

FALLIMENTO
Cucirini Tre Stelle – Manifattura di Settala
S.r.l. in Liquidazione.
n. 563/2019

RELAZIONE DI VALUTAZIONE
DEL RAMO DI AZIENDA CONCESSO IN AFFITTO A
CUCIRINI TRE STELLE 1903 S.r.l.

* * *

AUTORIZZAZIONE DEL 28 AGOSTO 2019

Dott. Giorgio Edoardo Luerti
Via Guido D'Arezzo, 15
20145 Milano

Milano, 11 novembre 2019

INDICE

1. Premessa
2. Finalità del mandato e data di riferimento della stima
 - 2.1 Finalità del Mandato
 - 2.2 Attività propedeutiche alla stima e limitazioni al presente elaborato
 - 2.3 I documenti acquisiti ed analizzati
 - 2.4 Limitazioni al lavoro svolto e modalità di svolgimento dell'incarico
 - 2.5 Data di Riferimento
3. La ricostruzione cronologica degli eventi
4. Il ramo di azienda oggetto di valutazione ed il contratto di affitto di azienda in essere
5. Il contratto estimatorio
6. La proposta irrevocabile formulata da Cucirini Tre Stelle 1903
7. Analisi dei metodi di valutazione
8. Il metodo di valutazione adottato
9. Il valore del ramo di azienda sulla base del metodo reddituale
10. Conclusioni generali sul valore del ramo

1. PREMESSA

Il sottoscritto, Dott. Giorgio Edoardo Luerti, iscritto all'Albo Sez. A dell'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano dal 23 febbraio 1994, al n. di iscrizione 3807, nonché al Registro dei Revisori Legali al con n. 92491, ha ricevuto incarico dall'Avv. Paola Pagini, Curatore del Fallimento Cucirini Tre Stelle – Manifattura di Settala S.r.l. in Liquidazione n. 563/2019 (in seguito definita anche la “**Società**” o “Manifattura di Settala”) per esprimere una valutazione del ramo di azienda concesso in affitto da Cucirini Tre Stelle – Manifattura di Settala S.r.l. in bonis a Cucirini Tre Stelle 1903, e ciò in vista di una possibile cessione del ramo medesimo.

La società Cucirini Tre Stelle – Manifattura di Settala S.r.l. in liquidazione, ha sede legale in Caleppio di Settala Via Piero Gobetti n. 12, codice fiscale 00747710150 iscritta al REA della Camera di Commercio di Milano al n. MI – 779663, capitale sociale deliberato, sottoscritto e versato di euro 1.798.000 ed è stata dichiarata fallita con sentenza del 11/07/2019 (dep. il 15/07/2019).

Nella presente relazione sono illustrati i risultati a cui si è pervenuti e le analisi effettuate.

L'esposizione delle elaborazioni viene svolta secondo l'ordine seguente:

- a.* finalità e oggetto dell'incarico;
- b.* individuazione del ramo oggetto del contratto di affitto di azienda;
- c.* analisi della proposta irrevocabile di acquisto pervenuta alla curatela da parte dell'affittuaria;
- d.* illustrazione dei metodi di valutazione del ramo di azienda;
- e.* considerazioni conclusive di sintesi in merito alla valutazione del ramo di azienda;

2. FINALITÀ DEL MANDATO E DATA DI RIFERIMENTO DELLA STIMA

2.1. Finalità del mandato

Nell'istanza presentata in data 31/07/2019 all'Ill.mo Giudice Delegato per la nomina di un perito stimatore, l'avv. Paola Pagini, Curatore del Fallimento Cucirini Tre Stelle - Manifattura di Settala S.r.l. illustrava che la società fallita è risultata essere proprietaria di un ramo di azienda "corrente in Comune di Settala via Piero Gobetti n. 12, frazione Caleppio, operante nel settore del filato cucirino, costituito dal complesso dei beni organizzati per lo svolgimento delle attività di produzione e distribuzione dei prodotti destinati prevalentemente alle mercerie e privati in genere» concesso in affitto alla Cucirini Tre Stelle 1903 S.r.l. in forza di contratto sottoscritto in data 31/07/2018 (i.e. ante procedura) per autentica del Notaio dott. Paolo Divizia di Bergamo, al prezzo di € 180.000,00 (oltre IVA), di cui € 88.000,00 (oltre IVA) per l'uso e il godimento dei locali in cui viene svolta l'attività d'impresa. Il contratto de quo prevede, inoltre, che il canone venga corrisposto, senza interessi, mediante quattro rate trimestrali posticipate, di importo pari a € 45.000,00 (oltre IVA) - di cui € 22.000,00 (oltre IVA) riferiti al godimento dei locali sopra menzionati - scadenti il giorno 1 dei mesi di dicembre, marzo, giugno e settembre, a partire dal 1° dicembre 2018".

Il curatore informava inoltre che erano in corso "trattative volte ad emendare il contratto di affitto di azienda rendendolo compatibile con la disciplina di cui all'art. 104 bis l.f. e finalizzate alla formulazione - da parte di Cucirini Tre Stelle 1903 S.r.l. di una proposta irrevocabile d'acquisto del ramo d'azienda (nel rispetto, in ogni caso, delle procedure competitive di cui agli artt. 105 e ss. l.f.)".

Come espressamente richiesto da quanto precedentemente richiamato, la finalità dell'incarico conferito allo scrivente è quella di fornire una valutazione di mercato del ramo di azienda oggi concesso in affitto a Cucirini Tre Stelle 1903 S.r.l., al fine di fornire agli organi della procedura fallimentare, in qualità di esperto, un valore di riferimento per l'espletamento della procedura competitiva ai sensi dell'art. 107 L.F.. Come si dirà meglio nel prosieguo, la Cucirini Tre stelle 1903 s.r.l. ha formalizzato una proposta irrevocabile per l'acquisto del ramo di azienda oggetto di valutazione.

2.2. Attività propedeutiche alla stima e limitazioni al presente elaborato

Lo scrivente ha proceduto ad un accesso presso gli uffici ed i capannoni che ospitano il ramo di azienda concesso in affitto dalla società fallita in bonis, con lo scopo di verificare lo stato dei luoghi e dei beni ed al fine di acquisire le informazioni ritenute utili all'analisi della gestione del ramo di azienda. In quella occasione è stata acquisita la documentazione contabile necessaria allo svolgimento dell'incarico e sommariamente elencata nel successivo paragrafo.

2.3 I documenti acquisiti ed analizzati

E' opportuno premettere che, la documentazione giudicata rilevante ai fini del presente elaborato, è quella espressamente indicata nel presente paragrafo.

In merito alla documentazione che il sottoscritto ha ricevuto si precisa che:

- tutte le informazioni relative all'azienda oggetto di stima che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della presente relazione sono state fornite dalla curatela del fallimento Cucirini Tre Stelle - Manifattura di Settala S.r.l.;
- i dati contabili desumibili dalle informazioni e dai documenti utilizzati sono stati assunti senza svolgere attività di revisione contabile e riscontro analitico;

Dott. Giorgio Edoardo Luerti

- è stato assunto che tutte le firme, i sigilli ed i timbri sui documenti acquisiti e consultati per la redazione della presente relazione, tutti i documenti consultati anche in formato digitale ovvero elettronico forniti al sottoscritto come copie autentiche, fotostatiche, fax o e-mail siano conformi agli originali.

Di seguito si fornisce l'elenco della documentazione che, nell'espletamento del proprio incarico, lo scrivente ha potuto acquisire, relativamente alla società Cucirini Tre Stelle - Manifattura di Settala S.r.l. ed analizzare:

- Bilanci d'esercizio della società, per gli esercizi dal 2013 al 2018 corredati di Nota Integrativa, Relazione sulla Gestione e Relazione del Collegio Sindacale;
- Bilanci contabili e schede contabili riferiti agli esercizi dal 2014 al 2018;
- Libro Giornale e Registri Iva Registri Iva riferiti agli esercizi dal 2014 al 2018;
- Libro cespiti.

È stata inoltre acquisita documentazione contabile della società affittuaria, Cucirini Tre Stelle 1903 S.r.l., società costituita nel 2018 ed avente ad oggetto l'esercizio del Ramo di azienda assunto in locazione. In particolare la documentazione contabile messa disposizione è la seguente:

- Bilanci d'esercizio della società chiuso al 31.12.2018 corredato di Nota Integrativa;
- Bilanci contabili e schede contabili riferiti agli esercizi 2018 e 2019;
- Libro Giornale e Registri Iva Registri Iva riferiti agli esercizi 2018 e 2019;
- Stima del dott. Marco Valle dei Macchinari e delle Merci alla data del 31.01.2019;

Lo scrivente ha inoltre acquisito copia della relazione di stima dei beni mobili di proprietà della società fallita predisposta dal Geom. Luca Mutti, nominato dal curatore con istanza autorizzata in data 03/09/2019.

Come sarà meglio esposto nel prosieguo, il perito ha proceduto a stimare sia le immobilizzazioni materiali rientranti nel Ramo di azienda concesso in affitto sia quelle rimaste nella disponibilità della società fallita; il perito ha ricevuto incarico di stimare anche il valore delle rimanenze di merci e prodotti alla data della dichiarazione di fallimento, comprese quelle rientranti nel contratto estimatorio stipulato tra la Cucirini Tre Stelle - Manifattura di Settala S.r.l. in bonis e la Cucirini Tre Telle 1903 S.r.l.

2.4 Limitazioni al lavoro svolto e modalità di svolgimento dell'incarico

Prima di procedere alla descrizione del ramo di azienda oggetto di stima ed alla illustrazione delle risultanze a cui si è giunti, pare opportuno a chi scrive 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 a noi comunicata;
- il contenuto della presente relazione, basandosi significativamente su elementi di previsione, 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 evidenziano una serie di limiti e criticità riscontrate nell'elaborazione dei dati a fondamento della valutazione:

- l'assenza di dati previsionali aggiornati;
- la mancata distinzione, nell'ambito dei dati contabili della società fallita, del ramo oggetto di affitto e valutazione *“operante nel settore del filato e rivolto prevalentemente alle mercerie*

e privati in genere” rispetto a quello cessato nel 2018 e rivolto al settore industriale di confezionisti di capi di abbigliamento;

Le analisi dello scrivente sono state svolte sulla base della documentazione raccolta e risentono quindi delle suddette limitazioni.

2.5 Data di riferimento

La valutazione si intende riferita alla data del 28/08/2019, data di conferimento dell’incarico.

3. LA RICOSTRUZIONE CRONOLOGICA DEGLI EVENTI

Cucirini Tre Stelle – Manifattura di Settala s.r.l. è una società con più di cento anni di storia, il cui fondatore il Sig. Luigi Radice (1851-1919), ha iniziato nel 1903 la sua attività nel settore dei filati cucirini proprio attraverso il prestigioso marchio “Tre Stelle”.

L’azienda si è sviluppata in via artigianale sino alla prima guerra mondiale per poi avviare l’attività in termini industriali con la costituzione della nuova società “Figli di Luigi Radice” ed il marchio “Tre Stelle”.

Negli anni successivi alla prima guerra mondiale vi è stata un’espansione del mercato dei cucirini e anche l’azienda ha proseguito la sua espansione arrivando ad occupare fino a 200 persone. L’espansione è proseguita a livello nazionale fino agli anni 1968-69 quando la terza generazione (i cugini Luigi e Giancarlo Radice) ha realizzato in Caleppio di Settala (MI), su di un’area di oltre 50.000 mq, l’attuale complesso industriale e sede della società di circa 24.000 mq. coperti, arrivando a occupare tra gli anni ’70 e ’80 sino a circa 500 dipendenti. Proprio con l’avvio nel 1969 del nuovo stabilimento di Caleppio di Settala (MI), la Figli di

Luigi Radice si è trasformata (inserendo anche il notorio marchio nella denominazione) nella società per azioni Cucirini Tre Stelle – Manifattura di Settala S.p.a.

Tale momento storico ha segnato anche un importante successo nella strategia industriale: fino ad allora Figli di Luigi Radice aveva acquistato le materie prime da fornitori esteri, mentre le operazioni di tintura venivano svolte da aziende terziste.

Con la creazione nel 1968 della tintoria presso lo stabilimento di Caleppio di Settala (MI), Cucirini Tre Stelle – Manifattura di Settala S.p.a. ha potuto rendere immediatamente disponibile alla propria clientela oltre 400 colori. In questo modo la Società è stata in grado di produrre il filato cucirino controllando verticalmente tutte le diverse fasi: filatura, tintura, confezionamento e, infine, la distribuzione sul mercato.

Con tale imponente realizzazione, Cucirini Tre Stelle – Manifattura di Settala S.p.a. ha ricevuto un ulteriore impulso e la sua rete di vendite si è estesa non solo in tutto il campo nazionale, ma anche a livello internazionale, dove i suoi prodotti sono giunti ad affermarsi in Europa, America, Africa e Asia.

Negli anni seguenti è stata ampliata ulteriormente la gamma di prodotti, introducendo oltre ai filati di cotone quelli sintetici; si è estesa, quindi, la produzione anche al settore industriale, iniziando così la produzione di cono destinati alle industrie confezionatrici di abbigliamento, tappezzerie, calzaturifici, ecc..

Nel 1985 è stato attuato un rinnovamento della struttura produttiva che è proseguito negli anni per mezzo di cospicui investimenti e nel contempo la società ha ampliato ulteriormente il proprio campionario per raggiungere anche altri settori di mercato, aggiungendo ai propri articoli fulcro, altri articoli quali: passamanerie, forbici, minuteria metallica, articoli per il decoupage, la moda e l'abbigliamento in genere.

Nonostante il continuo sviluppo dell'attività in entrambi i settori, la Società, a partire dal 2011, ha però iniziato a subire una sensibile riduzione del fatturato e, ciò, a causa della

generale contrazione del mercato, ampliata dalla crisi economica dell'ultimo decennio e dal fatto che molti concorrenti italiani hanno iniziato a trasferire la produzione in paesi esteri ove la manodopera ha un costo decisamente inferiore.

Per far fronte a tale drastica riduzione del fatturato, la Società ha ampliato la gamma degli articoli offerti, ha aperto sedi produttive all'estero (prima in Romania e poi in Tunisia e Marocco) e ha predisposto anche un importante piano di ristrutturazione aziendale essenzialmente fondato sul trasferimento in conto terzi di parte delle lavorazioni.

Tra il 2015 ed il 2016 la Società, nel tentativo di sostenere il fatturato, ha sottoscritto un accordo con un'azienda concorrente in via di dismissione per continuare la produzione dei filati tecnici per cucire e tessere a marchio di quest'ultima e destinati ai confezionisti tessili italiani ed esteri.

Nonostante gli sforzi profusi la situazione economica non è migliorata e la Società – nel frattempo trasformata da società per azioni a società a responsabilità limitata – si è quindi vista costretta ad affittare nel luglio del 2018 il solo ramo di azienda commerciale (che rappresenta il ramo principale della Società) e, ciò, al fine di salvaguardare sia il patrimonio aziendale che il livello occupazionale dei propri dipendenti.

Per quanto riguarda invece il ramo industriale (ovvero la produzione di filati destinati all'industria tessile), la Società nel dicembre del 2018 ha deciso di fermare l'attività dando corso alle procedure di licenziamento collettivo in modo così da poter ridurre i costi di gestione.

In data 09/01/2019 i soci di Cucirini Tre Stelle – Manifattura di Settala s.r.l. hanno deliberato lo scioglimento e la messa in liquidazione della Società con atto del notaio Alessandra Landriscina in Milano e depositato in data 31/01/2019 ricorso ex art. 161 co. 6 l.f. riservandosi di presentare entro un assegnando termine una proposta definitiva di concordato preventivo (con il piano e la documentazione di cui ai commi secondo e terzo

di tale norma). Con decreto in data 07/02/2019 il Tribunale ha assegnato il termine sino al 07/06/2019, per il deposito della proposta, del piano e della documentazione di cui all'art. 161 commi 2 e 3 l.f. e successivamente, su istanza della società, ha concesso la proroga del suddetto termine sino all'08/07/2019.

Con successivo decreto del 27/06/2019 il Tribunale ha convocato la società proponente in udienza in camera di consiglio per il giorno 11/07/2019 in quanto, pur non essendo ancora scaduto il termine per il deposito della proposta e del piano, la società aveva già dichiarato che non avrebbe presentato alcuna domanda definitiva. Udita la relazione del giudice relatore e rilevato che la società nel termine assegnatole non aveva provveduto ad alcun deposito della proposta congiuntamente al piano e che, con ricorso iscritto al n. 1107/2019 P.F., aveva presentato istanza di fallimento in proprio, il Tribunale ha dichiarato il fallimento della società con sentenza del 11/07/2019 (dep. il 15/07/2019).

4. IL RAMO DI AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE ED IL CONTRATTO DI AFFITTO IN ESSERE

Scopo del presente lavoro è quello di giungere alla determinazione del valore di mercato del ramo di azienda di proprietà della società della fallita, comprensivo di tutti i beni oggetto di inventario, per le finalità liquidatorie proprie del fallimento. Ciò anche al fine di verificare la congruità del prezzo proposto dall'attuale conduttore del contratto di affitto d'azienda Cucirini Tre Stelle 1903 S.r.l..

Tale finalità comporta che il metodo debba essere individuato tra quelli generalmente accettati dalla dottrina e dalla pratica.

Come detto si tratta del ramo di azienda corrente in Comune di Settala via Piero Gobetti n. 12, frazione Caleppio, operante nel settore del filato cucirino, costituito dal complesso dei

beni organizzati per lo svolgimento delle attività di produzione e distribuzione dei prodotti destinati prevalentemente alle mercerie e privati in genere; da tale inquadramento si rileva come nell'ambito del contratto di affitto di azienda non sia stata data continuità a quel ramo di attività avente ad oggetto la produzione di filati per cucire e tessere destinati alle industrie per confezioni, cosiddetto "industriale". Infatti nel Dicembre 2018 la società in bonis ha deciso di fermare tale attività produttiva dando corso alle procedura di licenziamento collettivo del personale impegnato in tale ambito. Dai dati forniti dalla proprietà lo scrivente ha potuto rilevare che in termini di fatturato l'attività cosiddetta "retail" ovvero "commerciale" ha rappresentato il ramo principale, pesando nell'ultimo triennio di attività (2015 – 2017) per circa il 60% rispetto al fatturato complessivo. Di tale incidenza, come si dirà meglio nel prosieguo, lo scrivente ne ha tenuto conto ai fini della valutazione dell'azienda, basandosi questa sui dati storici che ricomprendono entrambi i rami.

Il ramo di azienda medesimo è stato come detto concesso in affitto a Cucirini Tre Stelle 1903 S.r.l., unitamente ad ogni eventuale autorizzazione e/o licenza, comprensivo, oltre che dell'avviamento commerciale, dei contratti di lavoro, dei macchinari e delle attrezzature e degli altri beni, degli automezzi, dei marchi, il tutto come meglio individuato negli elenchi allegati al contratto medesimo.

La valutazione ricomprende tutti i beni di proprietà del fallimento, quindi anche quelli non rientranti nel ramo di azienda concesso in affitto, così come inventariati e valorizzati dall'esperto geom. Luca Mutti.

Il ramo di azienda è stato concesso in affitto con contratto stipulato in data 31/07/2018 tra Cucirini Tre stelle – Manifattura di Settala S.r.l. e Cucirini Tre stelle 1903 S.r.l.

Compongono il ramo d'azienda i seguenti beni e rapporti:

- n. 30 rapporti di lavoro dipendente come individuato nell'elenco allegato al contratto;
- i macchinari, le attrezzature e altri beni di cui all'elenco allegato al contratto;

- i marchi di cui all'elenco allegato al contratto, concessi non in uso esclusivo alla società affittuaria;

Il contratto prevede anche il godimento dei locali ove è svolta l'attività relativa al ramo di azienda che la società fallita detiene in forza di contratto di locazione stipulato con la società CO.PI.CI. Immobiliare S.p.a.; la società affittante ha concesso in godimento alla società Cucirini Tre Stelle 1903 S.r.l. una parte della porzione immobiliare oggetto del contratto di locazione in essere con la CO.PI.CI. Immobiliare S.p.a., così come individuata nella planimetria allegata al contratto di affitto di azienda.

Il contratto di affitto di azienda, stipulato come detto in data 31/07/2018, aveva decorrenza dal 01/09/2018 per la durata di un anno, con proroga tacita di anno in anno salvo volontà contraria da comunicarsi da una parte all'altra entro tre mesi prima della scadenza. Al momento pertanto il contratto di affitto di azienda si è tacitamente rinnovato fino al 31/08/2020.

Il Canone di affitto annuo è pattuito in euro 180.000,00 oltre Iva, di cui euro 88.000,00 oltre Iva riferiti all'uso e godimento dei locali posti in Settala Via Pietro Gobetti n. 12. Tale ultima somma non dovrà essere più versata qualora l'attività relativa al ramo di azienda venga spostata in altro luogo, rimanendo quindi in essere un canone annuo di affitto di ramo di azienda pari a euro 92.000,00.

Le merci di magazzino sono inizialmente rimaste nella disponibilità della concedente per poi essere oggetto di un contratto estimatorio, stipulato tra le parti in data 06/09/2018, come meglio illustrato nel prossimo paragrafo.

5. IL CONTRATTO ESTIMATORIO

Con atto notaio Paolo Divizia in Bergamo in data 06/09/2018, è stato stipulato tra la Manifattura di Settala – Cucirini Tre Stelle S.r.l. e la Cucirini Tre Stelle 1903 S.r.l. un contratto

estimatorio in base al quale l'affidante "CUCIRINI TRE STELLE – MANIFATTURA DI SETTALA S.R.L." ha concesso all'affidataria "CUCIRINI TRE STELLE 1903 S.R.L." il potere di disporre della merce presente a magazzino (materie prime, semilavorati e prodotti finiti) e di quella presso soggetti terzi in conto deposito e/o lavorazione, così come inventario allegato all'atto medesimo.

L'affidante ha concesso all'affidataria il termine di due anni dalla stipula del contratto per vendere a terzi o di acquisire per sé i beni di cui all'inventario. Entro il giorno 5 di ogni mese l'affidataria è tenuta a comunicare le cessioni a terzi e/o gli acquisti per sé dei beni affidatigli, il cui pagamento dovrà avvenire entro 90 (novanta) giorni dall'emissione della fattura da parte dell'affidante.

Il corrispettivo per le materie prime, semilavorati e prodotti finiti ceduti a terzi o acquistati per sé dall'affidataria è determinato in funzione dei prezzi indicati nell'inventario allegato al contratto estimatorio

6. LA PROPOSTA IRREVOCABILE FORMULATA DA CUCIRINI TRE STELLE 1903 S.R.L.

Con lettera del 10/09/2019 inviata a mezzo pec, la Cucirini Tre Stelle 1903 S.r.l. ha formulato al fallimento Cucirini Tre Stelle - Manifattura di Settala S.r.l. una proposta irrevocabile per l'acquisto del ramo di azienda già oggetto del contratto di affitto, comprensivo di *“autorizzazioni e licenze, avviamento commerciale, contratti di lavoro dipendenti individuati nell'allegato A, macchinari, attrezzature e altri beni in uso a CUCIRINI TRE STELLE 1903 S.R.L. individuati dall'Ing. Marco Valle nell'ambito della valutazione redatta dalla società “Marco Valle S.r.l.” - in data 30 maggio 2019 - allegata sotto la lettera B, automezzi elencati nell'allegato C, marchi d'impresa di cui all'allegato D, contratti di cui all'allegato E; il tutto nello stato di fatto e di diritto in cui l'Azienda si troverà alla data della stipulazione del contratto definitivo di cessione”*. Il corrispettivo offerto per l'azienda è pari a euro 546.970.

Dott. Giorgio Edoardo Luerti

L'offerta ricomprende anche la merce in magazzino ed in particolare “*la merce oggetto del Contratto Estimatorio che della restante merce (materie prime, semilavorati e prodotti finiti) di proprietà di CUCIRINI TRE STELLE – MANIFATTURA DI SETTALA S.R.L.*”. Il corrispettivo offerto per la merce a magazzino è determinato alla data del 15/07/2019 (data di pubblicazione della sentenza di fallimento) in euro 205.000, di cui euro 125.000 per la merce oggetto di contratto estimatorio ed euro 80.000 per l'altra merce a magazzino della società fallita.

A quanto sopra si aggiunge la valorizzazione di tutti gli altri macchinari, attrezzature e altri beni non compresi nel contratto estimatorio per i quali viene offerto un corrispettivo pari a euro 48.000.

Complessivamente l'offerta viene determinata, in via arrotondata, in euro 800.000,00 (euro ottocentomila/00), corrispettivo questo che verrà versato in un'unica soluzione al netto dei debiti per TFR e degli altri debiti “giuslavoristici” maturati nei confronti dei dipendenti inclusi nell'azienda alla data di efficacia del contratto di affitto di azienda.

La proposta è irrevocabile e valida fino al 31/01/2020 ed è stata garantita con il versamento dell'importo di euro 80.000 pari al 10% del corrispettivo offerto.

Come illustrato in precedenza, l'obiettivo del presente elaborato è quello di esprimere una valutazione di mercato del ramo di azienda concesso in affitto a Cucirini Tre Stelle 1903 s.r.l., ricomprendendo in tale ambito tutti i beni della società fallita, anche quelli inizialmente non ricompresi nel contratto di affitto di azienda stipulato tra Cucirini Tre Stelle - Manifattura di Settala in bonis e la Cucirini Tre Stelle 1903 s.r.l.

Il valore dei cespiti e delle rimanenze di magazzino, oggetto di stima da parte del Geom. Luca Mutti e rientranti nel ramo oggetto di valutazione, viene ricompreso nel valore economico del ramo in conseguenza del metodo adottato.

7. ANALISI DEI METODI DI VALUTAZIONE

Il primo problema da affrontare in sede di valutazione d'azienda è quello relativo alla scelta del metodo di valutazione, considerata la realtà dell'azienda che si intende valutare, le finalità per cui viene richiesta la valutazione, le specificità e lo stato dell'azienda oggetto di stima e le informazioni disponibili per la valutazione .

I principali metodi di valutazione definiti in dottrina ed usati nella prassi possono essere ricondotti alle seguenti categorie:

- Metodi patrimoniali
- Metodi reddituali
- Metodi finanziari
- Metodi misti

Prima di procedere ad una breve rassegna sul contenuto e le caratteristiche dei vari metodi, si ricorda che nel processo di valutazione assume spesso particolare importanza la componente denominata "avviamento". Numerose sono infatti le componenti immateriali che non trovano adeguata rappresentazione nei bilanci aziendali (marchi, brevetti, know-how, immagine, quote di mercato, organizzazione, ecc.) e fra esse l'avviamento, che costituisce la capacità di produrre reddito contemplando sinergicamente tutte le componenti materiali ed immateriali dell'azienda stessa.

L'avviamento è quindi un valore che viene generalmente riconosciuto a chi ha investito nel tempo risorse e capitalizzato energie, per portare l'azienda ad un certo livello di funzionamento. A volte esso viene semplicemente inteso come un concetto sostitutivo delle componenti immateriali dell'azienda (es. marchi ed immagine), altre volte, più correttamente, viene invece considerato distintamente.

L'avviamento può avere segno positivo (nel qual caso si parla anche di goodwill) o negativo (nel cui caso si parla di badwill), quando la redditività prospettica non è tale da garantire un'adeguata remunerazione del capitale investito.

Come vedremo più avanti, diversi sono gli approcci che i vari metodi prevedono nella valorizzazione dell'avviamento.

7.1 Metodi patrimoniali

Definiscono il valore di un'azienda come il risultato di una valutazione a "valore di mercato" o "valore corrente", in ipotesi di continuità della gestione, di tutte le attività (materiali ed immateriali, nei casi in cui siano determinabili singolarmente) debitamente diminuite di tutte le passività; tali metodi implicano un processo di attualizzazione di tutti i valori monetari significativi, non scaduti al momento del calcolo.

Nella pratica operativa, i metodi patrimoniali sono utilizzati con diverse varianti che possono fare ricorso, nella stima analitica del valore delle singole componenti individuate (cespiti, crediti, beni immateriali o altro), a metodologie di calcolo finanziarie, reddituali, di mercato o puramente contabili, per cui la dizione di metodo patrimoniale può spesso risultare impropria. Tali metodi garantiscono una valida indicazione della solidità patrimoniale dell'azienda, con particolare riferimento alle aziende a prevalenza patrimoniale, quale il caso delle Holding o delle immobiliari.

7.2 Metodi reddituali

Ravvisano nella capacità di reddito l'elemento fondamentale della valutazione e basano il calcolo sulla capitalizzazione ad una data del flusso prospettico di redditi attesi. Concettualmente validi, tali metodi non possono considerarsi idonei quando la dimensione e la struttura del patrimonio siano elementi troppo rilevanti per poter essere trascurati. Il metodo reddituale 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. Esistono due tipologie di metodo reddituale: il metodo reddituale semplice e il metodo reddituale complesso. Il primo si basa sulla stima dei flussi di reddito costanti, dove per reddito si intende il reddito normalizzato, vale a dire un reddito che esprime 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. Ai fini della determinazione del reddito si ritiene che la tecnica preferibile sia quella basata sul principio di conservazione dei redditi storicamente ottenuti in tempi recenti (metodo dei risultati storici). Il secondo, evoluzione del precedente, attualizza i flussi di reddito previsti anno per anno, fino a conclusione dell'orizzonte temporale preso in considerazione. Tale applicazione trova spazio solo in caso di aziende che elaborano programmi di gestione di durata non superiore ai 5 anni.

Il metodo reddituale, rispetto a quello finanziario, ha il merito di richiedere una base dati meno sofisticata. Infatti anche nelle medie e piccole aziende esistono delle previsioni economiche capaci di simulare per un dato orizzonte temporale i redditi attesi.

7.3 Metodi finanziari

Si basano sulla capitalizzazione del valore attuale dei flussi monetari attesi dalla gestione aziendale. Ogni attività economica, così come ogni bene patrimoniale materiale o immateriale suscettibile di essere scambiato, genera in un dato orizzonte temporale flussi finanziari correlati sia ai fenomeni economici (costi e ricavi dell'attività), sia a fenomeni esclusivamente patrimoniali o finanziari (investimenti/disinvestimenti, prestiti/rimborsi, ecc.).

L'attualizzazione dei flussi finanziari attesi da un investimento (entrate al netto delle uscite), nell'arco della sua vita, costituisce perciò la migliore rappresentazione del suo effettivo valore. Anche in questo caso, l'avviamento si ottiene indirettamente come differenza tra valore di

capitalizzazione dei flussi attualizzati e quello del patrimonio netto contabile rettificato. 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.

7.4 Metodi misti

Tali metodi uniscono gli aspetti fondamentali dei procedimenti patrimoniali e reddituali, dando così luogo ad un risultato finale legato ai principi di calcolo di entrambi. Essi considerano, perciò, simultaneamente la dimensione, la struttura del patrimonio dell'azienda e la redditività, determinata tenendo conto del trend storico e prospettico. In questo modo i metodi misti tentano di mediare tra vantaggi e svantaggi dei metodi reddituali e patrimoniali sopra delineati.

Il concetto di avviamento è generalmente incluso nei metodi misti e risulta calcolato, a seconda dei casi, in via indiretta (differenza fra valore finale e Patrimonio Netto) o diretta (con la capitalizzazione, ad esempio, di un sovra - reddito atteso rispetto ad investimenti alternativi, tenuto conto del rischio specifico dell'investimento).

I metodi misti patrimoniali – reddituali costituiscono una sintesi tra i due procedimenti sopra descritti, basati appunto sul patrimonio e sul reddito, e consentono, di norma, un minore grado incertezza e soggettività contemplando entrambe le componenti dell'azienda, quella appunto patrimoniale e reddituale.

Il metodo misto è essenzialmente composto da due metodologie:

- il metodo del valore medio: che valuta l'azienda esprimendo la media aritmetica o ponderata dell'elemento patrimoniale e di quello reddituale
- il metodo della stima autonoma dell'avviamento: che valuta l'azienda attualizzando il sovrareddito o con le formule della rendita perpetua o con la formula della rendita a durata limitata, aggiungendo il valore del patrimonio netto rettificato.

7.5 L'attendibilità dei metodi

La dottrina aziendale reputa difficile stabilire una precisa graduatoria di validità dei metodi atti a definire il valore del capitale economico, valida in assoluto, indipendentemente dalle finalità per cui è eseguita la stima e dalle caratteristiche della realtà economica in esame. L'esperienza insegna che nel passaggio da ipotesi astratte all'analisi di situazioni concrete, il processo valutativo deve infatti basarsi sull'attendibilità e bontà delle informazioni, nonché sulla considerazione dello specifico contesto di riferimento.

Volta per volta si dovrà quindi procedere all'analisi della specifica realtà oggetto di valutazione, al fine di individuare la metodologia che meglio si presta ad apprezzarne gli aspetti peculiari, i punti di forza e quelli di debolezza.

Nel caso in esame si tratta di valutare il ramo di azienda posseduto da una società fallita per le finalità liquidatorie proprie del fallimento che verranno poste in essere attivando procedure di vendita di tipo competitivo. Il processo di valutazione attuato dallo scrivente ha subito una limitazione dagli elementi documentali che ha potuto analizzare.

8. IL METODO DI VALUTAZIONE ADOTTATO

Come meglio illustrato nella parte finale del precedente capitolo, non esiste in astratto un metodo migliore per la valutazione di una realtà aziendale. Di volta in volta si devono esaminare le caratteristiche specifiche dell'oggetto di analisi, ed individuare quindi la metodologia ritenuta più appropriata.

Scopo del presente lavoro è quello di giungere alla determinazione del valore di mercato del ramo di azienda posseduto da una società fallita per le finalità liquidatorie proprie del fallimento che verranno poste in essere attivando procedure di vendita di tipo competitivo. Tale valutazione quindi va a beneficio della curatela che vuole conoscere quale sia il prezzo

probabilmente esigibile nell'abito di una procedura di vendita competitiva. Ciò anche al fine di verificare la congruità del prezzo proposto dall'attuale conduttore del contratto di affitto d'azienda Cucirini Tre Stelle 1903 S.r.l.

È importante sottolineare come la valutazione dello scrivente subisce la limitazione degli elementi documentali che ha potuto analizzare e dai dati analitici che ha potuto acquisire.

Stante la continuità aziendale data dall'attuale affitto del ramo di azienda si ritiene di poter valutare il ramo di azienda in una prospettiva di continuità, limitatamente al ramo "commerciale", escludendo quindi la valutazione di quello "industriale", cessato nel dicembre 2018.

In tale contesto si precisa nuovamente che lo scrivente non dispone di dati prospettici da utilizzare nella valutazione ma solo di serie di dati storici che riguardano la società prima di essere dichiarata fallita.

Si è ritenuto quindi di basare la presente valutazione sui dati economici storici della Cucirini Tre Stelle – Manifattura di Settala in bonis, in particolare sui dati economici del periodo 2012 – 2017, estrapolati dai dati contabili e dai bilanci della società fallita in un'ipotesi di continuità.

In relazione a ciò e a quanto illustrato nelle premesse si ritiene che il metodo reddituale puro sia quello che meglio permette di approssimare la stima del valore di questo ramo d'azienda, determinato quindi sulla base della proiezione futura del reddito medio normalizzato osservato storicamente.

Come già evidenziato in precedenza il metodo reddituale puro si fonda sulla capitalizzazione, ad un prefissato saggio, del reddito medio futuro atteso come producibile da una azienda. Detto metodo si basa sulla proiezione nel tempo di una misura di reddito unico, normale e costante. Esso quindi consiste nell'approssimazione di un reddito espressivo della durevolezza del reddito futuro ritraibile dall'azienda per un periodo di tempo sostanzialmente illimitato.

L'algoritmo di riferimento per la determinazione del valore del capitale economico in questa accezione è il seguente:

$$VA = RN / K$$

Dove:

VA è il valore del capitale economico dell'azienda

RN è il reddito netto normale atteso dall'azienda negli anni a venire

K è il tasso di capitalizzazione del reddito normale atteso

9. IL VALORE DEL RAMO DI AZIENDA SULLA BASE DEL METODO REDDITUALE

Con l'intento di pervenire alla valutazione del ramo di azienda si procederà come segue:

- Analisi dei bilanci
- Normalizzazione del reddito
- Determinazione del tasso di capitalizzazione
- La determinazione del valore dell'azienda

9.1 Analisi dei bilanci

Il primo passaggio riguarda l'analisi dei bilanci d'esercizio della società fallita posti a confronto per il periodo 2012 – 2018, tenuto conto comunque che l'ultimo esercizio è quello nel corso del quale è stato stipulato il contratto di affitto del ramo di azienda “commerciale” a favore della Cucirini Tre Stelle 1903 S.r.l.

Dott. Giorgio Edoardo Luerti

ATTIVITA'	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012
Credito vs. soci	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00
Costi di impianto e di ampliamento			€ 350,00	€ 3.333,00	€ 9.234,00	€ 15.135,00	€ 19.287,00
Diritto di brevetto industriale	€ 13.567,00	€ 15.803,00	€ 15.803,00	€ 15.437,00	€ 416,00	€ 993,00	€ 2.318,00
Avviamento	€ 78.057,00	€ 101.410,00	€ 101.410,00	€ 124.862,00	€ 128.115,00	€ 149.468,00	€ 170.820,00
Altre	€ 120.433,00	€ 196.475,00	€ 196.475,00	€ 161.428,00	€ 215.253,00	€ 269.077,00	€ 126.363,00
immobilizzazioni immateriali	€ -	€ 212.057,00	€ 314.038,00	€ 305.060,00	€ 353.018,00	€ 434.673,00	€ 318.788,00
Terreni e fabbricati		€ 183.079,00	€ 150.100,00	€ 152.950,00	€ 155.800,00	€ 158.650,00	€ 161.500,00
Impianti e macchinari	€ 563.605,00	€ 1.342.983,00	€ 1.263.712,00	€ 1.292.749,00	€ 1.253.221,00	€ 1.270.307,00	€ 1.249.758,00
Attrezzature industriali e comm.	€ 561,00	€ 1.381,00	€ 3.975,00	€ 5.826,00	€ 8.480,00	€ 11.133,00	€ 11.813,00
Altri beni	€ 11.120,00	€ 74.408,00	€ 73.303,00	€ 44.005,00	€ 58.644,00	€ 82.190,00	€ 52.855,00
immobilizzazioni materiali	€ 575.286,00	€ 1.601.851,00	€ 1.491.090,00	€ 1.495.530,00	€ 1.476.145,00	€ 1.522.280,00	€ 1.475.926,00
Partecipazione imp. Controllate		€ 14.334,00	€ 14.334,00	€ 14.334,00	€ 14.334,00	€ 14.334,00	€ 14.334,00
Altre imprese	€ 8.718,00	€ 8.718,00	€ 8.718,00	€ 8.718,00	€ 3.718,00	€ 3.718,00	€ 253.098,00
Crediti vs imp. Controllate oltre es. succ.		€ 217.774,00	€ 217.774,00	€ 217.774,00	€ 217.774,00	€ 217.774,00	€ 217.774,00
Crediti vs altri oltre es. succ.						€ 19.434,00	€ 69.557,00
Azioni proprie						€ 250.000,00	
immobilizzazioni finanziarie	€ 8.718,00	€ 240.826,00	€ 240.826,00	€ 240.826,00	€ 235.826,00	€ 505.260,00	€ 554.763,00
Materie prime, sussidiarie e di cons.	€ 357.872,00	€ 673.585,00	€ 653.498,00	€ 671.569,00	€ 659.122,00	€ 604.731,00	€ 720.047,00
Prodotti finiti e merci	€ 1.155.028,00	€ 3.277.710,00	€ 3.213.886,00	€ 2.997.153,00	€ 3.165.075,00	€ 2.917.479,00	€ 3.241.059,00
Rimanenze	€ 1.512.900,00	€ 3.951.295,00	€ 3.867.384,00	€ 3.668.722,00	€ 3.824.197,00	€ 3.522.210,00	€ 3.961.106,00
Crediti vs. clienti entro es. successivo	€ 1.660.472,00	€ 3.061.071,00	€ 3.436.070,00	€ 3.630.589,00	€ 3.775.884,00	€ 4.124.804,00	€ 4.470.877,00
Crediti vs. clienti oltre es. successivo							
Crediti vs. impr. contr. entro es. succ.	€ 179.149,00	€ 1.341.598,00	€ 1.295.386,00	€ 1.247.672,00	€ 1.212.412,00	€ 1.297.575,00	€ 1.278.512,00
Crediti tributari entro es. successivo	€ 6.152,00	€ 39.006,00	€ 89.136,00	€ 9.986,00			
Crediti tributari oltre es. successivo						€ 18.520,00	€ 18.026,00
Crediti tributari entro es. successivo			€ 36.100,00	€ 108.446,00	€ 163.098,00	€ 163.098,00	€ 41.412,00
Imposte anticipate		€ 98.221,00	€ 99.112,00	€ 116.317,00	€ 117.632,00	€ 120.664,00	€ 121.763,00
Verso altri entro es. successivo	€ 431.787,00	€ 18.146,00	€ 24.748,00	€ 48.970,00	€ 70.521,00	€ 66.765,00	€ 352.362,00
Verso altri oltre es. successivo		€ 397.387,00	€ 365.756,00	€ 364.526,00	€ 337.763,00	€ 379.632,00	€ 368.665,00
Totale crediti	€ 2.277.560,00	€ 4.955.429,00	€ 5.346.308,00	€ 5.526.506,00	€ 5.677.310,00	€ 6.171.058,00	€ 6.651.617,00
Depositi bancari e postali	€ 69.731,00	€ 7.269,00	€ 8.758,00	€ 7.266,00	€ 19.340,00	€ 8.268,00	€ 10.354,00
Assegni						€ 371,00	
Denaro in cassa	€ 1.591,00	€ 2.582,00	€ 3.187,00	€ 1.476,00	€ 1.774,00	€ 1.363,00	€ 2.426,00
Liquidità	€ 71.322,00	€ 9.851,00	€ 11.945,00	€ 8.742,00	€ 21.114,00	€ 10.002,00	€ 12.780,00
Ratei e risconti	€ 20.467,00	€ 13.555,00	€ 17.372,00	€ 40.425,00	€ 26.743,00	€ 30.411,00	€ 44.066,00
Ratei e risconti	€ 20.467,00	€ 13.555,00	€ 17.372,00	€ 40.425,00	€ 26.743,00	€ 30.411,00	€ 44.066,00
TOTALE ATTIVITA'	€ 4.466.253,00	€ 10.984.864,00	€ 11.288.963,00	€ 11.285.811,00	€ 11.614.353,00	€ 12.195.894,00	€ 13.019.046,00

PASSIVITA'	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012
Capitale sociale	€ 1.798.000,00	€ 1.798.000,00	€ 2.250.000,00	€ 2.250.000,00	€ 2.250.000,00	€ 2.500.000,00	€ 2.500.000,00
Riserva legale	€ 883,00	€ 95,00	€ 3.909,00	€ 2.551,00	€ 1.157,00	€ 1.157,00	€ 1.157,00
Riserva straordinaria o facoltativa	€ 17.136,00	€ 2.172,00					
Diff. Arr. All'unità di Euro	-€ 2,00	-€ 2,00	€ 2,00	-€ 5,00	€ 1,00	€ 1,00	€ 1,00
Utile (perdita) portati a nuovo							
Utile (perdita) dell'esercizio	-€ 5.465.659,00	€ 15.751,00	€ 1.901,00	€ 27.160,00	€ 27.865,00	€ 386.715,00	-€ 121.101,00
Patrimonio netto	-€ 3.649.642,00	€ 1.816.016,00	€ 1.800.269,00	€ 1.798.362,00	€ 1.771.207,00	€ 1.993.342,00	€ 2.380.057,00
Per trattamento di quiescenza	€ 208.806,00	€ 201.944,00	€ 190.827,00	€ 223.383,00	€ 225.025,00	€ 229.457,00	€ 228.986,00
Altri	€ 360.000,00						
Fondi rischi e oneri	€ 568.806,00	€ 201.944,00	€ 190.827,00	€ 223.383,00	€ 225.025,00	€ 229.457,00	€ 228.986,00
Trattamento di fine rapporto lav. Sub.	€ 1.351.270,00	€ 1.404.798,00	€ 1.425.196,00	€ 1.619.613,00	€ 1.835.736,00	€ 1.987.076,00	€ 2.358.050,00
Obbligazioni esigibili entro l'esercizio succ.				€ 312.502,00	€ 312.502,00	€ 312.502,00	€ 312.502,00
Debiti vs. banche entro es. successivo	€ 1.947.072,00	€ 2.561.516,00	€ 3.108.551,00	€ 3.346.639,00	€ 3.954.694,00	€ 4.325.903,00	€ 4.512.882,00
Debiti vs. banche oltre es. successivo		€ 279.195,00	€ 457.469,00	€ 433.654,00	€ 135.988,00		
Debiti vs. fornitori entro es. successivo	€ 599.630,00	€ 1.178.500,00	€ 1.358.012,00	€ 1.326.138,00	€ 1.328.952,00	€ 1.498.091,00	€ 1.618.199,00
Debiti vs. imp. controllate entro es. succ.						€ 65.901,00	€ 75.901,00
Debiti tributari entro es. successivo	€ 2.670.747,00	€ 2.208.652,00	€ 1.549.433,00	€ 1.073.634,00	€ 603.179,00	€ 680.729,00	€ 207.308,00
Debiti vs. istituti previd. Entro es. succ.	€ 389.975,00	€ 372.235,00	€ 263.833,00	€ 339.276,00	€ 482.180,00	€ 385.551,00	€ 252.833,00
Altri debiti esigibili entro es. succ.	€ 506.640,00	€ 869.341,00	€ 1.092.315,00	€ 793.475,00	€ 946.048,00	€ 696.264,00	€ 1.048.162,00
Debiti	€ 6.114.064,00	€ 7.469.439,00	€ 7.829.613,00	€ 7.625.318,00	€ 7.763.543,00	€ 7.964.941,00	€ 8.027.787,00
Ratei e risconti passivi	€ 81.755,00	€ 92.667,00	€ 43.058,00	€ 19.135,00	€ 18.842,00	€ 21.078,00	€ 24.166,00
TOTALE PASSIVITA'	€ 4.466.253,00	€ 10.984.864,00	€ 11.288.963,00	€ 11.285.811,00	€ 11.614.353,00	€ 12.195.894,00	€ 13.019.046,00

Dott. Giorgio Edoardo Luerti

CONTO ECONOMICO	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	€ 4.777.616,00	€ 6.217.061,00	€ 6.964.488,00	€ 7.227.822,00	€ 7.582.484,00	€ 8.226.269,00	€ 9.040.950,00
Variazioni delle rimanenze	-€ 1.122.682,00	€ 63.824,00	€ 216.733,00	-€ 167.922,00	€ 247.596,00	-€ 323.580,00	-€ 335.548,00
Altri ricavi - altri	€ 238.979,00	€ 191.008,00	€ 237.077,00	€ 423.709,00	€ 135.422,00	€ 197.992,00	€ 424.851,00
Valore della produzione	€ 3.893.913,00	€ 6.471.893,00	€ 7.418.298,00	€ 7.483.609,00	€ 7.965.502,00	€ 8.100.681,00	€ 9.130.253,00
Totale ricavi	€ 3.893.913,00	€ 6.471.893,00	€ 7.418.298,00	€ 7.483.609,00	€ 7.965.502,00	€ 8.100.681,00	€ 9.130.253,00
per materie prime,sussidiarie,di cons.	€ 1.262.046,00	€ 2.103.333,00	€ 2.656.645,00	€ 2.602.612,00	€ 2.617.141,00	€ 2.639.750,00	€ 2.662.168,00
per servizi	€ 1.074.036,00	€ 1.460.027,00	€ 1.677.626,00	€ 1.597.284,00	€ 1.899.681,00	€ 2.201.090,00	€ 2.282.089,00
per godimento beni di terzi	€ 246.209,00	€ 258.289,00	€ 252.394,00	€ 319.959,00	€ 304.262,00	€ 295.675,00	€ 582.419,00
personale - salari e stipendi	€ 974.528,00	€ 1.314.098,00	€ 1.445.003,00	€ 1.468.532,00	€ 1.540.278,00	€ 1.785.650,00	€ 1.954.385,00
personale - oneri sociali	€ 348.680,00	€ 454.565,00	€ 455.023,00	€ 479.587,00	€ 494.190,00	€ 559.549,00	€ 662.566,00
personale - TFR	€ 107.298,00	€ 118.117,00	€ 128.365,00	€ 109.536,00	€ 160.774,00	€ 150.236,00	€ 208.773,00
personale - altri costi	€ 7.470,00	€ 15.823,00	€ 68.712,00	€ 93.088,00	€ 97.834,00	€ 96.106,00	€ 105.129,00
Amm. Imm. Immateriali	€ 101.585,00	€ 101.979,00	€ 104.614,00	€ 85.109,00	€ 81.654,00	€ 66.365,00	€ 100.635,00
Amm. Imm. Materiali	€ 128.547,00	€ 138.607,00	€ 127.383,00	€ 127.093,00	€ 123.093,00	€ 108.249,00	€ 116.104,00
Svalutazione dei crediti	€ 1.910.905,00	€ 22.889,00	€ 24.537,00	€ 88.950,00	€ 119.197,00	€ 27.180,00	€ 28.906,00
Altre svalutazioni delle immobilizzaz.	€ 710.473,00						
Variazione rimanenze di mat. Prime	€ 315.713,00	-€ 20.087,00	€ 18.071,00	-€ 12.447,00	-€ 54.392,00	€ 115.316,00	€ 359.603,00
Accantonamenti per rischi	€ 1.360.000,00						
Oneri diversi di gestione	€ 256.275,00	€ 138.813,00	€ 45.693,00	€ 77.511,00	€ 35.778,00	€ 96.887,00	€ 68.762,00
Costi della produzione	€ 8.803.765,00	€ 6.106.453,00	€ 7.004.066,00	€ 7.036.814,00	€ 7.419.490,00	€ 8.142.053,00	€ 9.131.539,00
Totale costi	€ 8.803.765,00	€ 6.106.453,00	€ 7.004.066,00	€ 7.036.814,00	€ 7.419.490,00	€ 8.142.053,00	€ 9.131.539,00
DIFF. TRA RICAVI E COSTI PRODUZIONE	-€ 4.909.852,00	€ 365.440,00	€ 414.232,00	€ 446.795,00	€ 546.012,00	€ 41.372,00	-€ 1.286,00
Altri proventi da partecipazioni		€ 22,00	€ 21,00	€ 36,00	€ 59,00	€ 672,00	
Altri proventi diversi dai precedenti	€ 217,00	€ 61,00	€ 5.142,00	€ 2,00	€ 3,00	€ 386,00	€ 2.074,00
Int. e altri oneri - altri	-€ 214.598,00	-€ 253.740,00	-€ 316.093,00	-€ 331.661,00	-€ 375.455,00	-€ 312.089,00	-€ 275.309,00
Utili e perdite su cambi	€ 653,00	-€ 30.270,00	€ 4.016,00	-€ 3.440,00	€ 13.343,00	€ 8.462,00	€ 13.890,00
Proventi e oneri finanziari	-€ 213.728,00	-€ 283.927,00	-€ 314.946,00	-€ 335.063,00	-€ 362.050,00	-€ 319.493,00	-€ 287.125,00
DIFFERENZA PROVENTI E ONERI	-€ 213.728,00	-€ 283.927,00	-€ 314.946,00	-€ 335.063,00	-€ 362.050,00	-€ 319.493,00	-€ 287.125,00
Svalutazioni di partecipazioni	-€ 14.334,00						
Svalutazioni imm.fin. Non cost. part.	-€ 229.524,00						
 Rettifiche di valore di att. Finanziarie	-€ 243.858,00	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
Proventi - plusvalenze da alienazioni					€ 650,00		€ 50.448,00
Proventi - altri					€ 14.828,00	€ 318.296,00	€ 366.053,00
Oneri - minusvalenze da alienazioni					-€ 27.139,00		
Oneri - altri					-€ 47.613,00	-€ 282.492,00	-€ 163.870,00
Proventi e oneri straordinari	€ -	€ -	€ -	€ -	-€ 59.274,00	€ 35.804,00	€ 252.631,00
TOTALE ONERI/PROVENTI STRAORD.	€ -	€ -	€ -	€ -	-€ 59.274,00	€ 35.804,00	€ 252.631,00
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	-€ 5.367.438,00	€ 81.513,00	€ 99.286,00	€ 111.732,00	€ 124.688,00	-€ 325.061,00	-€ 35.780,00
Imposte correnti		€ 64.871,00	€ 80.180,00	€ 83.257,00	€ 93.791,00	€ 60.555,00	€ 85.321,00
Imposte differite e anticipate	€ 98.221,00	€ 891,00	€ 17.205,00	€ 1.315,00	€ 3.032,00	€ 1.099,00	
Imposte d'esercizio	€ 98.221,00	€ 65.762,00	€ 97.385,00	€ 84.572,00	€ 96.823,00	€ 61.654,00	€ 85.321,00
UTILE/PERDITA D'ESERCIZIO	-€ 5.465.659,00	€ 15.751,00	€ 1.901,00	€ 27.160,00	€ 27.865,00	-€ 386.715,00	-€ 121.101,00

Dall'analisi dei bilanci si trova la conferma che la società anno dopo anno, nonostante le strategie e le iniziative adottate dal management, ha continuato a perdere mercato, con una costante riduzione del fatturato ed una crisi di liquidità sempre più evidente sfociata in un indebitamento verso l'erario che ha raggiunto livelli molto significativi.

Ai fini della valutazione del ramo di azienda si ritiene che il risultato d'esercizio non sia un indicatore adeguato a determinare il valore dell'azienda, in quanto fortemente influenzato dalle componenti finanziarie e straordinarie. Di tali componenti non si ritiene infatti di doverne tener conto ai fini della valutazione del ramo, come del resto anche dei componenti straordinari. Lo scrivente assumerà quindi ai fini dell'individuazione del cosiddetto reddito

Dott. Giorgio Edoardo Luerti

normalizzato, l'indicatore EBIT in quanto espressivo, nel caso di specie, della capacità reddituale del ramo di azienda.

Inoltre, stante l'esercizio parziale di attività nel corso del 2018, anno nel quale è stata sospesa l'attività del ramo "industriale" ed è stata concessa in affitto l'attività del ramo "commerciale", si è ritenuto di escludere tale esercizio, limitandosi ad analizzare il periodo dal 2012 al 2017.

CONTO ECONOMICO	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	€ 6.217.061,00	€ 6.964.488,00	€ 7.227.822,00	€ 7.582.484,00	€ 8.226.269,00	€ 9.040.950,00
Variazioni delle rimanenze	€ 63.824,00	€ 216.733,00	-€ 167.922,00	€ 247.596,00	-€ 323.580,00	-€ 335.548,00
VALORE DELLA PRODUZIONE	€ 6.280.885,00	€ 7.181.221,00	€ 7.059.900,00	€ 7.830.080,00	€ 7.902.689,00	€ 8.705.402,00
per materie prime,sussidiarie,di cons.	€ 2.103.333,00	€ 2.656.645,00	€ 2.602.612,00	€ 2.617.141,00	€ 2.639.750,00	€ 2.662.168,00
per servizi	€ 1.460.027,00	€ 1.677.626,00	€ 1.597.284,00	€ 1.899.681,00	€ 2.201.090,00	€ 2.282.089,00
per godimento beni di terzi	€ 258.289,00	€ 252.394,00	€ 319.959,00	€ 304.262,00	€ 295.675,00	€ 582.419,00
personale - salari e stipendi	€ 1.314.098,00	€ 1.445.003,00	€ 1.468.532,00	€ 1.540.278,00	€ 1.785.650,00	€ 1.954.385,00
personale - oneri sociali	€ 454.565,00	€ 455.023,00	€ 479.587,00	€ 494.190,00	€ 559.549,00	€ 662.566,00
personale - TFR	€ 118.117,00	€ 128.365,00	€ 109.536,00	€ 160.774,00	€ 150.236,00	€ 208.773,00
personale - altri costi	€ 15.823,00	€ 68.712,00	€ 93.088,00	€ 97.834,00	€ 96.106,00	€ 105.129,00
Variazione rimanenze di mat. Prime	-€ 20.087,00	€ 18.071,00	-€ 12.447,00	-€ 54.392,00	€ 115.316,00	€ 359.603,00
MARGINE OPERATIVO LORDO	€ 576.720,00	€ 479.382,00	€ 401.749,00	€ 770.312,00	€ 59.317,00	-€ 111.730,00
	9,18%	6,68%	5,69%	9,84%	0,75%	-1,28%
Altri ricavi - altri	€ 191.008,00	€ 237.077,00	€ 423.709,00	€ 135.422,00	€ 197.992,00	€ 424.851,00
Svalutazione dei crediti	€ 22.889,00	€ 24.537,00	€ 88.950,00	€ 119.197,00	€ 27.180,00	€ 28.906,00
Oneri diversi di gestione	€ 138.813,00	€ 45.693,00	€ 77.511,00	€ 35.778,00	€ 96.887,00	€ 68.762,00
EBITDA	€ 606.026,00	€ 646.229,00	€ 658.997,00	€ 750.759,00	€ 133.242,00	€ 215.453,00
Amm. Imm. Immateriali	€ 101.979,00	€ 104.614,00	€ 85.109,00	€ 81.654,00	€ 66.365,00	€ 100.635,00
Amm. Imm. Materiali	€ 138.607,00	€ 127.383,00	€ 127.093,00	€ 123.093,00	€ 108.249,00	€ 116.104,00
EBIT	€ 365.440,00	€ 414.232,00	€ 446.795,00	€ 546.012,00	-€ 41.372,00	-€ 1.286,00
Gestione Finanziaria	-€ 283.927,00	-€ 314.946,00	-€ 335.063,00	-€ 362.050,00	-€ 319.493,00	-€ 287.125,00
Gestione Straordinaria	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00	-€ 59.274,00	€ 35.804,00	€ 252.631,00
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	€ 81.513,00	€ 99.286,00	€ 111.732,00	€ 124.688,00	-€ 325.061,00	-€ 35.780,00
Imposte d'esercizio	€ 65.762,00	€ 97.385,00	€ 84.572,00	€ 96.823,00	€ 61.654,00	€ 85.321,00
UTILE/PERDITA D'ESERCIZIO	€ 15.751,00	€ 1.901,00	€ 27.160,00	€ 27.865,00	-€ 386.715,00	-€ 121.101,00

Dall'analisi dei dati sopra esposti è emerso però che gli stessi richiedono una normalizzazione in quanto non confrontabili, anche in conseguenza di alcune modifiche intervenute nei criteri di redazione dei bilanci, legate principalmente alla classificazione dei componenti straordinari di reddito.

9.2 Normalizzazione del reddito

Come già accennato nel precedente paragrafo si ritiene che il risultato d'esercizio non sia un indicatore adeguato a determinare il valore dell'azienda oggetto di valutazione; pertanto,

Dott. Giorgio Edoardo Luerti

si è proceduto a determinare la media dell'EBIT su un arco temporale dal 2012 al 2017, al fine di individuare la capacità reddituale dell'azienda in pieno funzionamento, quindi in condizioni "normali". La normalizzazione si è ottenuta escludendo dalla gestione caratteristica operazioni di natura straordinaria, in particolare voci di ricavo, originariamente classificate tra gli "Altri Ricavi e proventi".

CONTO ECONOMICO	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	€ 6.217.061,00	€ 6.964.488,00	€ 7.227.822,00	€ 7.582.484,00	€ 8.226.269,00	€ 9.040.950,00
Variazioni delle rimanenze	€ 63.824,00	€ 216.733,00	-€ 167.922,00	€ 247.596,00	-€ 323.580,00	-€ 335.548,00
VALORE DELLA PRODUZIONE	€ 6.280.885,00	€ 7.181.221,00	€ 7.059.900,00	€ 7.830.080,00	€ 7.902.689,00	€ 8.705.402,00
per materie prime, sussidiarie, di cons.	€ 2.103.333,00	€ 2.656.645,00	€ 2.602.612,00	€ 2.617.141,00	€ 2.639.750,00	€ 2.662.168,00
per servizi	€ 1.460.027,00	€ 1.677.626,00	€ 1.597.284,00	€ 1.899.681,00	€ 2.201.090,00	€ 2.282.089,00
per godimento beni di terzi	€ 258.289,00	€ 252.394,00	€ 319.959,00	€ 304.262,00	€ 295.675,00	€ 582.419,00
personale - salari e stipendi	€ 1.314.098,00	€ 1.445.003,00	€ 1.468.532,00	€ 1.540.278,00	€ 1.785.650,00	€ 1.954.385,00
personale - oneri sociali	€ 454.565,00	€ 455.023,00	€ 479.587,00	€ 494.190,00	€ 559.549,00	€ 662.566,00
personale - TFR	€ 118.117,00	€ 128.365,00	€ 109.536,00	€ 160.774,00	€ 150.236,00	€ 208.773,00
personale - altri costi	€ 15.823,00	€ 68.712,00	€ 93.088,00	€ 97.834,00	€ 96.106,00	€ 105.129,00
Variazione rimanenze di mat. Prime	-€ 20.087,00	€ 18.071,00	-€ 12.447,00	-€ 54.392,00	€ 115.316,00	€ 359.603,00
MARGINE OPERATIVO LORDO	€ 576.720,00	€ 479.382,00	€ 401.749,00	€ 770.312,00	€ 59.317,00	-€ 111.730,00
	9,18%	6,68%	5,69%	9,84%	0,75%	-1,28%
Altri ricavi - altri	€ 102.190,51	€ 79.043,19	€ 88.193,54	€ 135.422,00	€ 197.992,00	€ 424.851,00
Svalutazione dei crediti	€ 22.889,00	€ 24.537,00	€ 88.950,00	€ 119.197,00	€ 27.180,00	€ 28.906,00
Oneri diversi di gestione	€ 138.813,00	€ 45.693,00	€ 77.511,00	€ 35.778,00	€ 96.887,00	€ 68.762,00
EBITDA	€ 517.208,51	€ 488.195,19	€ 323.481,54	€ 750.759,00	€ 133.242,00	€ 215.453,00
Amm. Imm. Immateriali	€ 101.979,00	€ 104.614,00	€ 85.109,00	€ 81.654,00	€ 66.365,00	€ 100.635,00
Amm. Imm. Materiali	€ 138.607,00	€ 127.383,00	€ 127.093,00	€ 123.093,00	€ 108.249,00	€ 116.104,00
EBIT	€ 276.622,51	€ 256.198,19	€ 111.279,54	€ 546.012,00	-€ 41.372,00	-€ 1.286,00
Gestione Finanziaria	-€ 283.927,00	-€ 314.946,00	-€ 335.063,00	-€ 362.050,00	-€ 319.493,00	-€ 287.125,00
Gestione Straordinaria	€ 88.817,49	€ 158.033,81	€ 335.515,46	-€ 59.274,00	€ 35.804,00	€ 252.631,00
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	€ 81.513,00	€ 99.286,00	€ 111.732,00	€ 124.688,00	-€ 325.061,00	-€ 35.780,00
Imposte d'esercizio	€ 65.762,00	€ 97.385,00	€ 84.572,00	€ 96.823,00	€ 61.654,00	€ 85.321,00
UTILE/PERDITA D'ESERCIZIO	€ 15.751,00	€ 1.901,00	€ 27.160,00	€ 27.865,00	-€ 386.715,00	-€ 121.101,00

L'EBIT medio del periodo preso in esame tiene conto anche degli ammortamenti delle immobilizzazioni materiali ed immateriali che se da un lato non tengono conto del valore assegnato a tali attività dall'esperto nominato dal curatore, sono da considerare significativi in quanto rappresentativi dell'incidenza degli investimenti che l'aggiudicatario del ramo d'azienda dovrà effettuare per rilanciare l'attività.

Si è così pervenuti a calcolare un EBIT normalizzato medio di periodo pari a Euro 191.242. Tale valore è riferito all'attività svolta dalla società fallita sia in ambito "commerciale" che in ambito "industriale"; ramo quest'ultimo, come detto, dismesso a fine 2018 e non proseguito dalla società affittuaria.

Al fine di depurare il valore di EBIT sopra determinato si è assunto una percentuale di tale valore pari all'incidenza del fatturato sviluppato dal ramo "commerciale" negli ultimi anni, così come dichiarato dal management della società; la percentuale è pari al 60% ed il valore di EBIT riferibile quindi al ramo oggetto di valutazione è pari a Euro 114.745.

Il reddito normalizzato al netto delle imposte, stimate in euro 32.014, è pari a euro 82.731.

9.3 Determinazione del tasso di capitalizzazione

Vista la scelta del metodo di valutazione reddituale puro, viene 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 per il 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 otterrebbe 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 di tipo imprenditoriale.

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

$$i = RF + (RM - RF) \times BETA$$

dove:

- RF è il tasso di rendimento atteso da un'attività priva di rischio, stimato pari al 3,85%;
- RM è il rendimento atteso da un investimento nel settore specifico, assunto in misura pari al 8,25%;

- BETA è il parametro espressivo del rischio della società da valutare, stimato in misura pari a 1,5.

Dall'applicazione della formula sopra riportata, ne deriva che il tasso di attualizzazione utilizzato è pari al 10,45% ($3,85 + 4,40 \times 1,50$).

9.4 La determinazione del valore dell'azienda

Una volta individuato il reddito normalizzato come determinato nel paragrafo precedente e calcolato il tasso di attualizzazione pari al 10,45%, come visto nel paragrafo che precede, si è così proceduto a calcolare il valore economico dell'azienda pari ad Euro 791.684,21 (che si arrotonda in Euro 790.000).

In merito, è il caso di precisare che il processo di determinazione del reddito netto normalizzato è stato effettuato sulla base di una configurazione dei conti economici che presupponeva la titolarità di tutti i beni materiali e immateriali dell'azienda, compresi quelli oggi non rientranti nel contratto di affitto di azienda e come tale detto valore del ramo ricomprende anche la parte di valore ad essi imputabile.

10. CONCLUSIONI GENERALI SUL VALORE DEL RAMO

Per quanto esposto nei paragrafi che precedono, si conclude che a parere dello scrivente, effettuati gli arrotondamenti del caso, **il valore del ramo di azienda appartenente al Fallimento Cucirini Tre Stelle – Manifattura di Settala S.r.l. è pari a Euro 790.000, importo questo che, per le ragioni sopra esposte, ricomprende il valore di tutti i beni materiali e immateriali di proprietà della società fallita.**

Lo scrivente ritiene di aver assolto l'incarico conferito e nel ringraziare per la fiducia accordata resta a disposizione per ogni ulteriore chiarimento.

Dott. Giorgio Edoardo Luerti

Milano, 11 novembre 2019

In fede,

Dott. Giorgio Edoardo Luerti

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Giorgio Edoardo Luerti', written in a cursive style.