

Dott. Alberto Ress
commercialista
revisore legale dei conti
via G. Bruno n. 1/3 – Lugo (RA)
tel. e fax 0545.23329
email: studioress@gmail.com

VALUTAZIONE DEGLI ASSETS INTANGIBILI E IMMATERIALI

DELL'AZIENDA DELLA

NUOVA EUROGOMITI DI BERRETTI GIUSEPPE & C. S.A.S.

0=0=0

Il sottoscritto dott. Alberto Ress, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Ravenna al n. 562/A, Revisore Legale dei Conti (D.M. del 26 maggio 1999 – G.U. n. 45 dell'8 giugno 1999), con studio in Lugo (Ra), via G. Bruno n. 1/3, come da preciso incarico ricevuto ex art. 87, co. II^a l.f., prestato il giuramento di rito in data 29 giugno 2017, ha determinato il valore del compendio aziendale relativo alla **NUOVA EUROGOMITI DI BERRETTI GIUSEPPE & C. S.A.S. IN FALLIMENTO** con sede in Forlì – via B. Dovizi (La Selva) n. 18, iscritta presso il Registro delle Imprese di Forlì al n. 0355079400, Rea n. 305796, CF e P.IVA n. 0355079400, dichiarata fallita con sentenza del Tribunale di Forlì del 17 maggio 2017 n. 34/17, Giudice Delegato la dott.ssa Barbara Vacca.

1) OBIETTIVO ED OGGETTO DELLA VALUTAZIONE

Come sopra accennato la NUOVA EUROGOMITI DI BERRETTI GIUSEPPE & C. S.A.S. è stata dichiarata fallita dal Tribunale di Forlì con sentenza n. 34/17 del 17 maggio 2017 che ha disposto anche

l'esercizio provvisorio dell'attività d'impresa sino all'8 agosto 2017.

L'obiettivo della presente perizia è quello di determinare il valore economico proprio dell'azienda a cui è stata concessa la continuazione dell'attività in esercizio provvisorio, con particolare riguardo al compendio intangibile e immateriale, al fine di fornire agli Organi della procedura fallimentare un valore di riferimento per l'espletamento della procedura competitiva ex art. 107 l.f.

Lo scrivente evidenzia che la presente relazione è redatta in conformità ai Principi Italiani di Valutazione (di seguito PIV) redatti dall'Organo Italiano di Valutazione e tenuto conto anche delle Linee guida per la valutazione di aziende in crisi pubblicate recentemente dal CNDCEC.

Ci si atterrà quindi ai Principi enunciati in particolare indicati ai paragrafi "I" (Rete concettuale di base), "II" (Attività dell'esperto) e "III" (Principi per specifiche attività) dei PIV.

Con particolare riguardo al paragrafo "III" sopra enunciato, di particolare rilevanza e complessità ai fini della presente stima è risultato l'inquadramento dei presupposti della valutazione, ovvero se possa dirsi in qualche modo applicabile alla stima in esame il presupposto della continuità della gestione (*going concern*) ovvero se la valutazione debba avvenire nella prospettiva della liquidazione con realizzo, in modo atomistico, dei singoli beni che compongono il complesso aziendale.

Si tiene a precisare anche che la *opinion* che lo scrivente

emetterà a conclusione del lavoro consisterà in un giudizio sul valore dei beni valutati, ma che detto valore è nozione ben distinta dal prezzo che in concreto verrà esitato dalla vendita.

Tale distinzione è rinvenibile anche nei PIV. In particolare il Principio I.6.1 dispone che: *“L’esperto deve precisare la configurazione di valore prescelta, avendo da un lato le differenze fra prezzo, costo e valore; dall’altro le finalità della stima”*, precisando nel relativo commento al suddetto Principio 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”*.

2) DATA DI RIFERIMENTO, DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA E MODALITA’ DI SVOLGIMENTO DELL’INCARICO

La data di riferimento della stima è la data di fallimento della società, quindi il 17 maggio 2017, e la documentazione utilizzata consiste principalmente nei dati storici, rielaborati opportunamente dallo scrivente e supportati da verifiche sulla loro attualità.

Le fonti principali da cui si è attinto sono state le seguenti:

- i bilanci depositati o comunque disponibili per gli ultimi cinque esercizi interi, quindi dal 2012 al 2016, e alla situazione contabile per la frazione di esercizio 1 gennaio 2017 - data di fallimento;

- la documentazione contabile/amministrativa consultata presso la sede societaria e la Curatela;
- le relazioni del Commissario Giudiziale e la documentazione comunque disponibile relativa al Concordato Preventivo in continuità;
- ogni altra informazione utile alla corretta valutazione degli *assets* aziendali.

Prima di procedere alla descrizione dell'azienda, è bene specificare quale sono stati i principali limiti di svolgimento dell'incarico:

- a) non sono state effettuate verifiche sui titoli di proprietà dei beni valutati, basandosi unicamente su quanto risultante dalla documentazione consegnata ed esaminata;
- b) le valutazioni contenute nella presente relazione, basandosi principalmente su elementi previsionali, non possono essere assunte o interpretate come una garanzia sul futuro andamento dell'azienda e le conclusioni raggiunte sono basate sul complesso delle informazioni disponibili e della valutazioni effettuate;
- c) l'assenza di dati previsionali aggiornati sull'andamento prossimo e futuro dell'attività d'impresa ha costretto lo scrivente ad utilizzare, benchè solo in parte, quelli disponibili ed elaborati per il Piano concordatario, rivelatisi però in buona parte non realizzabili;

d) i limiti dell'incarico ricevuto, riferito alla sola valutazione degli *assets* intangibili, non ha comportato l'esame valutativo della componente materiale dei beni aziendali, affidata invece alla valutazione di altro perito nominato nella persona dell'ing. Gian Marco Gardini.

Le modalità di svolgimento dell'incarico possono essere sintetizzate nelle seguenti principali fasi:

- analisi dei presupposti metodologici per la valutazione;
- individuazione ed analisi delle attività da sottoporre a valutazione;
- analisi dei risultati economici storici;
- individuazione dei criteri e delle metodologie di valutazione;
- stima dei parametri per l'applicazione delle metodologie di valutazione prescelte;
- sviluppo della valutazione sulla base delle metodologie individuate;
- individuazione delle singole componenti di valore.

3) BREVE STORIA DELLA SOCIETA' E DESCRIZIONE DELL'ATTIVITA' ESERCITATA

La Nuova Eurogomiti nasce il 15 dicembre 2005 nella forma di società a responsabilità limitata con la denominazione di Eurogomiti S.r.l. (Capitale Sociale €. 10.000) e con l'oggetto principale della propria attività la *produzione di gomiti terminali e articoli di lattoneria*

per l'edilizia e per i settori affini.

La compagine societaria era così formata:

- Stil Tetto S.r.l. detentrica del 98,9% delle quote sociali;
- Gaetano Santo Mannino detentore dello 0,38% delle quote sociali;
- Paolo Berretti detentore dello 0,36% delle quote sociali;
- Giuseppe Berretti detentore dello 0,36% delle quote sociali.

Successivamente e in data 22 giugno 2006 la società veniva trasformata in società per azioni e cambiata la denominazione in Eurogomiti S.p.a., il capitale sociale veniva aumentato ad €. 910.000 mediante il conferimento del ramo d'azienda operativo della società Stil Tetto S.r.l. (già denominata Eurogomiti 2000 S.r.l.) costituito dalla proprietà degli impianti e macchinari utilizzati per la produzione mentre il compendio immobiliare è rimasto di proprietà di quest'ultima società che poi lo ha concesso in locazione alla Eurogomiti S.p.a.

A causa delle perdite economiche conseguite nel 2007, il 6 maggio 2008 veniva deliberata la ricostruzione del Capitale Sociale ed il suo contemporaneo aumento ad €. 1.500.000; l'aumento di capitale veniva effettuato mediante apporto di capitali da parte del socio Stil Tetto S.r.l., capitali attinti da finanziamenti bancari garantiti da ipoteche iscritti sugli immobili di proprietà.

Ancora, in data 27 aprile 2011 veniva deliberata la riduzione del Capitale Sociale ad €. 1.050.000 a copertura delle perdite determinatesi nell'esercizio precedente.

Con ricorso depositato presso la Cancelleria fallimentare del Tribunale di Forlì in data 1 ottobre 2012 veniva chiesta l'ammissione alla procedura di Concordato Preventivo in continuità, procedura dichiarata aperta con Decreto dell'11 gennaio 2013 e successivamente omologata con Decreto dell'8 luglio 2013.

Nel corso della procedura di Concordato Preventivo in continuità, in data 28 luglio 2014, veniva disposta la trasformazione della società da società di capitali (S.p.a.) a società di persone (S.a.s.), determinando la definitiva compagine sociale, presente anche alla data di fallimento (socio accomandate la Stil Tetto S.r.l., nel frattempo posta in liquidazione, per il 98,90% delle quote sociali; unico socio accomandatario il sig. Giuseppe Berretti per il restante 1,10% delle quote sociali).

Successivamente la procedura di Concordato Preventivo in continuità è proseguita senza però raggiungere gli obiettivi minimi prefissati dal piano concordatario determinando di conseguenza, anche a seguito della presentazione di istanze di fallimento da parte di alcuni creditori e istanza di auto fallimento da parte della stessa società, la dichiarazione di risoluzione della Procedura di Concordato Preventivo in continuità per inadempimento e la contestuale dichiarazione di fallimento della società.

4) CONFIGURAZIONE DELL'AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE

L'azienda risulta configurata dalla combinazione dei seguenti fattori:

- a) gli impianti, i macchinari e le attrezzature così come risultano dall'inventario fisico redatto partendo dal Registro dei cespiti (attività escluse esplicitamente dal perimetro di valutazione);
- b) il magazzino relativo ai prodotti finiti, ai materiali grezzi, ai semilavorati e ai materiali di consumo utilizzati nella fase di produzione, così come risultano dall'inventario fisico redatto partendo dall'inventario contabile (attività esclusa esplicitamente dal perimetro di valutazione);
- c) l'avviamento, i modelli di tutela, i brevetti di invenzione, i marchi, le insegne, la ditta e ogni altro bene intangibile e immateriale;

Nella configurazione dell'azienda non sono compresi i crediti, i debiti ed ogni altra attività/passività non specificatamente elencata in quanto rimasti in capo alla procedura fallimentare.

5) CARATTERISTICHE DEL MERCATO DI RIFERIMENTO

L'impresa appartiene al settore dei "*prodotti in metallo*" (codice ATECO-ISTAT, divisione 24) che in Provincia di Forlì-Cesena è caratterizzato da costruttori di strutture metalliche, oggetti in metallo ed esecutori di lavori di meccanica generale. Per l'anno 2016 la situazione congiunturale in Provincia di Forlì-Cesena è risultata positiva e le imprese che hanno dichiarato un andamento favorevole

(quarto trimestre 2016 rispetto allo stesso periodo del 2015) sono però passate dal 52,5% al 47,4%, mentre il 31,6% hanno riscontrato una diminuzione della produzione (erano il 25% nello stesso periodo del 2015) (fonte dati: Camera di Commercio della Romagna Forlì-Cesena e Rimini, rapporto sull'economia del 3 marzo 2017, anno 2016 e scenari successivi).

Sulla base delle ulteriori informazioni raccolte, il mercato di sbocco dell'azienda oggetto di valutazione (quello in generale dell'edilizia) ha risentito ancora nel 2016 della perdurante crisi economica del settore, sia livello locale che nazionale, che ha registrato una diminuzione delle unità attive con conseguente riduzione dell'occupazione settoriale.

In particolare per la Provincia di Forlì-Cesena il settore edile di sbocco naturale della produzione della Nuova Eurogomiti ha registrato nel 2016 una diminuzione sia di imprese che di addetti rispetto agli altri settori economici e occupazionali e questo dato è in linea con quello a livello nazionale (fonte dati: Camera di Commercio della Romagna Forlì-Cesena e Rimini, Rapporto sull'economia del 3 marzo 2017, anno 2016 e scenari successivi; Evoluzione congiunturale del settore delle Costruzioni – 4^a trimestre 2016 – Sovracampionamento dell'indagine congiunturale per la Regione Emilia Romagna, dati raccolti a gennaio/febbraio 2017).

Nel corso del 2016 sono stati dichiarati 71 fallimenti di imprese iscritte al Registro Imprese della CCIAA di Forlì-Cesena. Il dato pur

inferiore a quello fatto registrare per l'anno precedente, continua a mantenersi superiore ai livelli degli anni pre-crisi e riflette il perdurare della difficoltà in cui si è trovato il settore imprenditoriale nel corso del 2016 (dei 71 fallimenti dichiarati, ben 22 sono riferiti ad attività collegate alle costruzioni o comunque al settore immobiliare).

Nonostante questi dati, gli scenari previsionali generali delineati per i prossimi anni nei vari rapporti sull'economia esaminati vedrebbero un cauto ottimismo di crescita degli investimenti (indicati in particolare per lo 0,8% nel biennio 2017 - 2018), con una ripresa della domanda, soprattutto interna, a beneficio anche dell'occupazione.

Il continuo, anche se lieve, recupero dei volumi produttivi consentirà nuovi miglioramenti della redditività industriale con particolare riferimento al settore manifatturiero che assumerà nell'immediato valori superiori al 6%, non distanti a quelli registrati prima della crisi economica (Prometia – Intesa San Paolo, rapporto – analisi dei settori industriali 2016; Camera di Commercio della Romagna Forlì-Cesena e Rimini, Rapporto sull'economia del 3 marzo 2017, anno 2016 e scenari successivi; Evoluzione congiunturale del settore delle Costruzioni – 4^a trimestre 2016 – Sovracampionamento dell'indagine congiunturale per la Regione Emilia Romagna, dati raccolti a gennaio/febbraio 2017).

6) ANALISI DEI BILANCI

Il processo di analisi nel caso in esame si è rivelato particolarmente complesso, viste le caratteristiche dell'azienda oggetto di stima.

I risultati economici annotati nei vari periodo si sono presentati disomogenei, interessati in gran parte da partite di natura straordinaria e spesso in perdita.

Sono stati analizzati i bilanci e le situazioni patrimoniali/reddituali degli esercizi a decorrere dal 2012 e fino al 2016 con l'intento di comprendere l'andamento dell'attività della Nuova Eurogomiti e di analizzare criticamente i risultati conseguiti, con particolare riguardo alle perdite registrate in quanto l'analisi di queste è un passaggio importante al fine della scelta del criterio di valutazione (si veda anche L. Guatri, 1990, la valutazione delle aziende: teoria e pratica a confronto, EGEA).

Le prime due annualità esaminate, 2012 e 2013, sono riferite a due periodi interi quando la società era gestita ancora in forma di società di capitali; nel periodo 2014 la gestione si è svolta invece in forma di società di capitali solo per una frazione d'anno (dal 1 gennaio al 4 di agosto), mentre dal 5 di agosto, per effetto della trasformazione, l'attività si è svolta sotto forma di società di persone, e così è stato anche per i periodi successivi.

Per i primi due periodi esaminati è stato prodotto e depositato presso il Registro delle Imprese il bilancio di esercizio in formato CEE quindi con dati aggregati, mentre per i periodi successivi, non

essendo prevista normativamente per le società di persone la produzione e il deposito presso il Registro delle Imprese dei bilanci in formato CEE, i dati di partenza non risultano aggregati ma disponibili solo in forma estesa tramite bilanci analitici.

Pertanto lo scrivente ha provveduto, al fine di uniformare l'analisi con i dati dei bilanci 2012 e 2013, ad aggregare le voci di Stato Patrimoniale e Conto Economico per gli anni successivi secondo gli schemi previsti dal Bilancio CEE al fine di una compiuta analisi storica sull'andamento evolutivo dell'attività svolta dalla società.

Dati storici, valori espressi in Euro.

| | 2012 | 2013 | 2014* | 2015** | 2016** |
|--------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-----------------|-----------------|
| Valore della produzione | 2.000.231 | 1.203.429 | 1.138.126 | 950.590 | 705.490 |
| materie prime, suss e cons | -575.839 | -383.689 | -511.168 | -398.948 | -259.528 |
| servizi | -1.137.568 | -419.382 | -243.683 | -173.744 | -130.057 |
| godimento beni di terzi | -139.539 | -129.882 | -40.102 | -120.800 | -121.345 |
| costo per il personale | -496.316 | -450.321 | -345.433 | -312.571 | -309.823 |
| variazione rimanenze | -2.852.151 | 6.131 | 41.117 | 84.409 | 12.557 |
| Costi della produzione | -5.201.413 | -1.377.143 | -1.099.269 | -921.654 | -808.196 |
| oneri diversi di gestione | -305.698 | -17.221 | -22.050 | -13.404 | -13.929 |
| acc.to per rischi | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA (Margine op.vo) | -3.506.880 | -190.935 | 16.807 | 15.532 | -116.635 |
| - ammortamenti e svalut. | -717.748 | -348.441 | -593.334 | -24.628 | -28.080 |
| EBIT (Reddito operativo) | -4.224.628 | -539.376 | -576.527 | -9.096 | -144.715 |
| gestione finanziaria | -350.201 | -23.433 | -10.770 | -13.268 | -13.179 |
| gestione straordinaria | -390.176 | 3.866.141 | 22.225 | 45.820 | -29.562 |
| Risultato prima delle imposte | -4.965.005 | 3.303.332 | -565.072 | 23.456 | -187.456 |
| imposte | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Utile/perdita di esercizio | -4.965.005 | 3.303.332 | -565.072 | 23.456 | -187.456 |

*Per l'anno 2014 si è proceduto ad aggregare due situazioni infrannuali, la prima riferita alla Eurogomiti Spa (fino alla data del 4 agosto), la seconda riferita alla società trasformata in Sas (dal 5 agosto al 31 dicembre).

**Per entrambe le annualità sono state rielaborate le relative situazioni contabili non essendo obbligatorio per le Sas la redazione di un bilancio in formato CEE da depositare presso il Registro delle Imprese.

Dall'analisi dei dati analitici di bilancio pressoché tutte le annualità in esame sono state influenzate da elementi di natura straordinaria ed estranea alla normale gestione aziendale.

L'anno 2012 è quello in cui la società presenta la domanda di ammissione alla procedura di Concordato e pertanto è manifesto e predominante lo stato di crisi che si evidenzia nel mutamento dei criteri di valutazione della voce Rimanenze (al minore tra il costo di acquisto o di produzione e il valore di realizzo desumibile dall'andamento del mercato – art. 2426, comma 1, nr 9 cod. civ.), nella riallocazione dei semilavorati presenti in magazzino, nello *“smobilizzo di gran parte del magazzino a valori sottocosto”* (Nota Integrativa al bilancio 2012).

Questo approccio, dovuto alle necessità contingenti dettate dalla mancanza di liquidità e dallo stato di crisi conclamata, ha determinato l'esplosione del valore contenuto nella voce Costi di produzione, in gran parte influenzato in modo straordinario dall'importo imputato alla voce Variazione delle rimanenze.

Ancora, l'anno 2012 presenta la rilevazione di costi collegati a fattori straordinari circoscritti all'esercizio riguardo le voci Servizi e Oneri diversi di gestione, ammontante ad ben oltre un milione di

euro, in buona parte composte da consulenze (per oltre €. 200.000, legate alle attività prodromiche e conseguenti alla presentazione della domanda di Concordato), provvigioni (per oltre €. 160.000, dato anomalo rispetto alla stessa voce registrata per le annualità successive), trasporti, utenze e servizi (per valori complessivi ben superiori a quelli registrati per gli esercizi successivi).

La voce Ammortamenti e svalutazioni, sempre nell'esercizio 2012, subisce l'influenza della svalutazione operata sui crediti per il consistente importo di oltre €. 294.000.

La Gestione finanziaria nel 2012 evidenzia la presenza predominante di interessi passivi verso banche e fornitori mentre la Gestione straordinaria evidenzia l'allocazione in bilancio di costi di natura straordinaria legati a ulteriori perdite su crediti (per oltre €. 94.000) e servizi di "*service amministrativo*" (per oltre €. 180.000).

Per le annualità successive la gestione è ancora influenzata dalla presenza di costi (anche di ricavi per l'annualità 2013) di natura straordinaria e di costi di natura ordinaria comunque non ripetibili negli immediati esercizi futuri, quali per esempio il costo annotato nel periodo 2013 per compensi riservati al Collegio sindacale (per oltre €. 29.000) oppure per canoni di locazione riservati all'immobile ove viene svolta l'attività produttiva non più in linea con gli attuali prezzi di mercato (per €. 96.000 annui) e, ancora, per canoni di affitto d'azienda (per €. 24.000) anche questi non più attuali.

I suddetti elementi componenti il reddito, di natura non

caratteristica o straordinaria, hanno avuto un impatto significativo sul risultato di esercizio di Nuova Eurogomiti la quale, nell'arco del quinquennio esaminato, anche per effetto di tali componenti, ha accumulato ingenti perdite.

Più in generale, in base alle informazioni acquisite e traendo spunto anche da quanto scritto dal Commissario Giudiziale nella sua relazione ex art. 172 l.f., le difficoltà del settore di appartenenza e del mercato di sbocco individuato nel settore edile, la scarsa patrimonializzazione, la rigidità dei costi fissi e la scarsa redditività già presente in azienda ben prima dell'ammissione della stessa alla procedura di Concordato Preventivo in continuità e perdurata nel proseguo della Procedura, ha contraddistinto l'impresa e la contraddistingue tutt'ora in questa fase liquidatoria.

Alla luce delle considerazioni sopra esposte si è ritenuto di procedere a riclassificare ulteriormente i bilanci al fine di determinare l'andamento del risultato operativo scaturente dalla sola gestione caratteristica.

Riclassificando il conto economico secondo lo schema del valore aggiunto si può osservare come il Margine Operativo Lordo (MOL) risenta in maniera preponderante della rigidità dei costi fissi per il personale dipendente, che mantengono sostanzialmente inalterata la struttura di costo nonostante la rilevante contrazione dei ricavi.

Ancora, secondo questa ulteriore elaborazione dei dati ci si è resi conto che né il risultato di esercizio, né i risultati intermedi

rappresentati dall'EBITDA e dal MOL possono rappresentare indicatori adeguati a determinare il valore dell'azienda in quanto fortemente influenzati dalle operazioni di natura non caratteristica nonché dalle complesse vicende societarie tali da generare condizioni di squilibrio finanziario e scarsa se non assente redditività.

Dati storici, valori espressi in Euro.

| | 2012 | 2013 | 2014* | 2015** | 2016** |
|-----------------------------------|-------------------|------------------|------------------|----------------|-----------------|
| Valore della produzione | 2.000.231 | 1.203.429 | 1.138.126 | 950.590 | 705.490 |
| materie prime, suss e cons | -575.839 | -383.689 | -511.168 | -398.948 | -259.528 |
| servizi | -1.137.568 | -419.382 | -243.683 | -173.744 | -130.057 |
| godimento beni di terzi | -139.539 | -129.882 | -40.102 | -120.800 | -121.345 |
| variazione rimanenze | -2.852.151 | 6.131 | 41.117 | 84.409 | 12.557 |
| Valore aggiunto | -2.704.866 | 276.607 | 384.290 | 341.507 | 207.117 |
| costo per il personale | -496.316 | -450.321 | -345.433 | -312.571 | -309.823 |
| Margine operativo lordo | -3.201.182 | -173.714 | 38.857 | 28.936 | -102.706 |
| - ammortamenti e acc.ti | -717.748 | -348.441 | -593.334 | -24.628 | -28.080 |
| Reddito operativo | -3.918.930 | -522.155 | -554.477 | 4.308 | -130.786 |
| oneri diversi di gestione | -305.698 | -17.221 | -22.050 | -13.404 | -13.929 |
| gestione finanziaria | -350.201 | -23.433 | -10.770 | -13.268 | -13.179 |
| Reddito corrente | -4.574.829 | -562.809 | -587.297 | -22.364 | -157.894 |
| gestione straordinaria | -390.176 | 3.866.141 | 22.225 | 45.820 | -29.562 |
| Ris. prima delle imposte | -4.965.005 | 3.303.332 | -565.072 | 23.456 | -187.456 |
| Imposte | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Utile/perdita di esercizio | -4.965.005 | 3.303.332 | -565.072 | 23.456 | -187.456 |

*Per l'anno 2014 si è proceduto ad aggregare due situazioni infrannuali, la prima riferita alla Eurogomiti Spa (fino alla data del 4 agosto), la seconda riferita alla società trasformata in Sas (dal 5 agosto al 31 dicembre).

**Per entrambe le annualità sono state rielaborate le relative situazioni contabili non essendo obbligatorio per le Sas la redazione di un bilancio in formato CEE da depositare presso il Registro delle Imprese.

7) I METODI DI VALUTAZIONE

Una trattazione veramente esaustiva delle metodologie di valutazione d'azienda travalica l'oggetto del presente elaborato, il cui obiettivo invece è quello di pervenire all'utilizzo della metodologia più coeva alla realtà imprenditoriale dell'azienda oggetto di valutazione.

In ogni caso di seguito si illustrano le diverse e principali metodologie di valutazione d'azienda.

La dottrina e la prassi hanno elaborato criteri e metodi di valutazione di generale accettazione e utilizzo (fermo restando il carattere peculiare di ogni stima). I metodi più noti e adottati nella pratica si possono suddividere in quattro diversi macro gruppi:

- Metodo finanziario
- Metodo reddituale
- Metodo patrimoniale
- Metodo dei multipli

7.1 IL METODO FINANZIARIO

Questo metodo si basa sulla valutazione dell'azienda sul valore attuale dei flussi di cassa futuri disponibili per la remunerazione dei fattori produttivi impiegati dopo avere accantonato le risorse finanziarie necessarie a sostenere l'attività aziendale. In buona sostanza il metodo permette di valutare l'azienda in funzione della sua capacità, presente e prospettica, di remunerare gli investitori basandosi sui flussi di cassa generati dalla gestione operativa, al

netto delle imposte.

E' sicuramente un metodo razionale ma poco obiettivo per l'aleatorietà delle previsioni dei flussi monetari, in particolare della loro entità e del loro momento di manifestazione.

Per la sua applicazione occorre avere a disposizione un sistema informativo aziendale in grado di fornire previsioni finanziarie dotate di un alto grado di attendibilità per gli esercizi futuri.

7.2 IL METODO REDDITUALE

Il metodo reddituale poggia le proprie fondamenta sui medesimi pilastri teorici di quello finanziario (si basa sull'attualizzazione dei flussi di reddito) ed è considerato una semplificazione di quello finanziario. La sua equivalenza sostanziale al metodo finanziario si basa sul fatto che nel medio/lungo termine i flussi finanziari attesi tendono ad equivalere quelli reddituali.

Il metodo in commento fonda il valore dell'azienda sulla sua capacità di generare reddito ed ha come obiettivo quello di valutare l'azienda come complesso unitario sulla base della relazione valore = redditività.

Vi sono due tipologie di metodo reddituale, quello semplice e quello complesso: il primo si basa sulla stima dei flussi di reddito costanti, reddito normalizzato che esprima una misura equilibrata di redditività, destinata a durare nel tempo e depurata da ogni sua componente straordinaria onde evitare il rischio di rendere

inattendibile il risultato della valutazione (la tecnica preferibile vuole la conservazione e l'utilizzo per le elaborazioni dei redditi storicamente ottenuti in tempi recenti); il secondo, evoluzione del precedente, attualizza i flussi di reddito previsti anno per anno, fino a conclusione dell'orizzonte temporale preso in considerazione.

Il metodo reddituale, a dispetto di quello finanziario, ha il merito di richiedere una base dati meno sofisticata.

7.3 IL METODO PATRIMONIALE

Il metodo in commento, e i suoi così detti derivati (metodo patrimoniale semplice e metodo patrimoniale complesso) sono quelli più tradizionalmente utilizzati.

I metodi patrimoniali così detti misti hanno anch'essi una consolidata tradizione, fra questi quello che attualizza i sovraredditi fornisce una stima autonoma dell'avviamento.

I metodi patrimoniali richiedono un accurato esame di tutti gli aggregati del patrimonio, i quali vengono riespressi (rettificati) in base a criteri di valutazione differenti da quelli in genere utilizzati per la redazione dei bilanci.

Il metodo patrimoniale semplice si arricchisce dell'aggettivo complesso allorquando agli elementi patrimoniali stimati a valori correnti si aggiunge la stima autonoma del valore dei beni immateriali, anche in presenza di perdite sistematiche di esercizio.

In questi casi non si può certamente parlare di presenza di

avviamento positivo, ma neanche di avviamento negativo, bensì si può esprimere un valore incrementale del patrimonio netto dovuto da quegli elementi per i quali l'impresa ha sostenuto costi in passato quali spese di costituzione, organizzazione, personale, reputazione, marchi, ecc. (teoria del *going concern value*, secondo la quale l'azienda, sebbene in perdita, per il solo fatto di funzionare, può vantare l'esistenza di valori immateriali positivi – su tutti Guatri L., La valutazione delle aziende, Giuffrè, Milano)

7.4 IL METODO DEI MULTIPLI

Altro metodo di valutazione è quello che nella prassi viene definito dei multipli. Nella valutazione tramite multipli, il valore dell'azienda deriva dal prezzo di mercato di alcune caratteristiche qualità aziendali riferite a società quotate paragonabili, come ad esempio gli utili, l'EBIT, l'EBITDA, i flussi di cassa, il patrimonio netto o il fatturato.

Il metodo è applicabile quando viene individuato un numero ampio di imprese in mercati confrontabili e il mercato stabilisce per esse prezzi correnti.

Il metodo, di cui esistono alcune varianti, presuppone una valutazione di tipo comparativo fra aziende operanti nel medesimo settore con l'utilizzo di differenti variabili specifiche d'azienda che acquistano significato ed importanza a seconda del settore di appartenenza dell'impresa. E' quindi importante capire in questo

caso quel sia il multiplo più idoneo per ogni tipologia d'impresa in quanto è facile incorrere nella critica dell'elevata volatilità dei risultati che ne derivano, conseguenza delle forti oscillazioni dei corsi di borsa che mal si consigliano con l'esigenza di stabilità delle valutazioni aziendali.

Il metodo si mostra poco idoneo alla valorizzazione del valore di avviamento attribuibile all'impresa poiché si basa sul confronto con altre società quotate, senza dimenticare la criticità che deriva dalle oscillazioni sul mercato borsistico causate molto spesso dagli speculatori finanziari.

8) LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE

La dottrina aziendalistica e la prassi professionale concordano nel ritenere che la valutazione di un'azienda costituisca un problema complesso, la cui corretta soluzione richieda la considerazione di diversi profili, quali:

- a) la tipologia dell'operazione in vista della quale la valutazione è stata richiesta;
- b) l'identità, gli interessi e gli scopi delle parti interessate alla transazione;
- c) Lo stato dell'azienda oggetto di stima;
- d) Le informazioni disponibili per la valutazione.

Il variare e il combinarsi delle possibili configurazioni che i suddetti profili di volta in volta possono assumere, contribuisce a

variare l'approccio e le conclusioni dello stimatore chiamato ad esprimere la propria valutazione.

Per quanto riguarda il profilo a), si tratta di valutare un'azienda posseduta da una società dichiarata fallita per le finalità liquidatorie proprie del fallimento.

Per quanto riguarda il profilo b), questo non avrà una rilevanza significativa in quanto l'*opinion* non viene rilasciata a beneficio di determinate parti che stanno negoziando un acquisto/cessione di un'azienda, ma solo a beneficio della parte cedente (il fallimento) che vuole conoscere il probabile prezzo esitabile dall'attivazione di una procedura di tipo competitivo, stabilita dalla Legge fallimentare.

Per quanto riguarda lo stato dell'azienda oggetto di stima, profilo c), si è evidenziato nel paragrafo 6) durante l'analisi dei bilanci nelle diverse classificazioni proposte, come l'azienda abbia risentito nell'arco temporale esaminato di rilevanti diseconomie interne dovute allo stato di crisi, manifesto già ben prima della sua ammissione alla procedura concordataria e sia stata influenzata fortemente da operazioni di natura non ricorrente e caratteristica, tanto che i dati storici proposti sui risultati d'esercizio non possono rappresentare indicatori adeguati a determinare il valore dell'azienda e sia quindi opportuno ricorrere ad altri dati e/o approcci valutativi.

Da ultimo il profilo d) assume rilevanza in quanto l'intero processo di valutazione è influenzato dagli elementi documentali e dalle informazioni ottenute come indicate al punto 2) che precede.

L'attività produttiva di Nuova Eurogomiti non risulta esser cessata alla data del fallimento, anche grazie alla concessione dell'Esercizio provvisorio atto a salvaguardare proprio il valore intrinseco dell'azienda.

Successivamente, proprio per meglio tutelare i valori aziendali, l'occupazione e al fine di una più proficua successiva vendita dell'azienda, il Tribunale ha autorizzato l'affitto della stessa a terzi.

Tali circostanze portano a ritenere che, sebbene i valori degli *assets* immateriali abbiano subito una perdita di valore a seguito dell'infruttuoso esito del Concordato Preventivo in continuità, prima, e della successiva dichiarazione di fallimento, poi, sia comunque ancora possibile valutare l'azienda nella prospettiva della continuazione dell'attività, seppur con i necessari correttivi imposti dalla peculiare situazione aziendale.

La scelta del metodo di valutazione risulta influenzato dall'oggetto della presente valutazione che riguarda sostanzialmente gli *assets* intangibili e immateriali posseduti in aggiunta ai beni materiali, oggetto di separata valutazione da parte di un diverso perito nominato ex art. 87, comma 2, l.f. nella persona dell'ing. Gian Marco Gardini.

Dopo l'attenta analisi dei dati contabili mostrata al punto 6) che precede, il metodo patrimoniale complesso si rileva utile in questo caso, in funzione dell'estrema aleatorietà o impossibilità delle previsioni basate sui flussi monetari aziendali, in particolare sulla

determinazione della loro entità e del loro momento di manifestazione (*metodo finanziario di valutazione*), o dei flussi di reddito costanti, reddito normalizzato che esprima una misura equilibrata di redditività, propria dei *criteri di valutazione di tipo reddituale*, oppure ancora multipli idonei per la tipologia d'impresa esaminata, senza incorrere nella critica dell'elevata volatilità dei risultati che ne derivano, conseguenza delle forti oscillazioni dei corsi di borsa che mal si consigliano con l'esigenza di stabilità delle valutazioni aziendali (*metodo di valutazione dei multipli*).

Il metodo patrimoniale complesso, ispirandosi alla teoria del *going concern value*, parte dall'assunto che per creare un'azienda a nuovo occorra sostenere dei costi che invece non sono sopportati nell'acquisizione di un'azienda simile già presente sul mercato.

Il processo di valutazione si riferisce ai beni materiali e immateriali presenti in azienda.

Per quanto riguarda i beni materiali, questi sono stati valutati come detto dall'ing. Gian Marco Gardini, nominato perito per la valutazione degli stessi ex art. 87, comma 2, l.f., e consistono essenzialmente nei macchinari e stampi, nel magazzino materie prime, semilavorati, prodotti finiti e minuteria, negli arredi d'ufficio e di produzione e stoccaggio.

La valutazione, a cui si rimanda per una esaustiva esplicitazione sui criteri e modalità di stima applicati, ha comportato i seguenti risultati:

| Voci | Stima | |
|--|--------------|-------------------|
| - Macchinari e stampi | € | 438.660,00 |
| - Materie prime, semilavorati, prodotti finiti e minuteria | € | 106.000,00 |
| - Arredi e complementi d'ufficio | € | 12.500,00 |
| - Arredi e complementi di produzione e stoccaggio | € | 40.184,00 |
| Stima totale proposta dell'ing. Gardini | € | 597.344,00 |

Per quanto riguarda invece i beni immateriali, una sorta di “*avviamento*” si può trarre dalla valutazione della presenza di un valore comunque positivo negli *intangibili*, posta al di là di una valutazione basata su una sequenza di dati reddituali storici disomogenei e fortemente influenzati da eventi straordinari o comunque non ripetibili o dall'impossibilità o difficoltà di costruire ipotesi reddituali previsionali ulteriori dotate di una certa attendibilità.

Ed ecco che la definizione di “*avviamento*” viene a meglio delinarsi, rappresentandosi come una sommatoria di fattori immateriali propri, quali l'ubicazione, l'organizzazione, le qualità tecniche produttive, la tradizione produttiva, la clientela, in buon nome sul mercato, il marchio d'impresa che concorrono insieme a formare un valore superiore al capitale posseduto, al di là dei dati contabili storici dell'azienda pervenuta al fallimento.

8) GLI ASSETS INTANGIBILI E IMMATERIALI

a) Descrizione degli intangibili

La società, continuando l'esperienza maturata in precedenti attività, inizia nella metà del 2006 la propria produzione di gomiti e altri prodotti di lattoneria, costruendo nel tempo un'immagine positiva della propria azienda dedita alla produzione di prodotti di qualità in grado di trovare il gradimento del mercato. Questa immagine si può rappresentare, come detto, in una sommatoria di fattori immateriali propri, quali l'ubicazione, l'organizzazione, le qualità tecniche produttive, la tradizione produttiva, la clientela, in buon nome sul mercato, il marchio d'impresa, tutti fattori che concorrono insieme a formare un valore superiore al capitale posseduto (avviamento), al di là dei dati contabili storici dell'azienda pervenuta al fallimento.

In particolare il proprio marchio d'impresa "*Eurogomiti*" diventa noto e facilmente individuabile.

La domanda di registrazione a livello nazionale del marchio (nr di primo deposito 0001247298) viene presentata il 6 novembre 2007 con validità di protezione fino al 6 novembre 2017, salvo rinnovo per ulteriore proroga decennale entro tale data di scadenza (dal libro cespiti, a pagina 86, risulta annotato nella categoria "*Altre spese relative a più esercizi*", il costo del deposito iniziale del marchio "*Eurogomiti*" per un valore a costo storico di €. 801,88).

Dall'indagine condotta risulterebbero ulteriori due marchi

“Lamiertech” (uno verbale e uno figurativo) però non rinnovati nel tempo e pertanto privi di valore in quanto decaduti e un brevetto di invenzione, depositato il 20 giugno 2005 e concesso nell’anno 2009, ma che non è stato mantenuto in vita e pertanto privo di valore.

b) La valutazione degli elementi immateriali

In presenza di una sequenza di dati reddituali storici, disomogenei e fortemente influenzati da eventi straordinari o comunque non ripetibili o dall’impossibilità o difficoltà di costruire ipotesi reddituali previsionali ulteriori dotate di una certa attendibilità in base a budget o piani di rilancio già predisposti o anche solo abbozzati, è opportuno attenersi ad un criterio di valutazione degli assets intangibili sopra descritti (avviamento) basato su un **metodo patrimoniale misto di stima in cui l’avviamento venga determinato in via automa** rispetto agli altri elementi materiali facenti parte dell’azienda, ispirandosi anche alla teoria del *going concern value* e partendo dall’assunto che per creare un’azienda a nuovo occorra sostenere dei costi che invece non sono sopportati nell’acquisizione di un’azienda simile comunque già presente sul mercato.

Per giungere a dei risultati apprezzabili in termini di razionalità ed attendibilità è necessario scegliere, nella determinazione dell’avviamento, un arco temporale nel quale le stime reddituali mantengano comunque un rapporto con i risultati negativi del

passato e con le capacità attuali dell'azienda in modo da non ottenere una valutazione arbitraria.

Tali stime reddituali devono essere integrate da valutazioni circa la capacità reddituale prospettica dell'azienda, desunta dall'analisi della struttura del settore di appartenenza e della sua prevedibile evoluzione, dalla disamina del quadro concorrenziale e degli eventuali processi di innovazione in corso.

In particolare, per l'azienda oggetto d'indagine e date le sue peculiari caratteristiche, non esiste e non è stato formulato dal management un piano o un programma gestionale pluriennale, basato su una previsione esplicita di *business*, pertanto si ritiene prudente non utilizzare metodi di valutazione più complessi, basati sulla stima ulteriore del valore finale al termine del periodo esplicito di previsione, generalmente invece utilizzato per quelle aziende che elaborano piani e programmi di gestione di durata pluriennale.

La formula base per la determinazione autonoma dell'avviamento pertanto è la seguente:

$$A = (R - iK) * a_n \cdot \frac{1}{i}$$

Dove:

A è il valore ricercato;

K è il valore del patrimonio netto rettificato (dato desunto dalla stima effettuata dal perito ing. Gian Marco Gardini);

R è il reddito medio prospettico;

i è il tasso di remunerazione normale del capitale di proprietà;

n è l'orizzonte temporale;

i' è il tasso di attualizzazione.

Per quanto riguarda **K**, la valutazione proposta dal perito ing. Gian Marco Gardini, nominato per la stima dei valori mobiliari della Nuova Eurogomiti, evidenzia il valore di **€. 597.344**.

Per la determinazione di **R**, si terranno in considerazione i ricavi annotati nei bilanci annuali, escludendo però i dati relativi alla annualità 2012 risultante fortemente influenzata dalle vicende collegate alla presentazione della domanda di Concordato, di questi si produrrà una media che a parere dello scrivente rappresenterà il volume di ricavi mediamente attesi.

I ricavi medi relativi agli ultimi quattro esercizi interi risultano pertanto pari ad €. 999.658, valore arrotondato ad **€. 1.000.000**.

Sempre per la determinazione del reddito medio prospettico **R**, secondo attendibili analisi di mercato la previsione prospettica del continuo, anche se lieve, recupero dei volumi produttivi consentirà nuovi miglioramenti della redditività industriale con particolare riferimento al settore manifatturiero che dovrebbe assumere nell'immediato valori superiori al 6%, non distanti a quelli registrati prima della crisi economica (Prometia – Intesa San Paolo, rapporto – analisi dei settori industriali 2016; Camera di Commercio della

Romagna Forlì-Cesena e Rimini, Rapporto sull'economia del 3 marzo 2017, anno 2016 e scenari successivi; Evoluzione congiunturale del settore delle Costruzioni – 4^a trimestre 2016 – Sovracampionamento dell'indagine congiunturale per la Regione Emilia Romagna, dati raccolti a gennaio/febbraio 2017).

Occorre a questo punto considerare che l'azienda verrà ceduta nell'ambito di una procedura fallimentare e che, in base all'analisi compiuta al paragrafo 6), questa necessita sicuramente di un robusto piano di rilancio dell'attività e dell'immagine, pertanto si ritiene in via prudenziale di considerare il tasso di redditività medio nella misura minima indicata delle previsioni congiunturali del settore manifatturiero pari al **6%**.

Tenendo conto dei ricavi medi attesi ipotizzati in €. 1.000.000, il relativo reddito medio prospettico **R** si evidenzia in **€. 60.000**.

Il processo di determinazione del reddito medio prospettico è stato qui effettuato in una configurazione che considera incorporata anche quella parte di reddito derivante dal pieno possesso del marchio registrato "Eurogomi" ed esprime anche il valore delle altre componenti immateriali accumulate dalla società nel corso del tempo, i c.d. intangibili (l'ubicazione dell'azienda, l'organizzazione interna, le qualità tecniche produttive, la tradizione produttiva, la clientela, in buon nome sul mercato, ecc.).

Per il tasso **i** di remunerazione del capitale proprio, l'espressione

è la seguente:

$$i = r + s$$

dove si ricorda:

- “**r**” è il tasso di rendimento *free risk*, ovvero la remunerazione finanziaria di investimenti senza rischio (generalmente si assume il tasso dei Titoli di Stato pari alla durata dell’arco temporale di riferimento);
- “**s**” è invece il premio per il rischio legato all’investimento nell’azienda specifica.

In ordine al tasso “**r**”, si deve considerare che oggi il rendimento netto di un BTP decennale è pari all’**1,90%**.

Il premio per la rischiosità dell’investimento “**s**” assume la seguente formula (CAPM):

$$s = \beta \times (R_m - r)$$

si ricorda che:

- β = coefficiente di rischiosità dell’azienda da valutare in relazione a quello medio di mercato dove per valori di $\beta > 1$ è più elevato il rischio, per valori di $\beta < 1$ è meno elevato il rischio rispetto alle variazioni di mercato;
- R_m = rendimento medio del mercato azionario;
- r = tasso rendimento *free risk*.

Il mercato di appartenenza della produzione di articoli di lattoneria per l’edilizia prevede per il parametro β (si considera il codice di attività ATECO settore n. 24) un valore medio pari a **0,83**

(per azienda non quotate, calcolando la rischiosità operativa: fonte dati settoriali School of Business New York University – 2017).

Il valore così ottenuto ora deve essere rapportato quanto più possibile alla struttura finanziaria e ai fattori esterni ed interni che caratterizzano l'attività svolta dal ramo d'azienda oggetto d'indagine, facente parte di un'impresa ammessa alla procedura di fallimento.

Tenendo conto quindi del peso dell'indebitamento sul capitale proprio impiegato in base ai dati degli ultimi bilanci pubblicati o comunque disponibili, considerato che l'azienda nel suo complesso mostra comunque nei rendiconti prodotti indici di sottocapitalizzazione e ricorso eccessivo al capitale di rischio, considerati i fattori esterni relativi alla situazione generale del settore in cui opera, alla concorrenza e ai livelli di competizione del settore nonché ai fattori interni relativi alle dimensioni, alla tipologia e qualità della produzione, all'ampiezza della gamma dei prodotti e all'innovazione, si ritiene prudente applicare, empiricamente, una maggiorazione del 20% al valore medio che il mercato attribuisce alla stessa tipologia di aziende, pertanto **il nostro β assume il valore rettificato di 1,00.**

Il rendimento medio (**Rm**) del mercato azionario (Italia) assume un valore medio pari all'**8,40%** quale Equity Risk Premium (dati fonte School of Business New York University – 2017 e Il Sole 24 Ore – 2017).

Il tasso di rendimento *free risk* (**r**) è il valore già

precedentemente trovato pari allo **1,90%**.

Pertanto, sostituendo alla formula i valori così trovati si evidenzia una rischiosità dell'investimento "s" (CAMP) pari a **6,50%**.

L'espressione del tasso è infine la seguente:

$$i = 1,90 + 6,50 = 8,40$$

A questo punto ci si sente il dovere di considerare una maggiorazione del tasso così trovato a fronte di una migliore valutazione del rischio impresa/rischio investimento, che gli approcci basati sulla metodologia basata sul calcolo del CAMP, o su di altri metodi similari, non sempre riescono a coprire con la dovuta cautela (su tutti: Mc Kinsey, Il valore dell'Impresa – Il sole 24 ore; Guatri, Il metodo reddituale per la valutazione delle aziende, ed. EGEA; Laghi/Di Marcantonio, Gli aggiustamenti al costo del capitale, Università Sapienza Roma 2014).

In ordine all'azienda oggetto d'indagine occorre maggiormente tener conto dei fattori esterni/interni relativi in particolare ai livelli di competizione, ai livelli dimensionali e al fatto che l'azienda deve comunque essere risanata.

La maggiorazione per la rischiosità legata a questi ultimi fattori può essere valutata in un 10% del valore *i* precedentemente trovato che pertanto assume come **fattore di costo del capitale proprio il tasso finale, arrotondato, del 9,00%**.

Per quanto riguarda il tasso di attualizzazione i' del reddito

differenziale, si stima in un punto in più rispetto al tasso di remunerazione del capitale proprio sopra determinato e pertanto, in logica sempre prudente, pari al **10%**.

In merito alla determinazione dell'orizzonte temporale, si deve far presente come generalmente stime basate su proiezioni a lungo periodo rischiano di rendere irrazionale e inattendibile la stima reddituale di un'azienda, pertanto l'individuazione di un arco temporale limitato e compreso tra cinque e dieci anni generalmente limita questo rischio implicito nella valutazione.

Nel caso di specie si ritiene prudente considerare la durata per la variabile “*n*” pari ad un periodo minimo di **dieci anni**.

Pertanto, in base alle premesse, inserendo i valori trovati nella formula avremo:

$$A = (60.000 - 9 \times 597.344/100) \times a_{10} \overline{10\%}$$

Il valore di stima degli *assets* intangibili e riconducibili all'avviamento dell'azienda della Nuova Eurogomiti viene determinato in € 38.342, che si ritiene opportuno arrotondare ad

€ 40.000,00

=000=

In conclusione il sottoscritto, in esecuzione del mandato conferitogli, ritiene di determinare il valore del *compendio aziendale relativo agli assets intangibili ed immateriali ad esso riconducibili* della società **FALL. NUOVA EUROGOMITI DI BERRETTI GIUSEPPE & C. S.A.S. IN FALLIMENTO** nell'importo complessivo di **€ 40.000,00** a titolo di avviamento.

In fede.

Lugo, lì 21 agosto 2017

IL PERITO STIMATORE

f.to dott. Alberto Ressa

.....