

III.ma Dott.ssa Adriana Gherardi G. D.

Stim.mo Rag. Daniele Martinelli Cur.

OOO

(ex ante) Pre fallimentare R.G. Ist. Fall. 176/2014

(ex post) Fallimento WCC Levante s.r.l. in liq. n. 5/2016

Relazione di Consulenza Tecnica d'Ufficio

OOO

“RELEASE s.p.a.”

(Avv.ti F. Brugnatelli, L. Szego, A. Corradino)

contro

“WCC LEVANTE s.r.l. in liq.”

(Avv.ti D. Mastrangelo, L. Scatena)

VALUTAZIONE CONGRUITA' CANONI AFFITTO AZIENDA

VALUTAZIONE CONVENIENZA ESERCIZIO PROVVISORIO

VALUTAZIONE RAMO D'AZIENDA

OOO

C.t.u. Dott. Saverio Reggi

OOO

Il sottoscritto Saverio Reggi, Dottore Commercialista con studio in La Spezia, Via
Francesco Crispi, 39,

premesso

- che consta propria nomina a CTU nel presente procedimento;
- che nel corso dell'udienza tenutasi in data 11 novembre 2015 gli sono stati posti i seguenti quesiti:

“Valuti il CTU la congruità del canone di affitto di ramo d'azienda che sarà proposto, valuti altresì la convenienza per il ceto creditorio dell'esercizio provvisorio in relazione al Centro Commerciale Bufalotta, nonché il valore del ramo d'azienda medesimo”;

- che il Giudicante ha disposto termine per il deposito delle risposte ai primi due quesiti entro la data del 11 gennaio 2016;
- che le operazioni peritali hanno avuto immediato inizio;
- che i primi due quesiti sono stati tempestivamente esitati;
- che il CTU, anche alla luce degli accadimenti che hanno portato, nelle more, alla dichiarazione di fallimento della società “WCC Levante s.r.l. in liq.” (Fall.to n. 5/2016 in data 10.2 u.s.) ha chiesto ed ottenuto due differenti brevi proroghe per il deposito dell'elaborato volto a fornire risposta al terzo quesito,

si prega di esporre quanto segue.

OOO

1. Attività poste in essere.

Si conferma, come già accennato in precedenza che, tra l'altro:

- in data 23 dicembre 2015 u.s., il CTU ha provveduto ad accedere al ramo di azienda oggetto dei quesiti, in Roma;
- in data 4 gennaio 2016 u.s., chi scrive ha partecipato ad un incontro con i vertici della Direzione Sportelli Unici, VIII Dipartimento del Comune di Roma;

- in data 29 gennaio 2016 u.s. il CTU, avendo ottenuto piena collaborazione da parte del depositario delle scritture obbligatorie della società “WCC Levante s.r.l. in liq.” Dott. Roberto Gasparini ha provveduto ad effettuare campionamenti, riscontri ed acquisizioni documentali presso lo studio professionale di questi, in Milano.

Come indicato, molteplici documenti sono stati acquisiti, al solo fine di rilasciare corretta risposta al quesito, ed i medesimi, qualora non allegati alla presente, restano agli atti di questo CTU, disponibili a prima richiesta.

OOO

2. Sintetica descrizione dell’ente da sottoporre ad indagine.

Trattasi di ramo di azienda appartenente alla società “WCC Levante s.r.l. in liquidazione”, con sede in La Spezia, alla Via Sardegna, civico 23/A, codice fiscale, partita IVA, numero iscrizione R.I. 01265920114, R.E.A. SP 114393.

Il ramo di azienda de quo risulta localizzato in Roma Monte Sacro, Via della Bufalotta / Via D. Niccodemi, civico 99, ove insiste un complesso immobiliare destinato a Centro Commerciale di complessiva superficie lorda affittabile pari a 17.350 mq. corrente sotto l’insegna “Dima Shopping Bufalotta”. La struttura si sviluppa su due piani e fruisce di ampi parcheggi sia interrati che a livello del suolo (in totale circa 1.300 posti auto). Costano tre grandi superfici, anche dette in linguaggio tecnico “ancore” in vista della maggiore attrattività per la clientela che usualmente le connota. A livello del suolo insistono infatti un ipermercato “Carrefour” di 5.800 mq. circa e 49 punti vendita/negozi compresa altra grande superficie che ospita unità bricolage ad insegna “Brico Center”. Il primo livello, servito anche da ascensori e tapis roulants/scale mobili, accoglie una grande superficie destinata all’elettronica (insegna “Trony”) ed ulteriori 12 punti

vendita/negozi tra cui spicca, in termini di notorietà del marchio, una unità “Burger King”. Come intuitivo per chi abbia una certa dimestichezza con il settore, le tipologie contrattuali utilizzate per la circolazione delle singole unità operative si riconducono alla locazione commerciale ed all’affitto di ramo di azienda, con assoluta prevalenza numerica della seconda fattispecie (su circa 50 “tenants”, 45 conducono contratti di affitto di ramo di azienda). Le autorizzazioni commerciali datano originariamente l’anno 2003, e sono state interessate da successivi ampliamenti, il più recente dei quali appare promanare da Determina Dirigenziale del Comune di Roma QH/2811/2013 del 22 novembre 2013. Gli immobili ove risulta esercitato il ramo di azienda sono detenuti dalla società “WCC Levante s.r.l. in liquidazione” in forza di contratto di locazione finanziaria verso “Alba Leasing s.p.a.” (cessionaria dei relativi diritti di credito: “Release s.p.a.”). All’esito della dichiarazione di fallimento la curatela, per quanto noto, ha indicato volontà di scioglimento dal contratto di locazione finanziaria citato, e tale assunto riveste per il certo momento angolare nel processo di stima di cui *infra*.

OOO

3. Individuazione degli elementi costitutivi del ramo di azienda.

Lo stimatore ha individuato nei seguenti beni, materiali ed immateriali, la consistenza del ramo di azienda di cui è valutazione.

- A) alcuni beni materiali scarsamente significativi: attrezzatura commerciale quale conta persone / foot fall (acquistati negli anni 2010 2011 2012), pannelli/insegne acquistati negli anni 2009 e 2010, nonché infine minime migliorie su beni di terzi (porte) acquistate nell’anno 2010;
- B) l’avviamento, principalmente inteso quale *local goodwill*, ovvero capacità di attrarre clientela grazie alla propria ubicazione, indipendentemente da

ulteriori segni distintivi, nonché nomi, marchi, insegne, liste clienti, dati di natura commerciale ed altri elementi di natura informativa costituenti il patrimonio organizzativo atto a convenientemente gestire il ramo d'azienda;

- C) le autorizzazioni amministrative, già descritte sub par. 2;
- D) i contratti di affitto d'azienda e/o di locazione correnti con i tenants operanti nel centro commerciale - cfr. tra l'altro *tenants schedule* allegata – ed i correlati depositi cauzionali.
- E) non paiono spiegare alcun momento, in questa sede, né i contratti di utenza né i rapporti con il Consorzio operatori Bufalotta, sia alla luce della propria peculiarità e sia in vista della già avvenuta dichiarazione di fallimento.

OOO

4. Esame dei risultati storici.

Nel rammentare che il ramo di azienda oggetto di valutazione esprime le proprie singolarità in aggregato indistinto con le altre attività societarie di pertinenza di "WCC Levante s.r.l. in liq.", l'esame dei bilanci depositati presso il competente R.I. nelle ultime annualità mostra, in via di sintesi, le seguenti principali dinamiche economiche (Eur/1.000).

aggregato / anno	2012	2013	2014
Valore produzione	26.660	7.847	6.387
Costi produzione	25.446-	16.901-	27.133-
Area Finanziaria	304-	576-	896-
Area straordinaria	320-	3.417	792
Area tributaria	4.104-	zero	zero

Risultato esercizio	3.514-	6.213-	20.850-
---------------------	--------	--------	---------

Il CTU ha provveduto inoltre ad acquisire una situazione economica e patrimoniale stilata con riferimento all'intervallo temporale 1.1 – 30.9.2015, utilizzata in via principale per riscontro, collazione e valutazione di coerenza con l'esercizio 2014. Appare infatti di palmare evidenza che detta situazione *infra annuale*, oltre a scontare l'immediato effetto della carenza di scritture di assestamento, completamento, integrazione, rettifica ed ammortamento, non può che rispecchiare gli andamenti di una società già attratta dalla procedura di concordato preventivo. Già prima d'ora riferito sulla circostanza che la contabilità, così come i bilanci affluiti per la pubblicazione al Registro Imprese, esprimono valori totali indistinti per ramo d'azienda e/o di attività, a muovere dalla disaggregazione del conto economico che si ritrae alla pagina 18 del ricorso ex art. 161 L.F. presentato da "WCC Levante s.r.l. in liquidazione" sono stati effettuati plurimi riscontri volti ad accertare la sostanziale correttezza dell'imputazione dei costi e dei ricavi al ramo d'azienda di cui è perizia.

Come già trattato in occasione della risposta ai precedenti quesiti si osserva:

Anno 2014	
Ricavi	4.214,3
Costi di gestione	-505,9
Imposte su immobili	-1.029,8
Totale costi operativi	-1.535,7
EBITDA R	2.678,6
Costi per leasing	3.145,5
Accantonamenti/svalutazioni	-314,3
EBITDA	-781,2

Ammortamenti	-131,1
EBIT	-912,3

In particolare le verifiche sui costi operativi hanno fornito positivi riscontri nell'ambito di una materialità di circa l'1% delle componenti positive osservate, mentre potrebbe risultare possibile una certa qual sottostima degli oneri derivanti dal contratto di leasing. Tale eventuale incidenza, per altro verso, non scarica significativi effetti sul processo di stima che, come si vedrà più oltre, valorizza risultati intermedi di conto economico, neutralizzando sia le svalutazioni che gli ammortamenti. Sono state puntualmente collazionate - anche con l'intervento della curatela - le consistenze dei depositi cauzionali legati ai contratti di affitto e locazione correnti con undici differenti "tenants" che sommano, al momento di scrivere, Euro 263.109,79.

OOO

5. Stima del valore del ramo d'azienda.

Preventivamente azzerati i valori degli irrilevanti beni materiali citati sub par. 3, lettera (A), si svolgono qui di seguito alcune brevi considerazioni metodologiche, condivise per altro con le parti precedentemente alla dichiarazione di fallimento.

La miglior dottrina aziendalistica da sempre studia il processo valutativo il quale rimane, comunque, endemicamente affetto dall'alea tipica di qualsiasi procedimento prognostico. Diversi sono i principali metodi di stima sviluppati nel corso degli anni, ciascuno dei quali detiene peculiari qualità e limiti: in altre parole, ciascun metodo di valutazione tende ad enfatizzare determinate prospettive a scapito di altre. E' anche in ragione di tale circostanza che lo stimatore tende a privilegiare un procedimento / criterio piuttosto che un altro, in funzione della natura dell'azienda, dell'ambiente in cui essa opera e dei singoli beni che la

compongono. In via del tutto generale, è possibile identificare le seguenti primarie linee intellettuali di approccio (cfr. tra gli altri L. Guatri, La valutazione delle aziende, EGEA, 1990; L. Guatri, Trattato sulla valutazione delle aziende, EGEA, 1998; D. Balducci, La valutazione dell'azienda, FAG, 2012; A. Damodaran, Valutazione delle aziende, Apogeo, 2002):

- metodo patrimoniale semplice: esprime il valore dell'azienda in funzione del patrimonio, tramite riespressione delle componenti attive e passive a valori di funzionamento; facilmente comprensibile come il metodo si attagli bene a realtà fortemente patrimonializzate, cioè dotate di ingenti attività immobilizzate e come vi sia carenza totale di valorizzazione / apprezzamento della redditività futura;
- metodo patrimoniale complesso: rappresenta una integrazione del metodo semplice tendente ad attribuire un valore separato a determinati beni (cd. *intangibles*); l'idea alla base di questo approccio è che le risorse tangibili formino il patrimonio fisico dell'azienda, mentre le risorse intangibili abbiano natura (direttamente od indirettamente) autogenerante e siano in grado di permettere all'impresa di acquisire un vantaggio competitivo stabile e duraturo sul mercato. Il metodo in discorso affianca dunque alla mera sommatoria degli elementi patrimoniali di funzionamento una componente il cui scopo è implicitamente quello di valorizzare gli extra redditi ascrivibili agli *intangibles*. Da notare che la metodologia in disamina, stricto sensu, non isola alcuna componente definibile avviamento e che qualificati interpreti ne riconoscono l'applicabilità in particolare a realtà aziendali connotate da elevata redditività, ove il valore dell'impresa è superiore alla semplice consistenza patrimoniale dei beni iscritti in bilancio;

- metodo reddituale: in tale prospettazione il valore di un'azienda è determinato unicamente in funzione dei redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre. Sussistono diverse varianti di calcolo, sia in funzione dell'orizzonte temporale su cui attualizzare il reddito atteso, sia nella considerazione o meno di una quota di sopra o sotto reddito destinato a venire meno nel tempo. Risulta intuitivo come una metodologia che individui nel principale *driver* di generazione del valore la contrapposizione tra ricavi e costi di competenza, ben si attagli ad aziende che registrino flussi economici realmente rappresentativi delle proprie caratteristiche, risultando poco calzante e/o fuorviante in casi diversi;
- metodo finanziario: con tale approccio si stima il valore dell'azienda in funzione della capacità futura di generare flussi monetari. Se è innegabile che questa, più di ogni altra, è la logica in grado di attribuire un valore a qualsiasi iniziativa indipendentemente dalle sue caratteristiche intrinseche (oggettività) è del pari vero che l'affidabilità delle stime circa la misura ed il tempo in cui le risorse finanziarie si genereranno e si libereranno si scontra con la difficoltà di (esatta) previsione dei flussi, introducendo un grado di variabilità assai consistente;
- metodo dei multipli / prezzi probabili: si tratta di una metodologia che fa leva su processi comparativi tra l'azienda in valutazione con valori riconosciuti dal mercato per realtà affini. E' indubbio che l'utilizzo di moltiplicatori promananti da grandezze oscillanti con i corsi borsistici possa introdurre una certa qual volatilità, che può comunque essere controllata, come si vedrà, tramite un percorso improntato all'acquisizione di determinate cautele. La prassi valutativa ha individuato innumerevoli

multipli, tra cui in particolare spiccano i rapporti **price / earning (P/E)**, **enterprise value / EBIT**, ed **enterprise value / EBITDA** (ove EBIT / EBITDA risultano gli usuali acronimi per Earning Before Interest Taxation / Earning Before Interest Taxation Depreciation and Amortization). Come assai acutamente argomenta Damodaran (cit.) il successo, negli ultimi anni, del multiplo enterprise value / EBITDA affonda le sue ragioni su molteplici circostanze. Innanzi tutto esistono molte meno imprese con EBITDA negativo di quante ve ne siano con utili per azione negativi; in secondo luogo il multiplo de quo non è influenzato dalle politiche di ammortamento; infine, risultando di fatto neutrale alle incidenze della componente finanziaria, il multiplo in discorso può trovare più facile comparazione / utilizzo anche tra imprese dotate di differente grado di indebitamento finanziario. Risultano, in dottrina ed in letteratura, ricerche volte ad individuare i multipli enterprise value / EBITDA per settore di attività dell'azienda (Damodaran, cit., con riferimento a rilevazioni USA / Canada individua circa 95 settori sintetizzando una media di 12,69, mentre studi e ricerche nazionali individuano un range tra 5,7 e 14,6 per il 2012, tra 6,3 ed 11,3 per il 2013, tra 4 e 21,3 per il 2014, cfr. Directory M. & A. 2014 – AIFI, Private Equity Monitor Italia 2014 – LIUC Università Cattaneo).

5.1 Condizioni sottostanti la stima.

Giova rammentare che la curatela ha manifestato intenzione di sciogliersi dal contratto di locazione finanziaria in forza del quale la società "WCC Levante s.r.l. in liq." deteneva il compendio immobiliare in cui era esercitato il ramo d'azienda di che trattasi. Tale circostanza comporta una necessaria futura rinegoziazione a

condizioni economiche di gradimento della proprietà, ma anche al contempo sostenibili da parte di un qualsiasi operatore che desideri gestire fruttuosamente il ramo di azienda. E' opportuno osservare che consta in atti un report valutativo stilato con riferimento al maggio 2015, ove "Cushman & Wakefield" assegnano un valore di mercato pari ad Euro 31,4 milioni al compendio immobiliare in discorso. E' del pari appena il caso di notare che una simulazione di rilocalizzazione su orizzonte temporale 300 mesi, con anticipo 10%, riscatto 1% e tasso assolutamente prudenziale (5% versus un attuale Euribor 3M negativo) porta all'individuazione di rate mensili costanti di circa 170.000 Euro con un costo complessivo per capitale ed interessi pari a circa 52 milioni di Euro.

Appaiono queste condizioni, espresse a mero titolo di concreta esemplificazione:

- capaci di incontrare qualsiasi ragionevole attesa di remunerazione proveniente dalla proprietà immobiliare;
- capaci di suffragare una prospettazione di stima che preveda una compressione della componente del costo del leasing immobiliare in ragione di circa il 30% rispetto a quanto rilevabile nella disaggregazione del conto economico 2014 riportata nel corpo del ricorso ex art. 161 L.F. presentato da "WCC Levante s.r.l. in liquidazione".

Come già più sopra accennato, in termini di normalizzazione dell'EBITDA, appare ulteriormente opportuno elidere la componente svalutativa, la cui natura non può che risultare straordinaria a fini di stima.

Sulla base di tutto quanto sopra si avrà dunque:

ex ante

Ricavi	4.214,3
Costi di gestione	-505,9

Imposte su immobili	-1.029,8
Costi per leasing	3.145,5
EBITDA	-781,2

ex post

Ricavi	4.214,3
Costi di gestione	-505,9
Imposte su immobili	-1.029,8
Costi per leasing	-2.201,2
EBITDA	477,4

Avuto riguardo ai multipli “enterprise value / EBITDA” empiricamente osservati sul mercato nei già indicati studi e ricerche, si ritiene di utilizzare valori minimali (lato sinistro dell’intervallo) anche in ragione:

- della prassi (confermata dalla letteratura) che prevede applicazione di sconti dal 10% al 20% per le aziende non quotate e/o di piccole dimensioni;
- dell’opportunità di assorbire entro la stima una ragionevole e fisiologica componente di problematicità d’incasso da parte della clientela (tenants) e della ciclica incidenza di unità temporaneamente sfitte o comunque “problematiche”.

Sulla base di quanto argomentato appare dunque ragionevole l’utilizzo di un fattore di multiplo 4, di tal che si avrà:

$$\text{enterprise value} / \text{EBITDA} = 4$$

$$\text{enterprise value} = 4 * \text{EBITDA}$$

$$\text{enterprise value} = \text{Euro } 1.909.600,00$$

Appare infine corretto sottrarre dall’importo ottenuto il totale dei depositi cauzionali

correlati ai contratti di affitto d'azienda e/o di locazione correnti con i tenants operanti nel centro commerciale, il cui attuale ammontare risulta in Euro 263.109,79, per cui si avrà enterprise value netto = Euro 1.646.490,21, in cifra tonda Euro 1.646.500,00 (diconsi Euro unmilione seicento quarantaseimila cinquecento virgola zero zero). Quasi ozioso notare che il valore appena individuato può variare in ragione dell'altezza dei depositi cauzionali, la cui consistenza va comunque sottratta dal valore lordo stabilito in Euro 1.909.600,00. Sono da ritenersi ulteriormente confermate le indicazioni spese sub par. 6 nella precedente relazione.

OOO

6. Conclusioni.

OOO

Per tutto quanto illustrato questo CTU determina il **valore del ramo d'azienda** corrente sotto l'insegna "**Dima Shopping Bufalotta**" in Roma, Via Dario Niccodemi, civico 99, in **Euro 1.909.600,00** al lordo dei depositi cauzionali versati dai conduttori, attualmente pari ad Euro 263.109,79 (netti **Euro 1.646.500,00** in cifra tonda; diconsi Euro unmilione seicento quarantaseimila cinquecento virgola zero zero) o comunque nella somma derivante dalla contrapposizione tra il valore lordo di **Euro 1.909.600,00** e la consistenza dei depositi cauzionali alla data di effetto dell'alienazione.

OOO

Nel ritenere di aver compiutamente svolto il proprio incarico, con riserva di integrazione qualora la S.V. III.ma volesse ritenerlo utile, non senza offrire piena disponibilità ad essere sentito in ogni momento per fornire qualsiasi chiarimento, porge ossequio e ringrazia per la fiducia riposta.

La Spezia, 30 marzo 2016

Il C.T.U.

dott. Saverio Reggi

(sottoscritto digitalmente)

Allegati:

1. repertazione fotografica “Dima Shopping Bufalotta”
2. repertazione fotografica “Dima Shopping Bufalotta”
3. repertazione fotografica “Dima Shopping Bufalotta”
4. repertazione fotografica “Dima Shopping Bufalotta”
5. repertazione fotografica “Dima Shopping Bufalotta”
6. repertazione fotografica “Dima Shopping Bufalotta”
7. mappa “Dima Shopping Bufalotta”
8. tenants schedule “Dima Shopping Bufalotta”
9. visura RI CCIAA WCC Levante srl in liq.
10. determina dirigenziale
11. determina dirigenziale
12. bilancio di verifica 31.12.2014
13. situazione economica patrimoniale al 30.09.2015
14. Damodaran rilevazioni USA / Canada EV / EBITDA