitale e della capacità reddituale
- Completezza della valutazione
- Metodo di riscontro e controllo
- Valutazione autonoma dell'avviamento
- Basso grado di incertezza
- Notevole diffusione professionale
- Valutazione di valori oggettivi
- Considerazione della diversità di rischio

LIMITI

- Assenza di linearità teorica
- Margine di errore possibile nell'applicazione dei tassi e nella stima del sovra reddito
- Possibilità di errore del risultato per l'approssimazione dei tassi e per le stime dei valori

Metodi Innovativi ed empirici

Nella prassi professionale successivamente si sono sviluppate nuove metodiche di valutazione aziendale:

- EVA Economic Value Added: metodo che non nasce come metodica per la valutazione dell'azienda bensì come indicatore di performance, al fine della misurazione della capacità dell'azienda in funzionamento di produrre nuova ricchezza; sebbene non nato per tale finalità lo stesso mettendo a confronto il rendimento del capitale investito nell'azienda con il costo dello stesso e rilevando se la stessa ha creato o distrutto valore si presta molto alla determinazione del valore economico di una azienda;

- MVA Market Value Added: è una diretta derivazione della metodica EVA, che è sostanzialmente considerata corrispondente dell'EVA dal punto di vista del mercato;
- REI Risultato Economico Integrato: esprime una misura di performance economica periodale dell'azienda non basata sulla dinamica del valore, in quanto considera, oltre al risultato contabile "normalizzato" la variazione di valore degli assets intervenuta nel periodo;
- OYPAC One Year Perpetual Approach: metodo che si appropria sull'estrapolazione perpetua dei risultati di un anno;
- Break-Up: rappresenta una alternativa ai metodi classici (patrimoniali, reddituali, misti) e a quelli più recenti (flussi di cassa, EVA, ...); tale metodo nato per determinare il valore di una azienda multi-business nell'ipotesi in cui le singole business units vengano cedute separatamente a compratori che operano tendenzialmente nello stesso settore di ciascuna unità venduta, al fine di massimizzare i profitti dell'operazione;
- Opzioni Reali: che permette di valutare un'azienda con forti elementi di dinamicità, valorizzando le sue componenti strategiche ovvero la propensione del management a innovare sistematicamente e a tracciare nuovi percorsi di sviluppo a seconda dell'evoluzione degli scenari competitivi;
- Metodi diretti che fondano la valutazione su dati di mercato e deducono il valore direttamente da osservazioni di parametri e indicatori nel presupposto che rappresentino una stima corretta del valore dell'azienda
- Metodi indiretti che invece fondano la valutazione su dati (possibilmente) oggettivi e su basi di razionalità, obiettività e neutralità

Tutta questa classe di metodologie, di matrice per lo più anglosassone, presentano come è naturale anch'essi sia vantaggi che svantaggi, che in questa sede non verranno esaminati poiché non risultano essere applicabili al caso di specie come metodologia principale. Tali metodologie potrebbero però essere utilizzate come metodologia di controllo.

9. VALUTAZIONE

Premesso quanto di cui al precedente paragrafo relativo alle differenti metodologie di stima applicabili, nonché quanto brevemente evidenziato circa le vicende sociali relative al periodo ante fallimento, il sottoscritto ha ritenuto di utilizzare, nel caso specifico, come metodologia principale di valutazione una valutazione basata sul **"metodo della stima autonoma dell'avviamento"**.

Sono stati esclusi l'utilizzo come metodo principale di valutazione i metodi patrimoniali semplice o complesso, i metodi reddituali, i metodi finanziari nonché i metodi innovativi ed empirici, in quanto una valutazione tramite le medesime metodologie, con particolare riferimento ai metodi finanziari e/o innovativi, potrebbe essere effettuata unicamente avendo a disposizione piani pluriennali per lo sviluppo futuro dell'attività mentre per quanto concerne i dati previsionali si è un possesso unicamente delle previsioni relative all'anno 2018.

Allo stato attuale benché il previsionale per l'anno 2018 non sia positivo ciò non comporta che a seguito di interventi di ristrutturazione per gli esercizi futuri l'azienda possa conseguire redditi prospettici normalizzati ovvero flussi di cassa attesi per il futuro, ed in tale ottica è stato debitamente modificato e rettificato il piano previsionale esaminato.



Si è pertanto optato per il metodo misto con la stima autonoma dell'avviamento, che sebbene rappresenti un metodo meno sofisticato da un punto di vista aziendale, offre l'indubbio vantaggio di basarsi su valutazioni mediamente oggettive.

Questo metodo risulta inoltre coerente sia con una cessione d'azienda secondo un criterio di funzionamento, sia secondo un criterio di liquidazione pura. Risulta infatti chiaro che la procedura fallimentare potrà cedere a terzi l'azienda in un'ottica di continuità aziendale nel caso in cui individui un soggetto dotato delle necessarie risorse finanziarie, gestionali, organizzative necessarie per effettuare il "turn-around" e riportare la stessa in situazione di redditività.

Ma la procedura, in seconda istanza, potrà anche cedere i singoli elementi costitutivi dell'azienda, in un'ottica di mera liquidazione concorsuale.

Di seguito vengono espone le valutazioni delle singole attività materiali, immateriali ed avviamento costituenti l'azienda. Come precedentemente anticipato, poiché la eventuale cessione d'azienda avviene nell'ambito di una procedura concorsuale, viene specificatamente escluso il subentro da parte dell'eventuale acquirente nei debiti e crediti della società cedente.

L'azienda si compone pertanto esclusivamente delle attività di seguito analiticamente analizzate, raggruppate nelle seguenti categorie:

- Immobilizzazioni Materiali
- Avviamento Commerciale

Simbolicamente il valore può essere rappresentato come segue:

$$VA = K + A$$

VA = Valore Azienda oggetto di valutazione

K = Valore Patrimoniale Rettificato

A = Avviamento

Immobilizzazioni Materiali

Di seguito vengono evidenziati, in modo sintetico, i beni inventariati per categoria. E' stato conferito al sottoscritto valutatore, dott. Roberto Quaranta, incarico per la valutazione di detti beni.

Il sottoscritto, ai fini della presente valutazione, ritiene di acquisire la valutazione come "VALORE D'USO" espresse nella mia relazione del 03/05/2018 alla quale si rimanda anche per elencazione analitica dei singoli beni.

Attrezzature Varie

Le attrezzature varie sono state valutate ad Euro 4.019,00

Mobili e arredi sedute

Il valore complessivo di questa categoria di beni viene stimato in Euro 1.721,00

Armadi contenitori e librerie

Il valore complessivo di questa categoria di beni viene stimato in Euro 14.025,00

Cassettiere

Il valore complessivo di questa categoria di beni viene stimato in Euro 569,00.

Tavoli

Il valore complessivo di questa categoria di beni viene stimato in Euro 4.960,00

Scaffalature e Varie

Il valore complessivo di questa categoria di beni viene stimato in Euro 126,00

Macchine ufficio elettroniche

Il valore complessivo di questa categoria di beni viene stimato in Euro 7.073,00

Telefonia mobile

Il valore complessivo di questa categoria di beni viene stimato in Euro 120,00

Software

Il valore complessivo di questa categoria di beni viene stimato in Euro 16.153,00

Varie

Il valore complessivo di questa categoria di beni viene stimato in Euro 43.940,00

Riassumendo quanto precedentemente esposto, e rimandando alla relazione del sottoscritto del 03/05/2018 per una elencazione analitica, il valore complessivo delle immobilizzazioni materiali risulta essere il seguente

DESCRIZIONE		IMPORTO
Attrezzature varie	Euro	4.019,00
Mobili e arredi sedute	Euro	1.721,00
Armadi contenitori e librerie	Euro	14.025,00
Cassettiere	Euro	569,00
Tavoli	Euro	4.960,00
Scaffalature e Varie	Euro	126,00
Macchine ufficio elettroniche	Euro	7.073,00
Telefonia mobile	Euro	120,00
Software	Euro	16.153,00
Varie	Euro	43.940,00
TOTALE	Euro	92.706,00



Stima dell'avviamento commerciale

Il calcolo del valore dell'avviamento commerciale si ottiene attualizzando il surplus di reddito futuro sulla base di un congruo tasso di valutazione.

Il surplus di reddito o sovra-reddito è il profitto in senso stretto, il profitto puro, ovvero l'insieme delle condizioni immateriali che garantiscono all'azienda un rendimento (profitto) superiore a quello del settore, cioè del rendimento normale.

L'avviamento, per questo, molte volte viene definito "sovra reddito": è un'indicazione non corretta, in quanto la differenza tra reddito effettivo e reddito normale non esaurisce il concetto di avviamento, che è un fattore che perdura nel tempo. La differenza, il surplus di reddito, viene attualizzata.

La formula

$$A = (R - Ki) \times a_{n-i'}$$

Dove

A = valore avviamento

R = reddito medio prospettico

K = valore patrimoniale rettificato

i = tasso di valutazione normale

$a_{n-i'}$ = simbolo matematico finanziario che indica il valore attuale di una rendita con durata definita

n = numero di anni di prevedibile durata dell'avviamento

i' = tasso di valutazione "finanziario"

Per stimare il differenziale di redditività, che può essere positivo (sovra-reddito) oppure negativo (sotto-reddito), ai fini del calcolo del capitale economico dell'azienda occorre premettere che per quanto riguarda K e R, rispettivamente valore patrimoniale rettificato e reddito medio prospettico, si utilizzeranno dei dati già calcolati o per la determinazione della stima dei valori di cui all'inventario fallimentare ovvero nella determinazione del reddito medio prospettico da utilizzare nel metodo di controllo.

Il tasso di valutazione normale esprime sia il rendimento puro, sia il premio di rischio. E' il medesimo tasso utilizzato per la determinazione del valore economico nel metodo reddituale.

Il tasso di valutazione i' è un tasso finanziario: il puro compenso per il trascorrere del tempo indipendentemente dal grado di rischio (free risk rate), è lo strumento per ricondurre alla data della valutazione i surplus di reddito futuri.

Determinazione reddito medio prospettico

Alla luce dell'analisi in precedenza svolta in relazione all'andamento economico della società negli esercizi presi in considerazione e considerato che l'azienda oggetto della presente perizia verrà ceduta dalla

curatela fallimentare "esdebitata" (al netto di passività e crediti), si ritiene che il risultato d'esercizio non sia un indicatore adeguato a determinare il valore dell'azienda, in quanto fortemente influenzato da operazioni di natura non caratteristica (quali oneri finanziari, sopravvenienze, svalutazioni), nonché dalle vicende societarie.

Lo scrivente assumerà quindi ai fini dell'individuazione del reddito c.d. normalizzato, l'indicatore EBITDA, in quanto espressivo, nel caso di specie, della capacità reddituale dell'azienda nella configurazione nella quale verrà alienata.

Stanti le complessità riscontrate nel processo di normalizzazione del reddito e la mancanza di un piano industriale pluriennale, si è ritenuto di dover procedere ad una stima dei risultati futuri sulla base dei pesi storici delle singole categorie dei fattori produttivi.

Pertanto, si è proceduto ad individuare l'EBITDA prospettico normalizzato sulla base del criterio dei risultati storici come media dell'EBITDA degli esercizi dal 2018 al 2021, al fine di individuare la capacità reddituale dell'azienda in pieno funzionamento, quindi in condizioni "normali".

Si è ritenuto opportuno, nel processo di normalizzazione, prendere in considerazione il budget dei ricavi preventivi comunicati dall'azienda per l'esercizio 2018 e quindi procedere ad una sua rivalutazione annuale ad un tasso prudenziale di incremento del 10% annuo.

Inoltre nella normalizzazione del reddito si è proceduto a computare il costo delle prestazioni professionali dei professionisti membri del capitale sociale della società ad un valore ritenuto dallo scrivente congruo rispetto agli apporti ricevuti dai professionisti terzi.

I medesimi compensi figurativi quindi hanno subito il medesimo incremento del volume d'affari nel corso degli anni.

	PreConsuntivo	Previsionale			
	2017	2018	2019	2020	2021
RICAVI	1.531.000	800.000	880.000	968.000	1.064.800
COSTI OPERATIVI	1.116.000	409.000	449.000	494.000	544.000
SPESE GENERALI	452.000	236.000	260.000	286.000	314.000
EBITDA ANTE NORMALIZZAZIONE	-37.000	155.000	171.000	188.000	206.800
EBITDA NORMALIZZATO	173.000	92.000	101.700	111.770	122.947

Si è così pervenuti a calcolare un EBITDA normalizzato medio annuo pari ad Euro 107.000,00

E' il caso di precisare che non si è tenuto conto di ulteriori investimenti nel processo di normalizzazione del reddito in quanto gli investimenti necessari alla ripresa della produzione ed al rilancio commerciale, che sono stati definiti "costi del risanamento", sono stati separatamente stimati e portati a riduzione del valore del ramo aziendale calcolato sulla base del reddito netto normalizzato.

Determinazione Avviamento

DESCRIZIONE	IMPORTO
-------------	---------



EBITDA medio lordo	107.000,00
Ammortamenti	26.000,00
Reddito Operativo Lordo	81.000,00
IIDD	22.000,00
R – Reddito Operativo Netto	59.000,00
K – Valore patrimoniale rettificato	92.706,00
i - Tasso di attualizzazione	8,62%
n - Periodo	10
i' – tasso di valutazione finanziario (risk free)	0,88%
Valore Avviamento	332.904,00

Determinazione valore azienda

DESCRIZIONE	IMPORTO
K – Valore patrimoniale rettificato	92.706,00
A- Valore Avviamento	332.904,00
Valore ramo azienda al lordo dei costi di risanamento	425.000,00
Costi di risanamento	-100.000,00
Valore Azienda	325.000,00

Riepilogo

Pertanto sulla base delle indagini sopra compiute si riassume il valore determinato mediante l'applicazione del **metodo della stima autonoma dell'avviamento:**

Euro 325.000,00 al netto degli ipotetici costi di risanamento

10. EFFETTO FISCALE

Ai sensi dall'art.183 TUIR il reddito del fallimento è determinato dall'eventuale differenza tra il residuo attivo al termine della procedura (costituito da quanto restituito alla società fallita al termine della procedura C.M. 22.03.2002 n. 26/E) ed il patrimonio netto della società fallita all'apertura della procedura (pari a zero se il patrimonio è negativo).

Inoltre ai sensi della C.M. 04.10.2004 n.42/E nel caso di chiusura della procedura per esaurimento dell'attivo non vi può essere residuo restituito alla società fallita e conseguentemente non si configura reddito di impresa ascrivibile alla procedura.

Ciò premesso è del tutto plausibile non prendere in considerazione nella presente valutazione la interferenza fiscale sulle eventuali plusvalenze latenti, mentre ovviamente la stessa è stata considerata nella determinazione dell'avviamento.

11. METODI DI CONTROLLO

Come evidenziato in dottrina è sempre opportuno, una volta individuato il valore con il metodo principale, verificare la significatività dello stesso mediante il ricalcolo con uno o più metodi di controllo.

Nel caso di specie, si è ritenuto di utilizzare i seguenti metodi di controllo:

- metodo reddituale
- metodo dei multipli

Si è ritenuto di dover utilizzare tale due metodologie benché non utilizzate come metodo principale di valutazione per verificare se il valore stimato in precedenza possa essere, date le limitazioni dei citati metodi sostenibile anche dal punto di vista di un potenziale investitore.

Metodo reddituale

Per la determinazione del valore complessivo dell'azienda con il metodo reddituale si è cercato di ricostruire il reddito medio ordinario ritraibile dalla azienda sulla base dei colloqui avvenuti con i responsabili dell'azienda fallita.

Per l'applicazione della metodologia si è utilizzata la consueta formula:

$$W = (Ro) \times an^{-i}$$

W = valore azienda

Ro = reddito operativo

an^{-i} = il coefficiente di attualizzazione

Determinazione del tasso di capitalizzazione

Per la determinazione del valore economico secondo il metodo reddituale puro verrà scelto un tasso di capitalizzazione unico e di tipo semplificato.

Il tasso è costruito come somma fra il tasso degli investimenti senza rischio ed il tasso di rendimento atteso per la specificità dell'azienda nella quale si vuole effettuare l'investimento, detto anche premio di rischio.

Tale nozione di tasso altro non è che l'esplicitazione di un approccio razionale all'investimento da parte di un investitore disposto a correre il rischio di impresa che quindi ha due specifiche aspettative dal proprio investimento. La prima è quella di ricevere una remunerazione dal capitale investito perlomeno uguale a quella che ritrarrebbe sul mercato finanziario investendo in titoli a basso rischio. A detta remunerazione minima, il suddetto investitore si aspetta di aggiungere quella derivante dal mercato e/o settore specifico in cui effettua il proprio investimento

Nello specifico il tasso di attualizzazione è stato calcolato come segue:

$$i = Rf + (Rm - Rf) \times beta$$

- Tasso privo di rischio (Rf): la componente *risk free* è stata quantificata sulla base dei rendimenti dei BTP a 5 anni pari al 0,88% (Fonte Ministero dell'Economia e delle Finanze, www.dt.tesoro.it);
- Premio per il rischio azionario (Rm-RF): il premio per il rischio viene solitamente rappresentato quale media dei rendimenti di lungo periodo di un paniere di titoli azionari o di un indice di borsa, al netto della media dei rendimenti di investimenti privi di rischio. Il premio per il rischio è stato assunto pari al 6,00% (Fonte KPMG – Equity Market Risk Premium – Research Summary)



- Il coefficiente beta: il beta di settore che esprime il premio al rischio dello specifico settore è stato assunto nella versione *unlevered*, in assenza di indebitamento finanziario, pari a 0,79 (Fonte: Aswath Damodaran, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>) In considerazione inoltre della carenza di liquidabilità del bene oggetto di stima (che è un complesso aziendale e non una società quotata), nonché del posizionamento competitivo e della forza commerciale relativamente ridotta rispetto ai *competitors* sui quali è basata la media di mercato sopra riportata, in considerazione della situazione di crisi patita dalla azienda, si è ritenuto opportuno applicare al tasso come sopra calcolato (che esprime, tramite il beta, la rischiosità media delle società quotate del settore) una ulteriore maggiorazione per premio al rischio specifico di azienda e per carenza di negoziabilità pari complessivamente a 3,00 punti percentuali.

Dall'applicazione della formula sopra riportata, ne deriva che il tasso di attualizzazione utilizzato è pari al 8,62% ($0,88\% + 6,00 * 0,79 + 3,00$)

DESCRIZIONE	IMPORTO
Tasso "risk free"	0,88%
Market risk premium	6,00%
Beta	0,79
Premio rischio specifico	3,00%
Tasso di attualizzazione	8,62%

Quindi si presenta la matrice utilizzata per la determinazione del valore azienda con il metodo reddituale.

DESCRIZIONE	IMPORTO
Reddito operativo normalizzato	59.000,00
Tasso di attualizzazione	8,62%
Periodo	10
Valore ramo azienda al lordo dei costi di risanamento	385.000,00
Costi di risanamento	-100.000,00
Valore Azienda metodo reddituale	285.000,00

Metodo dei multipli

Mediante l'approccio delle società comparabili si stima il prezzo più probabile per una azienda non quotata, prendendo come riferimento un campione di società operanti nel medesimo settore e ritenute omogenee e per transazioni avvenute sul mercato.

I multipli comunemente utilizzati sono:

- Enterprise Value/Fatturato o produzione lorda
- Enterprise Value/Ebitda
- Enterprise Value/Ebit
- Equity Value/Utile Lordo
- Equiti Value/Utile Netto
- Equity Value/Patrimonio Netto
- Enterprise Value/Flusso di cassa operativo

Dati le informazioni a disposizione e date le finalità della presente si identifica come moltiplicatore

Enterprise Value / EBITDA (Fonte <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>)

Determinazione valore impresa sulla base del moltiplicatore Enterprise Value/EBITDA:

$$EV = EBITDA * \text{moltiplicatore}$$

Con riferimento al valore del moltiplicatore da adottare, preso atto che l'importo medio rilevato per il settore e l'area geografica è pari a 9,04, occorre prevedere un correttivo che possa debitamente rappresentare le ridotte dimensioni aziendali nonché la illiquidità dell'investimento medesimo, non essendo la società oggetto della presente quotata. Ciò detto si ritiene che una riduzione del 30% dell'indicatore originale ben rappresenti tale fattispecie e conseguentemente il valore di tale moltiplicatore è 6,33.

DESCRIZIONE	IMPORTO
Moltiplicatore Enterprise Value/EBITDA	6,33
EBITDA 2018 normalizzato al netto imposte	72.000,00
Enterprise Value determinato lordo costi risanamento	456.000,00
Costi risanamento	-100.000,00
Enterprise Value	356.000,00

Sulla base dei risultati dei metodi di controllo utilizzati si rileva come gli stessi siano coerenti, benché con le differenze insite nelle differenti tipologie valutative, con il valore determinato con il valore principale.

12. CONCLUSIONI

Per lo svolgimento dell'incarico, ovvero per la determinazione del valore attuale dell'azienda, esercitata da DANTE O.BENINI & PARTNERS ARCHITECTS SRL IN LIQUIDAZIONE, si è optato per l'applicazione del "metodo patrimoniale complesso", secondo il quale il valore dell'azienda è costituito dalla sommatoria delle attività materiali ed immateriali che la costituiscono, opportunamente rettificata e valorizzata. Tale metodo, particolarmente prudente ed oggettivo, è stato considerato il più idoneo alla valutazione dell'azienda fallita. Quindi la medesima metodologia è stata verificata con l'applicazione, come previsto dalla dottrina, di metodi di controllo al fine della verifica dell'attendibilità dei risultati raggiunti con l'applicazione del metodo principale.

Il metodo in parola ha condotto alla determinazione dei seguenti valori:

DESCRIZIONE		IMPORTO
Immobilizzazioni Materiali	Euro	92.706,00
Avviamento	Euro	332.904,00
Arrotondamento	Euro	-610,00
TOTALE AL LORDO COSTI RISANAMENTO	Euro	425.000,00
Costi di Risanamento	Euro	-100.000,00
TOTALE	Euro	325.000,00

Il valore complessivo dell'azienda, come precedentemente identificata, ammonta pertanto:

- **al valore di complessivi Euro 325.000,00**

Resta a disposizione per qualsiasi ulteriore chiarimento e ringrazia per l'incarico ricevuto e la stima accordatagli.

Milano, 04/05/2018

Firmato digitalmente - Dott. ROBERTO QUARANTA

