

TRIBUNALE DI COMO

SEZIONE FALLIMENTARE

Fallimento: "Neoseta S.r.l. in liquidazione"

RF 101/2016 Tribunale di Como

Giudice Delegato: Dott. Alessandro Petronzi

Curatore: Dott. Sandro Litigio

* * * * *

RELAZIONE DI STIMA

DEL VALORE DI RAMO D'AZIENDA

* * * * *

Perito estimatore: dott.ssa Paola Beretta

INDICE

Premesse	pag.	3
1. Oggetto della relazione e identificazione del ramo d'azienda affittato da valutare.	pag.	5
2. La data di riferimento della stima e le fonti informative utilizzate	pag.	9
3. I metodi di valutazione proposti dalla dottrina e dalla prassi	pag.	9
3.1. Metodo patrimoniale	pag.	10
3.2. Metodo finanziario	pag.	11
3.3. Metodo reddituale	pag.	13
3.4. Metodo misto patrimoniale – reddituale	pag.	14
3.5. Metodo dei multipli di borsa	pag.	15
3.6. Metodo dei multipli delle transazioni comparabili	pag.	15
4. Il processo di stima del ramo d'azienda di Neoseta Srl	pag.	16
4.1. Il metodo di valutazione adottato: le ragioni della scelta	pag.	16
4.2. Il metodo reddituale: l'algoritmo di calcolo adottato	pag.	17
4.3. Il reddito netto atteso	pag.	17
4.4. Il costo del capitale proprio	pag.	22
4.5. Determinazione del valore del ramo d'azienda	pag.	24
5. Conclusioni	pag.	25

La sottoscritta Paola Beretta, nata a Como il 25 gennaio 1977, codice fiscale BRTPLA77A65C933X, con studio in Como, via XX Settembre n. 5, e-mail paola@paolaberetta.com, indirizzo PEC paola.beretta@legalmail.it, iscritta al n. 766A dell'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Como e Consulente Tecnico del Tribunale di Como, in data 23/01/2017 veniva incaricata dal dott. Sandro Litigio, Curatore del fallimento in epigrafe, al fine di individuare il valore attribuibile al Ramo d'Azienda, come meglio identificato nelle premesse e nel paragrafo 1) del presente elaborato, di proprietà della fallita Neoseta S.r.l. in liquidazione, società unipersonale, al fine di poter esperire la procedura competitiva per la cessione dello stesso.

La scrivente dichiara di essere indipendente dalla società fallita e di non aver alcun interesse diretto o indiretto in operazioni che hanno riguardato in passato la società, anche con riferimento ai soggetti che con la stessa hanno operato o intrattenuto rapporti d'affari.

Premesse

La società Neoseta Srl, con socio unico, in liquidazione, P.IVA e Cod. Fisc. 01729230134, con sede in Milano Via Vitruvio n. 3 e sede operativa in Fino Mornasco (CO) via Valle Mulini n. 21, dichiarata fallita dal Tribunale di Como con sentenza del 19.09.2016 (depositata il 26.09.2016) è proprietaria del Ramo d'Azienda avente ad oggetto *"la produzione, trasformazione, lavorazione e nobilitazione, per conto proprio e per conto*

terzi, anche presso terzi, nonché per il commercio di tessuti in genere, la produzione e la confezione, anche presso terzi, di articoli di maglieria e abbigliamento in genere e relativi accessori, di foulards, cravatte, costumi da bagno, articoli di arredamento e di complemento per la casa”.

In data 04 giugno 2015 con atto a rogito del Notaio Dott. Massimo Caspani (Rep. N. 67817 Racc. n. 27246), la Neoseta srl (in seguito anche Concedente), versando in situazione di crisi e tensione finanziaria, accingendosi a depositare domanda di Concordato preventivo presso codesto On.le Tribunale, ha stipulato un contratto di affitto di ramo d'azienda (Allegato n. 1 del presente elaborato) con la Neon 1872 S.r.l. (in seguito anche Affittuaria), con sede in Fino Mornasco, Via Valle Mulini n. 21, Codice Fiscale e P.Iva 03586450136.

La stipula del predetto contratto di affitto di ramo d'azienda, si legge al punto d) del contratto medesimo, è finalizzata *“al precipuo fine di evitare la dispersione del patrimonio aziendale, tutelare l'interesse dei dipendenti e garantire la continuità, sebbene esterna, dell'attività sociale in funzione del miglior realizzo dei cespiti di proprietà a vantaggio dei creditori”.*

Successivamente in data 10 giugno 2015 l'Assemblea dei soci della Neoseta S.r.l. ha deliberato la messa in liquidazione della società, anche a seguito delle cospicue perdite registrate e della completa erosione del capitale sociale.

In data 30 giugno 2015 la Neoseta S.r.l. in liquidazione depositava presso il Tribunale di Como domanda di concordato c.d. “con riserva” chiedendo l'ammissione ai benefici delle procedure di concordato preventivo, con

espressa riserva di successivo deposito della documentazione di cui all'art. 161 LF commi 2 e 3, entro il termine fissato dal Giudice.

Accertati i presupposti di ammissibilità previsti dagli artt. 160 e 161 LF, il Tribunale di Como assegnava alla ricorrente termine sino al 10/10/2015 per la presentazione della proposta, del piano e della documentazione ex art 161 LF, secondo e terzo comma. Successivamente, a seguito di apposita istanza depositata dalla ricorrente, il Tribunale differiva di un mese il termine per la presentazione della domanda definitiva e della relativa documentazione.

La società in data 09/11/2015 provvedeva a depositare la proposta, il piano di concordato ex art 161 LF e i relativi allegati. Successivamente, a seguito della mancata omologa del Concordato, la Neoseta Srl in liquidazione presentava ricorso per la dichiarazione di fallimento in proprio. Il Tribunale di Como, con sentenza del 19/09/2016 (depositata il 26/09/2016) dichiarava il fallimento della Neoseta S.r.l. in liquidazione.

1) Oggetto della relazione e Identificazione del ramo d'azienda affittato da valutare

Come già indicato nelle premesse la finalità del presente elaborato, sulla base dell'incarico conferito alla scrivente dal Curatore del fallimento, Dott. Sandro Litigio, è la determinazione del valore attribuibile al Ramo d'Azienda di proprietà del fallimento Neoseta S.r.l. (d'ora in poi anche "Ramo di Azienda"), attualmente condotto in affitto da Neon 1872 S.r.l., al fine di poter esperire la procedura competitiva per la sua cessione.

Con lettera del 23.01.2017 il Curatore ha precisato alla scrivente che il Ramo di Azienda corrisponde a quello affittato a Neon 1872, fatta eccezione per i contratti di lavoro subordinato in essere con i Sig.ri Aiani Patrizia e Barbieri Lorenzo, nonché per il contratto di locazione finanziaria n. LI 1291473, stipulato con la concedente Unicredit Leasing, relativo alla Macchina da Stampa Reggiani, che devono ritenersi non compresi nel perimetro del Ramo di Azienda oggetto di stima.

Come dettagliatamente esposto nel contratto d'affitto a rogito del Notaio dott. Massimo Caspani del 04 giugno 2015 (che si allega al presente elaborato completo di tutti i suoi allegati) il Ramo d'Azienda affittato è costituito:

- dalla porzione immobiliare nella quale viene esercita l'attività, ubicato in Fino Mornasco, via Valle Mulini n. 21 di proprietà di Comocostruisce S.r.l. e detenuto dalla Concedente in forza di contratto di locazione registrato in Como il 15 aprile 2015 al n. 2713 (allegato "C" del contratto di affitto). Il canone annuale è stabilito in Euro 57.000 più IVA e, come si legge nel contratto d'affitto di ramo d'azienda, verrà pagato direttamente dall'Affittuaria a Comocostruisce S.r.l.;
- dagli arredi e attrezzature in ottimo stato d'uso dettagliatamente descritti nell'allegato "D" del contratto d'affitto;
- dagli archivi tessili, i disegni e le collezioni tessili;
- dai contratti di leasing di macchinari individuati all'allegato "E" del contratto di affitto;

- dai contratti di lavoro con i dipendenti di cui all'allegato "F" del contratto di affitto;
- dai segni distintivi dell'azienda e della sua attività;
- dai contratti di somministrazione meglio indicati nell'allegato "G" del contratto di affitto;
- dagli ordini riportati nell'allegato "H" del contratto di affitto.

Per espressa pattuizione delle parti sono escluse le rimanenze, che rimangono nella disponibilità della Concedente, nonché le partecipazioni in altre società.

Dall'oggetto del contratto di affitto sono altresì espressamente esclusi tutti i debiti e i crediti, tutti i rapporti contrattuali in essere alla data di decorrenza del contratto di affitto diversi da quelli espressamente richiamati e comunque non afferenti il ramo d'azienda e di ogni altra attività, passività e/o rapporto non incluso espressamente, anche se relativo al ramo d'azienda, ivi compresi i debiti per TFR e altre componenti retributive.

Con riferimento ai contratti di lavoro subordinato in corso, in espressa deroga a quanto previsto dall'art. 2112 Codice Civile, le parti hanno sottoscritto, prima della stipula del medesimo contratto e con ciascun lavoratore, verbale ai sensi dell'art 411 c.p.c. in cui si formalizza la manleva dal vincolo di solidarietà del locatore circa i debiti pregressi. A far tempo dalla data di efficacia del contratto di affitto e per tutta la durata dello stesso, i dipendenti saranno interamente remunerati dall'Affittuaria. Tutti i debiti nascenti e/o comunque attinenti i rapporti di lavoro dipendente della Concedente resteranno a suo totale ed esclusivo carico, con esclusione di

ogni responsabilità e obbligazione in capo all’Affittuaria. Alla scadenza del contratto, fatta salva l’ipotesi di acquisto dell’azienda da parte dell’Affittuaria, tutti i dipendenti torneranno alle dipendenze della Concedente.

Il contratto d’affitto ha durata di 18 mesi a far tempo dall’8 giugno 2015, con possibilità di automatico rinnovo per ulteriori 18 mesi, salvo formale disdetta da inviarsi almeno 30 giorni prima della scadenza. Il canone annuale complessivo è di Euro 14.000 oltre IVA da corrispondersi in 4 rate trimestrali anticipate.

In data 08 novembre 2016 l’Affittuaria ha sottoscritto con il Curatore del fallimento un accordo per il rinnovo del contratto per ulteriori 18 mesi con l’impegno da parte della Neon 1872 S.r.l. di consegnare l’azienda al fallimento (nel termine di trenta di giorni dall’aggiudicazione) qualora la stessa venisse aggiudicata a un soggetto terzo in sede di procedura competitiva indetta dal fallimento.

Sulla base di tutto quanto dettagliatamente sopra esposto si può pertanto identificare il Ramo d’Azienda oggetto di valutazione sulla scorta degli allegati C - D - E - F - G - H del contratto di affitto, con l’esclusione dei contratti di lavoro dipendente relativi ai Sig.ri Aiani Patrizia e Barbieri Lorenzo, nonché del contratto di leasing n. LI 1291473, inerente la Macchina da Stampa Reggiani.

2) La data di riferimento della stima e le fonti informative utilizzate

La data di riferimento per la valutazione del Ramo d'Azienda è il 30/06/2015, come richiesto nella lettera di incarico del Curatore fallimentare.

Le fonti informative utilizzate nello svolgimento dell'incarico sono le seguenti:

- bilanci della società Neoseta s.r.l. relativi agli esercizi 2013 e 2014;
- situazione patrimoniale ed economica dal 01/01/2015 al 09/06/2015 (data di messa in liquidazione della società) (Allegato n. 2);
- situazione patrimoniale ed economica dal 10/06/2015 al 30/06/2015 (data deposito domanda di concordato preventivo) (Allegato n. 3);
- colloqui con il curatore fallimentare di Neoseta Srl in liquidazione.

La scrivente ha provveduto ad elaborare una situazione patrimoniale ed economica aggregata riferita al periodo dal 01/01/2015 al 30/06/2015 (allegato n. 4), nonché un conto economico riclassificato al 30/06/2015 (allegato n. 5).

3) I metodi di valutazione proposti dalla dottrina e dalla prassi

Per esprimere il valore economico di un'azienda la dottrina aziendale e la prassi prevedono, sul piano tecnico, i seguenti metodi:

- il metodo patrimoniale;
- il metodo finanziario;
- il metodo reddituale;
- il metodo misto patrimoniale-reddituale;
- il metodo dei multipli di borsa;

- il metodo dei multipli delle transazioni comparabili.

Le caratteristiche di ciascuno sono in sintesi le seguenti.

3.1) Metodo patrimoniale

Sulla base del criterio in parola, il valore di un'azienda viene stimato in misura pari al valore del suo patrimonio netto contabile, rettificato in funzione delle eventuali differenze riscontrabili tra i valori degli elementi dell'attivo e del passivo, calcolati con criteri pertinenti alle valutazioni economiche del capitale di azienda, ed i corrispondenti valori determinati per le finalità e con i vincoli propri del bilancio d'esercizio.

Il valore del patrimonio netto contabile è definito come la somma algebrica del totale delle attività e delle passività espresse nel bilancio alla data di riferimento della stima.

In applicazione del metodo in esame al patrimonio netto contabile, così definito, vengono sommate algebricamente le rettifiche apportate ai valori contabili degli elementi (che compongono il capitale di funzionamento) che hanno costituito oggetto di specifica valutazione nella logica della espressione del capitale economico o valore effettivo aziendale.

Il metodo in esame è di diffuso utilizzo nei casi in cui il valore dell'impresa possa essere espresso, secondo un modello di tipo additivo, come somma del valore di più parti componenti, spesso dotate di una specifica individualità ed è comunemente utilizzato per esprimere il valore economico di aziende nelle quali la struttura patrimoniale costituisce la componente di gran lunga prevalente del valore dell'azienda.

3.2) Metodo finanziario

Il metodo finanziario conduce a stimare il valore del capitale (W) di un'impresa o di un suo ramo in funzione dei flussi di cassa attesi.

In realtà, sotto la denominazione di "metodo finanziario" si raggruppano più varianti di un unico modello di valutazione di azienda, realizzato mediante l'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici; tali varianti si differenziano per il diverso tipo di flusso preso in considerazione, in modo particolare per quanto riguarda il fatto di utilizzare flussi *levered* (cioè al netto degli oneri di tipo finanziario sostenuti dall'impresa per remunerare la sua posizione debitoria netta) o *unlevered* (cioè al lordo dei medesimi). Questa distinzione viene spesso proposta anche in termini diversi ma, sostanzialmente, non difformi: il W stimato sulla base dei flussi finanziari *levered*, è un W per gli azionisti, cioè riferito al valore di W di pertinenza degli azionisti. A sua volta il W stimato sulla base dei flussi *unlevered*, cioè riferito al valore di W di pertinenza dei portatori di tutto il capitale investito, è un W per l'impresa, suscettibile di essere destinato agli *stakeholders* cui compete, con effetti derivanti dal *mix* tra le fonti finanziarie realizzato dal *management*.

Il metodo *unlevered* esprime il valore W di un'impresa come segue:

$$W = \sum Cfv + vv - pfn$$

in cui si ha:

Cfv = valore attuale (v) dei cash flow (cf) annuali;

vv = valore attuale del valore residuo (v) al momento n ;

pfn = posizione finanziaria (debiti-crediti finanziari) onerosa netta iniziale.

Da un punto di vista puramente descrittivo, la formula *levered*, ove si usino gli stessi simboli finora impiegati, è:

$$W = \sum cfv + vv$$

Essa si differenzia da quella *unlevered* apparentemente solo per una minor complessità, dal momento che non vi compare la posizione finanziaria netta (pfn).

In questo caso W è un valore di capitale per l'azionista (e non per l'impresa) e deriva dall'attualizzazione di flussi disponibili per l'azionista, già stimati al netto della remunerazione dovuta ai portatori di crediti finanziari; il valore di W sconta la presenza della pfn attraverso il contenuto dei flussi utilizzati per la stima. Il confronto tra le due formule, per essere completo, deve però riguardare il complessivo processo di attualizzazione sottostante, che coinvolge due tipi di grandezze: 1. i flussi (cf), differenziati in funzione dell'inclusione nel modello *levered* degli oneri finanziari; 2. il tasso di attualizzazione (i). Per quest'ultimo basti qui ricordare che, nel caso della formula *unlevered*, è un tasso che esprime il costo medio ponderato del capitale (wacc) e, in quella *levered*, è un tasso riferito al costo del solo capitale proprio.

3.3) Metodo reddituale

Sulla base di tali criteri il valore economico di un'azienda è funzione delle prospettive reddituali a questa riferibili. In altri termini, i criteri in parola pongono il valore economico di un'azienda in stretta correlazione con la sua capacità di generare redditi.

I criteri di determinazione del valore in base al reddito si distinguono tra loro, sotto il profilo metodologico, essenzialmente, in ragione: *a.* del fatto di essere determinati secondo un modello *levered*, oppure *unlevered*; *b.* della formula di capitalizzazione presa a riferimento per la stima. Con riferimento ad entrambi questi aspetti si ripropongono, *mutatis mutandis*, le alternative in precedenza descritte a proposito del metodo finanziario, alle quali si rimanda. Nel caso di un modello *levered* si ha $w=f(r,i)$, mentre in quello *unlevered* la relazione funzionale è $w=f(r_o,i)-pfn$ (dove r_o indica un reddito operativo e pfn esprime l'indebitamento finanziario netto dell'azienda oggetto di valutazione).

Le due relazioni funzionali differiscono, apparentemente, solo per l'inclusione, nel secondo caso, di pfn . In realtà, come si è già osservato nell'ambito del metodo finanziario, il significato aziendale dei parametri che vengono utilizzati nei due modelli è diverso.

Il modello *levered* prevede l'attualizzazione di risultati netti (r) che l'impresa dimostra di essere in grado di generare. Il tasso di attualizzazione esprime il costo del capitale proprio.

Il modello *unlevered* prevede invece l'attualizzazione di risultati operativi (ro), normalmente al netto della fiscalità ad esso convenzionalmente riferibile.

Il tasso di attualizzazione, in questo caso, esprime il costo medio ponderato del capitale (wacc).

3.4) Metodo misto patrimoniale-reddituale

Il metodo in oggetto, fondandosi sui presupposti concettuali propri sia del criterio reddituale, sia di quello patrimoniale, consente di pervenire ad un risultato finale che contempera entrambi gli aspetti indicati.

Questa soluzione, quindi, valuta l'impresa tenendo conto in via congiunta sia della sua struttura patrimoniale, sia della capacità di generare flussi reddituali.

Nella prassi il più diffuso metodo misto, noto anche come metodo U.E.C., definisce il valore economico di un'azienda come somma del valore del patrimonio netto rettificato e del valore attuale del "sovrareddito", inteso come differenza tra il reddito "medio-normale" atteso ed il reddito giudicato soddisfacente, stimato utilizzando un tasso (i) di settore conseguibile per investimenti simili.

Il metodo U.E.C. è solitamente utilizzato nella valutazione delle imprese industriali e trova appropriata applicazione allorché sussista un'equilibrata coesistenza del capitale investito e della redditività aziendale, condizioni nelle quali generalmente si ottengono risultati apprezzabili per stimare "valori generali" di imprese industriali.

3.5) Metodo dei multipli di borsa

Il metodo dei multipli di borsa giunge a determinare il valore del capitale aziendale sulla base dei prezzi negoziati in vasti mercati organizzati per titoli rappresentativi di quote di capitale di imprese comparabili. Scopo del metodo è sviluppare rapporti fondati sugli effettivi prezzi di quotazione dei titoli delle società comparabili e finalizzati ad individuare la relazione che lega il prezzo di mercato del capitale delle imprese con variabili economiche aziendali.

Il multiplo così calcolato viene poi applicato alla medesima variabile economica dell'azienda oggetto di valutazione in modo da giungere, per moltiplicazione, al valore ricercato.

3.6) Metodo dei multipli delle transazioni comparabili

Il metodo dei multipli delle transazioni comparabili si fonda sullo stesso impianto del metodo dei multipli di borsa, differenziandosene quanto alla natura dei prezzi, espressivi dei valori negoziati, utilizzati per la costruzione dei multipli.

Nel metodo delle transazioni comparabili, infatti, i prezzi ai quali ci si riferisce sono quelli rilevabili nell'ambito di negoziazioni private per quote di controllo del capitale azionario di imprese comparabili.

4) IL PROCESSO DI STIMA DEL RAMO D'AZIENDA DI NEOSETA SRL

4.1) Il metodo di valutazione adottato: le ragioni della scelta

Nella presente valutazione, ai fini della determinazione del valore del Ramo dell'Azienda da cedere, è stato assunto il metodo reddituale nella versione *levered*, per le seguenti ragioni:

- è un metodo fondato sui flussi che, come è noto, sono i soli criteri razionali ed universali;
- si è in presenza di un'azienda in cui ha significato rilevante la componente reddituale. Sulla base del metodo prescelto il valore economico di un'azienda è funzione delle prospettive reddituali a questa riferibili. L'adozione di tale approccio consente, pertanto, di pervenire ad un risultato coerente con la dimensione fondamentale dell'azienda oggetto di stima, ovvero basato sul *driver* più appropriato in grado di riflettere il valore aziendale.

Quest'ultimo aspetto riconduce al fondamentale principio secondo il quale, per ottenere un attendibile risultato da un processo valutativo, è necessario adottare un approccio contingente di valutazione¹ che, tenuto conto della finalità della stima e della base informativa disponibile, sia in grado di riflettere le caratteristiche essenziali dell'azienda.

¹ Guatri-Bini, op. cit., pag. 1017. Tale autorevole dottrina osserva in proposito che la valutazione d'azienda "non è mai un'applicazione meccanica di modelli, di formule, di moltiplicatori", ma richiede l'impiego di opportune capacità di analisi e di sintesi di una pluralità di elementi quantitativi e qualitativi "che non può mai essere un fatto puramente tecnico". Sul tema si rinvia anche al noto documento "Principi e metodi nella valutazione di aziende e di partecipazioni societarie", Egea, 1989, pag. 19.

4.2) Il metodo reddituale: l'algoritmo di calcolo adottato

Per quanto concerne l'algoritmo di calcolo, tra le alternative previste per il metodo reddituale nella configurazione *levered*, si è adottata la formula della rendita perpetua, di seguito espressa in simboli:

$$W = \text{reddito netto atteso} / K_e$$

dove:

W = valore del capitale economico del ramo d'azienda;

reddito netto atteso = utile atteso al netto delle imposte figurative;

K_e = costo del capitale proprio.

Per gli aspetti metodologici e quantitativi relativi alla determinazione dei parametri contenuti nell'algoritmo di calcolo del metodo reddituale prescelto per la presente valutazione, si rinvia alle specifiche considerazioni espresse nei successivi paragrafi.

4.3) Il reddito netto atteso

L'algoritmo di calcolo del metodo reddituale nella versione *levered* prevede la determinazione del reddito atteso, al netto della fiscalità ad esso convenzionalmente riferibile. In merito alla stima di tale grandezza, nella fattispecie occorre preliminarmente rilevare quanto segue: a) la scrivente dispone esclusivamente di dati storici e non anche di previsioni economiche e finanziarie di medio-lungo termine riferite al Ramo di Azienda: b) considerate le condizioni di non normale svolgimento

dell'attività (a causa delle ben note difficoltà di Neoseta S.r.l. che, come indicato in premessa, ha presentato domanda di ammissione alla procedura concordato ex art 161 LF e successivamente ricorso per la dichiarazione di fallimento in proprio) la marginalità dell'attività risultante dai bilanci più recenti non può essere ritenuta significativa nell'ottica di identificare la redditività prospettica del Ramo di Azienda. Si consideri inoltre che i dati di bilancio sono riferiti all'intera società Neoseta e non solo al Ramo oggetto di valutazione. Viepiù i risultati storici risultanti dai bilanci sono fortemente influenzati (negativamente) da ingenti oneri finanziari, che non rilevano nella fattispecie atteso che il Ramo di Azienda oggetto di stima è privo di indebitamento finanziario.

Ciò premesso, tenuto conto del perimetro del Ramo d'azienda oggetto di valutazione e delle considerazioni sopra espresse, la scrivente ha determinato il reddito atteso riferibile al Ramo d'Azienda come segue:

- la dimensione attesa dei ricavi netti delle vendite è stata stimata su base annua assumendo a riferimento i dati di fatturato al 30 giugno 2015, ragguagliati ad un periodo di 11 mesi in ragione della fisiologica contrazione di fatturato nei mesi di agosto e dicembre;
- la misura attesa del valore aggiunto (grandezza che esprime il delta tra ricavi netti e la somma dei consumi e dei costi esterni di gestione), per le ragioni sopra espresse, è stata determinata assumendo il valore medio di tale grandezza riferito ad un campione di società terze operanti nel settore tessile nel distretto comasco. In tale prospettiva la scrivente ha riclassificato i bilanci delle società appartenenti al

campione per le annualità 2013 e 2014 (esercizi più recenti antecedenti alla data di riferimento della stima), assumendo conclusivamente il dato medio del 2014, pari al 25,43%, misura peraltro allineata a quella del 2013. Nella tabella che segue si riporta il valore aggiunto delle società comprese nel campione per gli anni 2013 e 2014.

Tabella n. 1

società campione	2013	2014
Seterie Argenti SpA	25,00%	25,00%
Erica Industria Tessile SpA	25,00%	22,00%
Seride Srl	40,00%	43,00%
Lisa SpA	27,00%	27,00%
Guarisco Class Srl	20,00%	21,00%
Selecta Como SpA	15,30%	14,60%
Media	25,38%	25,43%

- i costi del personale sono stati stimati sulla base del costo relativo ai 12 dipendenti inclusi nel perimetro del Ramo di Azienda (dati comunicati dal Curatore), come esposto nella tabella che segue.

Tabella n. 2

Nominativo	costo
Tavilla Andrea	32.491
Guariglia Cinzia	38.922
Muroni Corrado	75.000
Ghielmetti Franca	41.655
Poletti Maurizio	60.295
Sozzani Silvia	60.000
Turco Nadia	35.795
Napoli Elisabetta	25.232
Capilongo Mariarosaria	36.593
Terraneo Valter	37.820
Mattaliano Anna	11.694
Azaula Joseph Chris	28.419
Totale costo del personale	483.916

- i costi per godimento di beni di terzi sono stati stimati considerando: a) il canone di locazione annuale relativo al bene immobile di proprietà di Comocostruisce S.r.l. rientrante nel perimetro del ramo d'azienda affittato a Neon 1872 S.r.l., come da allegato "C" del contratto di affitto di ramo d'azienda. Il canone annuale è pari ad Euro 57.000; b) i canoni relativi ai beni detenuti in forza di contratti di leasing finanziario e operativo. Nella tabella che segue è determinato il costo relativo ai beni detenuti in leasing.

Tabella n. 3

Beni detenuti in Leasing finanziario/operativo	Rata mensile	N. mesi	Costo annuale
Server Columbia Xeon QC	650,10	12	7.801,20
Nas Synology	257,67	12	3.092,04
Fotocopiatrice Multifunzione Ricoh Atifico	108,00	12	1.296,00
Macchina da stampa Neo Stampa 7,0XXI	1.199,73	12	14.396,76
Autovettura Volkswagenbank Audi Q5 targata: EP584XV	600,00	12	7.200,00
Autovettura Peugeot Boxer targata: EW350CR	468,00	12	5.616,00
Totale	3.283,50		39.402,00

- gli ammortamenti sono stati stimati sulla base dei valori peritali attribuiti a beni costituenti il ramo d'azienda oggetto della presente valutazione dal P.I Adriano Moretto, in occasione della redazione da parte di Neoseta S.r.l. della proposta di concordato ex art 161 LF, a cui sono stati applicati i coefficienti di ammortamento fiscali previsti per le

industrie manifatturiere operanti nel settore tessile. Nella tabella che segue sono riportati i conteggi.

Tabella n. 4

Beni di proprietà di Neoseta Srl	Valori beni da perizia PI Adriano Moretto	Coefficiente di ammortamento	Quota ammortamento
Macchine digitali e campionario	58.610	12,5%	7.326,25
Arredi e macchine ufficio	22.250	12,5%	2.781,25
Automezzi	30.000	20%	6.000,00
Attrezzature varie	32.190	25,0%	8.047,50
Totale	143.050		24.155,00

- al fine di apprezzare gli effetti di svalutazioni fisiologiche di crediti e rimanenze, nonché nell'ottica di considerare altri oneri diversi non inclusi nelle precedenti voci di costo, la scrivente ha ritenuto ragionevole stimare tali oneri in via forfettaria in misura del 1,5% del fatturato;
- infine, nella logica di determinazione di un risultato assumibile ad espressione di futura redditività operativa netta, la scrivente ha stimato gli oneri fiscali sulla base di un *tax rate* effettivo del 30%.

Ad esito delle elaborazioni svolte, è disceso un reddito netto atteso del Ramo di Azienda pari ad **Euro 23.603**, come risulta dalla tabella che segue.

Tabella n. 5

Descrizione	anno 2015
Ricavi attesi	2.666.911
Valore Aggiunto 25,43% dei Ricavi attesi	678.195
Costo del personale	(483.916)
Canone di affitto immobile	(57.000)
Canoni di leasing finanziario/operativo	(39.402)
Ammortamenti immob. Materiali	(24.155)
Svalutazione crediti e altri oneri diversi 1,5% dei ricavi attesi	(40.004)
Ebit	33.718
Imposte stimate 30%	(10.116)
NOPAT (utile operativo al netto imposte)	23.603

4.4) Il costo del capitale proprio

Nell'ambito del metodo reddituale nella versione *levered* il tasso è espressione del costo capitale proprio.

Su tale premessa, nella presente valutazione il tasso riflette il costo del capitale di rischio, calcolato considerando le caratteristiche e le dimensioni del ramo d'azienda oggetto di valutazione.

Quest'ultimo profilo (dimensionale) rileva nella misura in cui, in conformità con le indicazioni della dottrina² e della prassi professionale, in presenza di aziende o rami d'azienda di limitate dimensioni occorre maggiorare il costo del capitale al fine di considerare il rendimento aggiuntivo che un investitore si attende da tali imprese.

Si osserva al riguardo che l'Organismo Italiano di Contabilità (OIC), nel documento "Impairment e Avviamento" (Applicazione n. 2, pag. 24), si

2. Cfr. Guatri-Bini, Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, Egea, 2009, cap. 7 e cap. 9.

esprime in tale direzione, rilevando che: “... i parametri utilizzati per il calcolo del Wacc sono riferiti ad aziende quotate nei mercati regolamentati: in caso di valutazione di CGU nelle imprese di piccole dimensioni bisognerà aggiungere un premio addizionale ovvero il rendimento richiesto da un soggetto razionale che investe in società di piccole dimensioni, che comportano di solito una minore liquidabilità dell’investimento. Un additional risk premium è coerente con l’evidenza empirica dei rendimenti delle Small Cap (società a bassa capitalizzazione di borsa) confrontati con quelli delle cosiddette Blue Chips (società ad elevata capitalizzazione di borsa)”.

Con riferimento al tema degli aggiustamenti al tasso, anche i Principi Italiani di Valutazione predisposti dall’OIV raccomandano l’introduzione di maggiorazioni del costo del capitale per coprire differenze dovute alle diverse dimensioni e/o ulteriori rischi specifici dell’azienda oggetto di stima.

Ciò premesso, ai fini della stima del costo del capitale proprio (K_e), si è operato nell’ambito del quadro concettuale del CAPM (Capital Asset Pricing Model) secondo la nota relazione $K_e = r_f + \beta \text{ERP} + \text{SZ}$, dove:

- K_e = costo opportunità del capitale di rischio;
- r_f = tasso di investimenti alternativi senza rischio;
- β = parametro indicatore del rischio sistematico;
- ERP = premio per il rischio di mercato;
- SZ = size premium.

Quale *risk free rate* (rf) la scrivente ha assunto il 2%, misura che approssima il tasso di rendimento dei titoli di Stato con durata decennale (fonte: Supplementi al bollettino statistico – Mercato finanziario, Banca D'Italia).

Quanto al *Beta* (β), considerata l'assenza di società quotate comparabili lo scrivente ha assunto, secondo prassi, il *Beta* di mercato (=1).

Il premio per il rischio di mercato è stato assunto in misura pari al 5,5%. Tale valore trova sostanziale conferma nei più recenti riferimenti relativi al mercato italiano risultanti dall'analisi empirica effettuata dal prof. Pablo Fernandez, che evidenzia nell'ultimo triennio misure comprese tra il 5,5% e il 5,7%.

Quanto al *size premium*, la scrivente ha assunto la misura del 5,60%³.

Ad esito delle elaborazioni effettuate la scrivente ha determinato il costo del capitale proprio in misura pari al 13,10%. Di seguito si riepiloga la determinazione di tale grandezza:

Tabella n. 6

Tasso risk free	2,00%	fonte: bollettino statistico
Market risk premiim	5,50%	fonte: pablo fernandez
Size Premium	5,60%	fonte: Duff&Phels
Beta	1	
KE	13,10%	

4.5) Determinazione del valore del ramo d'azienda

Sulla base dei valori determinati nei paragrafi precedenti e conformemente alle considerazioni effettuate in merito all'algoritmo di calcolo prescelto

³ Cfr. 2016 Valuation Handbook, Guide to Cost of Capital – Market Results Through 2015, Duff&Phelps.

dalla scrivente per la valutazione del valore attribuibile al Ramo d'Azienda da cedere (reddituale nella versione levered)

W=Reddito netto atteso / Ke

dove:

W = valore del capitale economico del ramo d'azienda;

Reddito netto atteso = utile atteso al netto delle imposte figurative = ad Euro **23.603** (Tabella n. 5);

Ke = costo del capitale proprio = 13,10% (Tabella n. 6).

Pertanto si avrà che:

$W = 23.603 / 13,10\% = \text{Euro } 180.175,57$

5) Conclusioni


Alla luce delle verifiche e delle valutazioni eseguite, sulla scorta della documentazione acquisita ed analizzata, la scrivente ritiene che **il valore del Ramo d'Azienda, arrotondato al migliaio, può essere quantificato in Euro 180.000.**

Tanto si riferisce e si giudica in evasione dell'incarico ricevuto dalla sottoscritta.

Como, 27 febbraio 2017

Il perito

(dott. Paola Beretta)



Allegati:

- 1) contratto di affitto d'azienda e relativi allegati;
- 2) situazione patrimoniale ed economica dal 01/01/2015 al 09/06/2015
(data di messa in liquidazione della società);
- 3) situazione patrimoniale ed economica dal 10/06/2015 al 30/06/2015
(data di presentazione della domanda di concordato);
- 4) situazione patrimoniale ed economica complessiva dal 01/01/2015
al 30/06/2015;
- 5) conto economico riclassificato al 30/06/2015