

RELAZIONE DI STIMA

COMPLESSO AZIENDALE F.M.I. S.P.A.

sede legale: Erbusco frazione Zocco via Consolare, 41/43

capitale sociale sottoscritto e versato: € 200.000

codice fiscale e n. Registro Imprese 02170220178

numero 326495 REA Brescia

dott.ssa Tecla Braga

Sommario

1. Identità del committente, descrizione dell'incarico, finalità e destinatari della valutazione
2. Breve storia della Società, oggetto, presupposto e prospettiva della valutazione, configurazione di valore
3. Data di riferimento della valutazione
4. Dichiarazione dei requisiti del professionista incaricato
5. Limitazioni allo svolgimento della valutazione
6. Metodiche di valutazione
7. Metodo di valutazione prescelto
8. Conclusioni

1. Identità del committente, descrizione dell'incarico, finalità e destinatari della valutazione

La sottoscritta Tecla Braga, dottore commercialista iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti di Brescia al 635/A e all'elenco dei Consulenti Tecnici del Giudice per la circoscrizione del Tribunale di Brescia, revisore legale dei conti iscritto al relativo Registro al n. 7881, con studio professionale in Brescia, via Solferino, 32/A, ha ricevuto dal dott. Filippo Brunori, nella qualità di curatore del fallimento F.M.I. Spa (fall. N. 214/2019) e autorizzato il 17.12.2019 dal G.D. dott. G. Canali, l'incarico di redigere la *stima alla data odierna del complesso aziendale F.M.I. Spa ora affittato e di rideterminare il canone d'affitto congruo*.

La finalità della stima è la determinazione del valore dell'azienda, in pendenza di contratto d'affitto, in funzione della sua collocazione sul mercato nell'ambito di procedura fallimentare, nel rispetto quindi delle procedure competitive di cui all'art. 107 L.F..

Detto complesso aziendale è stato già oggetto di valutazione da parte della professionista dott.ssa Daniela Pea, incaricata dalla società F.M.I. Spa in bonis, la cui relazione di stima datata 28.02.2019 costituiva uno degli allegati della domanda di concordato ex art. 161 commi 2 e 3 L.F.. La richiamata valutazione risale ad oltre un anno fa ed aveva scopo del tutto analogo alla presente, essendo diretta a stimare gli elementi dell'attivo aziendale in funzione di una sua prossima allocazione unitaria nell'ambito di una procedura concorsuale. Destinatari potenziali della valutazione sono quindi l'attuale affittuario che ha in conduzione l'azienda da qualche mese prima dell'apertura del fallimento ovvero gli operatori del settore interessati a partecipare alla procedura competitiva di cessione.

2. Breve storia della Società, oggetto, presupposto e prospettiva della valutazione, configurazione di valore

Breve storia della Società

F.M.I. Spa ha sede in Erbusco frazione Zocco, via Consolare n. 41/43 e p.Iva e Codice Fiscale e iscrizione al Registro Imprese di Brescia n. 02170220178, REA n. BS-326495. Essa ha operato fin dalla sua costituzione nel settore delle guarnizioni industriali ed in particolare, anche con brevetti propri, nella progettazione, produzione e commercializzazione di guarnizioni di ogni tipo, nella trasformazione del PTFE (teflon), della grafite e dei materiali

esenti da amianto per la produzione di lastre, guarnizioni e semilavorati ad elevato valore tecnico.

La Società si è costituita il 04.07.1990 nella forma di società a responsabilità limitata con un capitale sociale di Lire 20.000.000 ed in data 27.09.2001 si è trasformata in Spa variando la denominazione sociale nell'attuale F.M.I. Spa, aumentando il capitale sociale, interamente sottoscritto e versato, ad € 200.000.

Dopo diverse modifiche, la compagine sociale nella sua ultima composizione risulta la seguente:

UPSOS SA.¹ € 190.000 95%

Stefania Pasqua € 10.000 5%

All'apertura della procedura fallimentare l'amministrazione e la legale rappresentanza risultano affidate ad un Amministratore Unico nella persona di Pasqua Stefania, carica rinnovata a tempo indeterminato dall'assemblea dei soci in data 19.12.2016 iscritta a Registro Imprese in data 22.12.2016.

L'organo di controllo in carica sino all'approvazione del bilancio chiuso al 31.12.2018, a cui è affidata anche la revisione legale dei conti, nominato in data 15.10.2016 dall'assemblea dei soci, è composto dai seguenti professionisti: Antonio Reino in qualità di Presidente e Vincenza Antonietta Giordano e Umberto De Blasio sindaci effettivi; Donatella Sarracino e Maurizio Boffa sindaci supplenti.

La situazione di crisi aziendale ha portato la Società a presentare in data 18.09.2018 domanda di ammissione alla procedura di concordato preventivo con "riserva" ai sensi dell'art. 161 l.f., VI comma, avanti il Tribunale di Brescia.

Ai sensi dell'art. 186 bis L.F. il piano ha inteso preservare la continuità aziendale, affidando l'azienda in affitto alla conduttrice F.M.I. SICHEM Srl (ora Planichem Srl) in forza di contratto Notaio G. Tufano Rep. n. 153925 e Racc. 19831 07.08.2018.

Contestuale al contratto d'affitto ed alla domanda di CP è la presentazione da parte della stessa società affittuaria di proposta irrevocabile di acquisto, condizionata all'omologa della procedura.

La domanda di concordato viene rinunciata in data 12.02.2019 dalla Società ed il Tribunale in data 14.02.2019 ne dichiara l'improcedibilità.

¹ Società di diritto svizzero con sede in Lugano Via Pioda, 12 iscritta presso il Registro del Cantone Ticino con n. ordine 101.053.531.

Viene quindi presentata in data 11.04.2019 dall'A.U. S. Pasqua domanda di concordato in continuità indiretta; ma anche il secondo ricorso non si perfeziona ed il Tribunale prima dispone l'improcedibilità e poi dichiara il fallimento con sentenza n. 214/ 16.10.2019, Curatore dott. Filippo Brunori e G.D. dott. Gianluigi Canali.

Il contratto d'affitto d'azienda richiamato ed attualmente pendente ha previsto una durata di due anni, dal 01.09.2018 al 31.08.2020 rinnovabile ed un canone annuo pari a € 80.000 oltre IVA.

Il complesso aziendale oggetto del contratto d'affitto è costituito da beni strumentali (impianti, attrezzature, mobili ed arredi e macchine ufficio elettroniche, software di cui all'allegato B del contratto) sia in proprietà che in leasing, dal magazzino, da n. 25 rapporti di lavoro dipendente, con la facoltà dell'affittuario di subentro nei contratti di locazione finanziaria ed immobiliare in essere e in altri di diversa natura (fornitura, utenze e commerciali etc),

In data 26.02.2019 F.M.I. S.P.A. e F.M.I. SICHEM S.R.L. hanno apportato con atto rep. 154558/20101 notaio Tufano alcune modifiche all'originario contratto, specificando gli obblighi dell'affittuaria relativi all'acquisto del magazzino e le modalità di compensazione delle partite debitorie e creditorie verso il personale dipendente.

Su autorizzazione 18.02.2020 del G.D., prorogato al 22.02.2020 il termine ex art. 79 l.f., in data 20.02.2020 è stato sottoscritto con rep. 155472/20593 notaio Tufano un ulteriore atto modificativo del contratto di affitto di azienda in essere, con cui:

- si sono aggiornati gli obblighi dell'affittuaria relativi all'acquisto del magazzino e alla compensazione delle partite debitorie e creditorie verso il personale dipendente;
- si è previsto il rinnovo automatico del contratto d'affitto qualora entro il 31.08.2020 la Curatela non abbia perfezionato la vendita dell'azienda;
- si sono riepilogati i contratti di leasing in essere alla data 07.08.2018 di stipula del contratto di affitto, alcuni dei quali medio tempore riscattati dall'Affittuaria.

Il perimetro del complesso aziendale di cui si richiede la valutazione, come meglio si vedrà in proseguo, è quindi il medesimo di quello affittato, escluse le rimanenze.

L'operazione di affitto appare finalizzata ad, ed ha probabilmente consentito, la conservazione del valore aziendale: il mantenimento della continuità di un'azienda sgravata del fardello del monte debiti pregresso dovrebbe aver consentito la gestione del portafoglio clienti grazie al proseguimento dell'attività produttiva e ha permesso così di ricevere nuove commesse ed evadere le pregresse. Tutto questo apre la strada ad una eventuale cessione dell'azienda o di uno o più rami della stessa.

I prevalenti mercati di riferimento sono quelli petrolchimico, navale, energetico e alimentare.

Oggetto

Oggetto della presente valutazione è l'azienda di proprietà di F.M.I. S.P.A., nella consistenza descritta in perizia 27.04.2020 dell'ing. Stefano Bertoglio, nominato dal Curatore per l'inventariazione fisica e la stima dei beni mobili pervenuti alla massa fallimentare, messa a disposizione dalla Curatela.

Presupposto

La presente valutazione si basa sul presupposto della continuazione dell'attività in futuro; oggetto della valutazione è quindi "il complesso professionalmente organizzato di risorse (beni) e processi (operazioni) volto al conseguimento di benefici economici futuri" (PIV ed. 2015, p. 118).

Prospettiva di valutazione

La prospettiva di valutazione qui assunta è quella dei partecipanti al mercato, nel caso specifico limitati ad acquirenti strategici, vista l'accentuata specializzazione dell'attività aziendale.

Configurazione di valore

La configurazione di valore è quella di liquidazione forzata² di un'azienda in ordinaria attività caratteristica, con dipendenti in carico e contratti ed impegni aziendali in corso.

3. Metodologia di lavoro e data di riferimento della valutazione

Trattandosi di stima di un'azienda di proprietà di una società fallita, è stato necessario, come già anticipato, escludere dalla stima tutte le poste rimaste in carico al fallimento, quali crediti e debiti, accantonamenti vari. Sostanzialmente, sono stati valutati esclusivamente gli *assets*,

² Il valore di liquidazione forzata implica che i tempi di cessione non siano sufficientemente ampi per consentire una adeguata commercializzazione dell'attività. Normalmente le liquidazioni forzate evidenziano significative riduzioni rispetto alle vendite realizzate sul libero mercato.

(immobilizzazioni materiali, peraltro già stimati) ed i relativi impegni, che formeranno oggetto di futura vendita e che già sono compresi nel contratto di affitto d'azienda sottoscritto dal legale rappresentante e dall'affittuario il 07.08.2018, oltre un anno prima della dichiarazione di fallimento (16.10.2019—n. 214/19 Tribunale di Brescia), nonché l'avviamento, ossia la capacità di produrre redditi dell'azienda.

La data di riferimento della valutazione è il 31.12.2014. Le motivazioni di tale scelta sono meglio dettagliate nel paragrafo 7.

4. Dichiarazione dei requisiti del professionista incaricato

Per lo svolgimento dell'incarico il sottoscritto stimatore dichiara:

- di essere iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Brescia al n. 635/A;
- di essere iscritto nel registro dei Revisori Legali istituito presso il M.E.F. al n. 7781 D.M. 12.04.95, Gazzetta Ufficiale n. 31 bis del 21.04.1995;
- di non avere procedimenti disciplinari in corso nonché di non esservi mai stato assoggettato;
- di possedere le competenze ed esperienze professionali necessarie per l'espletamento dell'attività richiesta;
- di non essere legato all'impresa e a coloro che hanno interesse all'operazione di cessione da rapporti di natura personale o professionale, tali da compromettere l'indipendenza di giudizio;
- di essere in possesso dei requisiti di cui all'art. 2399 del codice civile;
- di non aver prestato negli ultimi cinque anni attività di lavoro autonomo in favore dei soggetti che hanno interesse all'operazione di cessione ovvero partecipato agli organi di amministrazione o di controllo dei medesimi;
- di aderire volontariamente ai *Principi Italiani di Valutazione 2015*³;
- di aderire al *Code of Ethical Principles for Professional Valuer* dell'IVSC⁴; in particolare, ai sensi del paragrafo 12 del codice, intitolato "Principi Fondamentali":

"È fondamentale per l'integrità del processo di valutazione che chi ne usufruisce sia fiducioso che il risultato finale è l'espressione di un valutatore dotato dell'esperienza,

³Pubblicati da EGEA, a cura dall'OIV - Organismo italiano di valutazione (www.fondazioneoiv.it).

⁴Codice dei principi etici del valutatore professionale elaborato dall'*International Valuation Standard Council*(www.ivsc.org).

delle competenze e delle capacità di giudizio necessarie al compito, che opera con professionalità e con mente scevra da indebite influenze o da pregiudizi. Pertanto, un valutatore professionale dovrebbe aderire ai seguenti principi etici:

- a) **INTEGRITÀ:** essere diretto e onesto nei rapporti professionali;
- b) **OBIETTIVITÀ:** non permettere che un conflitto di interesse, o indebite influenze o un pregiudizio prevalga su un giudizio professionale o tecnico;
- c) **COMPETENZA:** mantenere la conoscenza tecnica e le competenze necessarie a garantire che un cliente o un datore di lavoro riceva un servizio basato sugli sviluppi più recenti delle pratiche professionali, della legislazione e delle tecniche di valutazione;
- d) **RISERVATEZZA:** mantenere riservate le informazioni acquisite nell'ambito di un rapporto professionale o di lavoro e non rendere note le stesse a terzi senza la necessaria e specifica autorizzazione (salvo che non vi sia un diritto o un obbligo professionale o di legge a renderle note) e comunque a non usare le informazioni a beneficio personale del valutatore o di terzi;
- e) **CONDOTTA PROFESSIONALE:** agire con diligenza e produrre lavori in maniera tempestiva e conformemente ai requisiti legali, tecnici e professionali del caso; operare sempre nell'interesse pubblico e evitare atti che gettino discredito sulla professione”.

5. Limitazioni allo svolgimento della valutazione

La presente valutazione risente:

- della mancanza di uno specifico mercato di riferimento per il bene oggetto di stima;
- dell'assenza di imprese comparabili; infatti i diretti competitor individuati nelle seguenti imprese:
 - o The Flexitallic Group, fattura circa 250 milioni di dollari l'anno
 - o Klinger, gruppo che fattura 520 milioni di € l'anno
 - o Teadit, anch'esso gruppo di imprese
 - o Garlock, gruppo multinazionale (www.garlock.com), a sua volta divisione della EnPro Industries Inc., la quale, quotata al NYSE, fatturava 1,2 miliardi di dollari nel 2019hanno dimensioni e volumi decisamente superiori rispetto all'azienda oggetto di valutazione, oltre a operare contestualmente anche in più mercati, con ulteriori prodotti e sfruttando sinergie di gruppo;
- dell'assenza di dati previsionali reperibili da un piano economico-finanziario;

- dell'incompletezza, stante il contratto di affitto in essere, di dati contabili aggiornati, che permettano di riscontrare l'attuale redditività ed operatività aziendale.

5. Base informativa

La base informativa utilizzata per la valutazione è costituita dai seguenti documenti:

- sentenza di fallimento n. 214/25.10.2019 del Tribunale di Brescia Sezione Fallimenti e Procedure Concorsuali;
- fascicolo storico Registro Imprese CCIAA della fallita e visura storica dell'attuale affittuaria;
- bilanci d'esercizio della fallita per gli esercizi dal 2014 al 2018 e relative situazioni contabili;
- situazione contabile della fallita al 25.10.2019 e schede contabili esercizio 2019;
- bilancio d'esercizio 2018 dell'attuale affittuaria;
- dichiarazione dei redditi ed IRAP relative al periodo d'imposta 2014;
- registri cespiti relativi agli esercizi dal 2014 al 2018;
- nota di credito per storno fatture di cessione cespiti a seguito di risoluzione contratto con S.T.C. d.o.o.;
- elenco marchi e brevetti di titolarità della Fallita;
- contratto 07.08.2018 di affitto di azienda di cui alla scrittura privata rep. 153925/19831 notaio Tufano e relativi allegati B, C, E ed F;
- atti rep. 154558/20101/26.02.2019 e rep. 155472/20593/20.02.2020 notaio Tufano di modifica del contratto di affitto di azienda;
- contratto 06.10.2014 di locazione commerciale tra la Fallita e Belotti S.R.L. e relativa integrazione 12.01.2015;
- contratto 01.09.2018 di locazione commerciale tra FMI SICHEM S.R.L. e Belotti S.R.L.;
- perizia di valutazione 27.04.2020 dei beni mobili redatta dall'ing. Stefano Bertoglio;

Il sottoscritto ha condotto inoltre diversi colloqui informativi con il curatore del fallimento, dott. Filippo Brunori, in particolare per la situazione contrattuale e di fatto oggetto di valutazione, raccogliendo la allegata dichiarazione.

6. Metodiche di valutazione

Prima di addentrarsi nell'attività valutativa vera e propria, è opportuno effettuare una breve digressione teorica in tema di metodi di valutazione d'azienda, anche al fine di consentire al lettore di meglio apprezzare le motivazioni che hanno indotto la scrivente alla scelta il metodo applicato al caso di specie.

Come è noto i metodi di valutazione d'azienda si ricollegano sostanzialmente a tre criteri o filoni generali⁵: i) *analitico*; ii) *sintetico*; iii) *comparativo*.

Il *criterio analitico* può condurre all'applicazione del **metodo patrimoniale semplice**, con il quale si determina il patrimonio netto aziendale sostituendo i valori contabili, ispirati al criterio guida del costo storico, con i valori di funzionamento (si tratta quindi in buona sostanza di esprimere le attività a valore corrente e le passività a valore di estinzione, per ottenere una valutazione del patrimonio netto aggiornata), o all'applicazione del **metodo patrimoniale complesso**, con il quale si aggiunge al patrimonio netto rettificato, determinato col metodo patrimoniale semplice, il valore analiticamente ricostruito delle immobilizzazioni immateriali (avviamento e marchi), non iscritte in bilancio.

Il *criterio sintetico* s'incentra invece sull'attualizzazione dei futuri redditi (metodo reddituale) o dei futuri flussi di cassa (metodo finanziario) che l'azienda è in grado di generare, e si ispira quindi all'assunto che il valore di un'impresa risiede nei flussi (reddituali o finanziari) che appare in grado di generare.

Esistono poi criteri cd. "misti", cioè in parte analitici ed in parte sintetici, quali ad esempio il metodo patrimoniale-reddituale, utilizzati ove vi sia la necessità di apprezzare separatamente elementi della medesima azienda aventi diversi gradi di rischio o per la valutazione di realtà industriali in cui il valore delle dotazioni patrimoniali (ad esempio un immobile di proprietà o l'esistenza di impianti di particolare rilevanza) non può essere correttamente rappresentato dalla semplice attualizzazione dei redditi futuri attesi.⁶

Il *criterio comparativo* (o dei comparables) consiste nell'applicare a determinate entità dell'azienda (volume d'affari, numero dei dipendenti, numero di unità periferiche, raccolta di denaro dalla clientela, ecc) indici ricavati rapportando con tali entità il prezzo di negoziazione di aziende simili riscontrate in un passato recente.

⁵Sul tema valutativo si veda per tutti L. Guatri e M. Bini, Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, Egea, Milano, 2009.

⁶Inoltre "il metodo (misto, patrimoniale, reddituale) si presta ad essere proficuamente utilizzato nel caso di imprese caratterizzate da dotazioni patrimoniali ingenti, cui temporalmente non corrisponda una capacità normale di reddito" (M. Massari, Finanza Aziendale. Valutazione, McGraw-Hill, Milano 2003, p.268).

Sotto altri profili le valutazioni possono avvenire “*asset side*” ovvero “*equity side*”. Nel primo caso il valutatore determina il valore aziendale come differenza tra il valore attribuito ad attività e passività; nel secondo la valutazione avviene considerando congiuntamente l’impatto della struttura finanziaria dell’impresa.

7. Metodo di valutazione prescelto

Si tratta di stimare il valore di un’azienda in crisi, attenendosi **tuttavia** a criteri di continuità, considerato che il presupposto di base è costituito dalla continuazione dell’attività tipica.

L’attività esercitata dall’azienda oggetto di valutazione ha carattere industriale e, considerato che la stima è finalizzata a stabilire il valore base di cessione del bene azienda all’interno di una procedura concorsuale, il metodo di valutazione che più si adatta al caso in esame è il **metodo misto patrimoniale-reddituale**.

Esso determina il valore dell’azienda quale sommatoria del valore dei beni materiali e dell’avviamento, quest’ultimo inteso come capacità dell’azienda in funzionamento di generare flussi reddituali futuri positivi:

$$V = K + A$$

dove:

K = valore dei beni materiali

A = valore dell’avviamento

Stima Patrimoniale (K)

Il compendio aziendale è costituito solo dai beni mobili strumentali, essendo gli immobili (capannoni ed uffici) di proprietà di terzi e detenuti in forza di contratto di locazione, di cui già si è riferito.

Beni materiali di proprietà inventariati

Le immobilizzazioni materiali facenti parte dell’azienda da stimare sono costituite dai beni inventariati dall’Ing. Stefano Bertoglio e valorizzati nella propria perizia di stima 27.04.2020, sintetizzati nella riproposta tabella sottostante:

all.	reparto	stima in uso	stima vendita forzosa
		€	€
1	taglio	288.460,00	97.195,00
2	spirali	83.815,00	20.925,00
3	magazzino	57.955,00	14.745,00
4	imballaggio	6.955,00	1.860,00
5	grafite	61.925,00	16.085,00
6	laboratorio	45.390,00	11.175,00
7	sichem	169.590,00	53.710,00
8	utilities	90.550,00	10.850,00
9	automezzi	12.000,00	7.000,00
10	uffici	15.590,00	4.540,00
11	beni presso terzi	2.500,00	2.500,00
<i>sub totale</i>		<i>834.730,00</i>	<i>240.585,00</i>
12	beni in leasing	89.000,00	38.000,00
13	beni riscattati da ex leasing	37.000,00	17.000,00
<i>totale</i>		<i>960.730,00</i>	<i>295.585,00</i>

La predetta perizia di stima comprende anche i beni in locazione finanziaria, costituiti da tre autovetture e due macchinari industriali, i cui contratti, riportati nella sottostante tabella, erano pendenti alla data di stipula del contratto d'affitto d'azienda.

La società affittuaria, in forza dell'art. 12 del contratto d'affitto e successive modifiche⁷, è subentrata in tutti e cinque i rapporti contrattuali procedendo, per quelli man mano giunti a termine, anche al loro riscatto.

⁷ L'atto 20.02.2020 modificativo del contratto di affitto di azienda riepiloga i contratti di leasing in essere alla data 07.08.2018 di stipula del contratto di affitto, alcuni dei quali medio tempore riscattati dall'Affittuaria:
ARTICOLO 4 (che modifica l'art. 12 del contratto di affitto originario): "Le parti danno atto che al momento della stipulazione dell'atto di affitto 7.8.2018 risultavano in essere i seguenti contratti di leasing stipulati dall'Affittante:

- i) Contratto n. X0012860 - BNL Leasing, scaduto il 19.09.2019, avente ad oggetto macchina spirale EXA, matricola G/011/15-AWM07 per il quale l'affittuaria è prima subentrata e poi ha riscattato;
- ii) Contratto n X0037851 - BNL Leasing, avente ad oggetto macchina marcatrice FLEXTEK, matricola 170, nel quale l'affittuaria è subentrata;
- iii) Contratto n. 3237469 – BMW Group, avente ad oggetto un'autovettura BMW serie 420 xdrive Grand Coupè Luxury targata FD741MH, nel quale l'affittuaria è subentrata;
- iv) Contratto n. 3237463 – BMW Group, avente ad oggetto un'autovettura BMW serie 2 Active Tourer targata FC614HX, nel quale l'affittuaria è subentrata;
- v) Contratto n. 357918 – BMW Group, avente ad oggetto un'autovettura Mini Couper targata EZ247BS, nel quale l'affittuaria è subentrata e poi ha provveduto al riscatto.

In virtù di quanto sopra dichiarato, le Parti si riservano di effettuare una valutazione economico-giuridica dell'operazione di riscatto e di subentro in considerazione del valore residuale dei beni, dei pagamenti già effettuati dalla poi fallita (all'epoca in bonis) e dell'ammontare dell'equo compenso per l'utilizzo dei beni. In relazione a quanto sopra parte Affittante si riserva quindi di richiedere a parte affittuaria il pagamento di quelle somme che eventualmente riterrà a suo favore dovute in virtù del riscatto e del subentro sopra descritti ...".

descrizione	n. ctr.	società leasing	data riscatto FMI Slichem srl
spiratrice EXA Spiral Wound Gasket Machine mat G/011/15-AWM07 anno 2015 (bene in leasing riscattato da Planichem)	X0012860	BNL LEASING	18/09/2019
marcatrice Flextek tipo Mono-1 modello 170 matricola 2 anno 2015 (marcata CE) (leasing BNP)	X0037851	BNL LEASING	-
autovettura BMW serie 4 targata FD741MH gran coupe luxury 420 Xdrive (bene in leasing) anno prima immatricolazione 2016	3237469	BMW Group	-
autovettura BMW serie 2 Active Tourer targata FC614HX (bene in leasing) anno prima immatricolazione 2016	3237463	BMW Group	-
autovettura Mini Cooper targata EZ247BS (bene in leasing riscattato da Planichem) anno prima immatricolazione 2015	357918	BMW Group	26/10/2019

A seconda dello stato dei contratti di leasing, i relativi beni incideranno in modo differente sulla componente patrimoniale (K). In particolare:

- in caso in cui i contratti siano terminati con l'esercizio del diritto di riscatto da parte dell'affittuario, il valore corrente dei corrispondenti beni stimato dal perito, è stato escluso dal valore di K in quanto si tratta di beni di terzi;
- in caso in cui i contratti siano ancora pendenti e regolarmente onorati, verificato che la durata residua sia comunque superiore rispetto alla presumibile data di aggiudicazione dell'azienda, prescindendo ragionevolmente quindi dalla volontà dell'attuale conduttore di esercitare il riscatto, viene espresso un importo pari alla differenza tra il valore corrente dei beni e il residuo debito finanziario, comprensivo dell'opzione di riscatto attualizzata.

I beni in leasing presenti in bilancio 31.12.2014 di riferimento della presente valutazione sono stati considerati funzionali alla produzione del reddito medio normalizzato e la loro rappresentazione economica è stata fatta adottando il metodo finanziario.

La **valutazione complessiva delle immobilizzazioni**, determinata dall'esperto citato al valore di funzionamento, risulta di € 960.730. Da tale valore va sottratto quello, pari a Euro 37.000,

dei beni i cui contratti sono terminati con l'esercizio del diritto di riscatto da parte dell'affittuario.

Confermato poi dalla Curatela il regolare adempimento dei contratti di leasing ancora pendenti, il debito residuo degli stessi alla data più prossima a quella di redazione della presente valutazione risulta pari a Euro 37.532, valore che va anch'esso sottratto dal suddetto valore di funzionamento.

Pertanto il valore dei beni strumentali viene assunto pari a € (960.730 – 37.000 – 37.532) = € 886.198, dato che ai fini della presente perizia viene **arrotondato per difetto ad € 885.000** ed in tale misura acquisito al fine del presente elaborato.

Dalla parallela stima del perito a valori di vendita forzata in blocco, si rilevano valori di gran lunga inferiori (pari a € 295.585), che non sono stati considerati nella presente trattazione, in quanto valutazione di un complesso aziendale funzionante, ma che possono costituire un utile termine di paragone nella prospettiva della massimizzazione della soddisfazione dei creditori.

In pratica una vendita del complesso aziendale risulterà coerente con le finalità della procedura concorsuale fintanto che il valore di vendita del complesso aziendale nella sua interezza potrà avvenire a valori superiori alla sommatoria del presumibile valore di realizzo dei suoi componenti singolarmente considerati se venduti separatamente.

Beni immateriali

I beni immateriali si intendono rappresentati da tutte quelle utilità, diritti, brevetti, conoscenze, capacità acquisite che derivano dai contratti in essere e i cui effetti, complessivamente considerati, trovano la loro sintesi nella capacità dell'azienda di generare risultati reddituali positivi.

I beni immateriali di proprietà di FMI sono così classificati in contabilità al 31.12.2018:

Descrizione		
	Costo Storico	Valore netto
Costi di impianti e ampliamento	60.211,61	40.311,69
Costi di sviluppo	662.171,18	283.347,23
Diritti di brevetto ind. e opere ing.	345.075,32	75.726,96
Concessioni, lic. marchi e dir. sim.	125.247,80	98.369,25
Altre imm. immateriali	800.375,16	561.752,93
TOTALE	1.993.081,07	1.059.508,06

e riguardano:

- costi di ricerca per implementare processi produttivi e proteggerli con brevetti,
- spese per l'omologazione e per registrazione di marchi;
- spese per certificazioni di qualità;
- spese per la formazione del personale e per la customizzazione di software aziendali,

costi tutti sostenuti nell'intento di contribuire alla capacità dell'azienda di creare e mantenere reddito e valore. Dette immobilizzazioni risultano peraltro integralmente svalutate nel bilancio al 31.12.2018.

Al 31.12.2014, data di riferimento della presente valutazione, le immobilizzazioni immateriali risultano:

Descrizione	COSTO STORICO	VALORE NETTO
Programmi EDP	211.194	109.895
Dir.brev.industr.e utilizz.opere ingegno	27.469	-
Costi di ricerca e sviluppo	121.784	-
Spese manut.su beni di terzi da ammort.	25.899	25.899
Costi miglorie e spese incrementative su b/terzi	52.864	-
Altre spese pluriennali	144.985	7.555
TOTALE	584.195	143.349

Sia per la loro natura ed entità, sia per omogeneità con il bilancio 2018, il valore delle stesse è stato integralmente azzerato ai fini della presente stima, così da ottenere un reddito medio normalizzato ed un valore complessivo valido anche per l'azienda nella sua consistenza attuale.

Il valore patrimoniale (K) dell'azienda in questione viene, pertanto determinato in € **885.000.**

Stima Avviamento

Determinato come sopra il valore del patrimonio dell'azienda, si tratta quindi di procedere a questo punto alla valutazione autonoma del valore di avviamento. La differenza tra reddito medio prospettico e capitale rettificato può determinare un avviamento tanto positivo (goodwill) quanto negativo (badwill).

Nel caso di specie ci troviamo di fronte ad un complesso aziendale di proprietà di una società fallita, i cui conti economici dei quattro anni precedenti la manifestazione della crisi (2018) hanno registrato risultati positivi di modesta entità.

L'esame e la valutazione dell'elemento di derivazione reddituale (goodwill o badwill) che concorre alla determinazione del valore del complesso aziendale richiede non una semplice elaborazione dei dati storici, ma una visione prospettica di quello che potrebbe essere il futuro andamento economico dell'azienda. Informazioni di cui la scrivente non ha potuto disporre.

Per stimare i flussi di risultati futuri si utilizzano i dati storici relativi ad un intervallo di esercizi precedenti, sul presupposto che quanto verificatosi nel passato possa ragionevolmente ripetersi in un intervallo di tempo futuro.

Al fine di acquisire informazioni sulle caratteristiche organizzative e sui profili economici salienti dell'azienda si è ritenuto di prendere in esame i bilanci degli esercizi precedenti, sinteticamente proposti per quanto riguarda gli esercizi dal 2014 al 2018, corredati dalla situazione economico-patrimoniale riferita alla data 25.10.2019.

STATO PATRIMONIALE						
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
CREDITI V/SOCI X VERSAMENTI DOVUTI						
IMMOB. MATERIALI	774.267	695.622	583.941	319.744	620.000	620.000
IMMOB. IMMATERIALI	143.349	1.284.898	1.279.882	1.192.940	-	-
IMMOB. FINANZIARIE	-	-	-	0	-	-
MAGAZZINO	2.090.797	2.465.328	2.616.100	2.652.262	-	-
CREDITI COMMERCIALI	1.344.587	1.401.606	1.694.361	3.616.387	793.974	469.493
ALTRI CREDITI OPERATIVI	159.005	361.424	1.040.820	395.236	270.646	272.736
LIQUIDITÀ	1.027.869	779.539	756.301	675.158	989.499	1.240.424
TOTALE	5.539.875	6.988.417	7.971.405	8.851.727	2.674.119	2.602.653
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
DEBITI COMMERCIALI	1.275.208	1.176.857	1.426.269	1.803.494	1.979.774	1.953.589
ALTRI DEBITI OPERATIVI	306.417	376.703	460.337	633.623	704.119	713.104
FONDI (TFR ECC.)	421.274	444.490	446.187	452.185	418.516	405.164
DEBITI FINANZIARI A BREVE	1.941.451	2.486.121	3.292.587	3.838.163	1.986.220	1.986.220
DEBITI FINANZIARI A M/L	613.688	1.448.804	1.240.909	1.008.940	2.158.493	2.158.493
PATRIMONIO NETTO	974.731	981.837	1.055.442	1.105.116	1.115.322	- 4.573.003
REDDITO NETTO	7.106	73.605	49.674	10.206	-5.688.325	-40.914
TOTALE	5.539.875	6.988.417	7.971.405	8.851.727	2.674.119	2.602.653
CONTO ECONOMICO						
Descrizione	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Vendite nette	7.194.607	7.100.715	5.220.896	4.637.178	3.545.157	-
altri ricavi e proventi	152.622	248.495	2.081.035	2.955.477	1.037.109	66.667
Rimanenze finali	2.090.797	2.465.328	2.616.100	2.652.262	-	-
Rimanenze iniziali	- 1.904.475	- 2.090.797	- 2.465.328	- 2.616.100	- 2.653.516	-
Acquisti	- 3.533.764	- 3.572.577	- 3.666.431	- 3.848.311	- 2.412.463	-
Costi per servizi	- 603.535	- 546.270	- 582.708	- 445.426	- 344.803	0
Costi operativi di gestione	- 1.315.253	- 1.195.324	- 1.276.503	- 1.187.580	- 884.484	- 105.374
Margine industriale	2.080.998	2.409.570	1.927.062	2.147.500	- 1.712.999	- 38.707
Costo del lavoro	- 1.438.960	- 1.495.769	- 1.594.654	- 1.399.829	- 853.532	-
Altri costi operativi	- 96.322	- 140.008	- 71.719	- 90.993	- 100.941	- 860
M.O.L.	545.716	773.793	260.690	656.677	- 2.667.472	- 39.567
Ammortamenti e svalutazioni	- 327.416	- 477.825	- 513.009	- 458.150	- 2.812.306	-
Reddito operativo	218.301	295.969	- 252.319	198.527	- 5.479.778	- 39.567
proventi finanziari	1.742	4.092	12.819	28.194	13.089	-
Oneri finanziari	- 149.685	- 159.730	- 159.778	- 207.716	- 142.875	- 2.367
Reddito ante-imposte	70.357	140.331	- 399.278	19.004	- 5.609.565	- 41.934
Imposte sul reddito	- 80.510	- 68.269	- 56.112	- 25.903	- 78.976	-
Reddito netto ordinario	- 10.153	72.062	- 455.390	- 6.899	- 5.688.541	- 41.934
Gestione straordinaria	10.409	1.544	505.064	17.104	216	1.020
Gestione accessoria	6.850	-	-	-	-	-
Reddito netto	7.106	73.606	49.674	10.206	- 5.688.325	- 40.914

Degli esercizi esaminati nell'arco temporale 2014 -2019 si è cercato di individuare quello che esprimesse la più realistica e stabile capacità reddituale dell'azienda, eliminando elementi di casualità, non ripetibilità e non pertinenza. Ciò anche, come già più sopra precisato, per la non sempre completa disponibilità di documenti contabili, amministrativi e societari per i necessari accertamenti.

Infatti gli esercizi 2015, 2016 e 2017 sono anni in cui l'azienda registra consistenti capitalizzazioni di costi di natura logistica e di riallocazione dei macchinari, nonché di riorganizzazione, dovuti al trasferimento delle attività produttive presso un nuovo polo industriale, di costi e ricerca, oltre che rilevanti costi di consulenze tecniche e legale,

anch'esse capitalizzate. L'anno 2018 è l'anno in cui la situazione di crisi si manifesta in modo evidente e vengono operate nel relativo bilancio svalutazioni e rettifiche di valori patrimoniali.

Nonostante la politica di investimenti che ha caratterizzato gli anni dal 2015 al 2017, i ricavi non registrano significativi incrementi, mantenendo un trend regolare, salvo nel 2017 ove si ha una lieve crescita, ma con una contenuta redditività.

Come emerge dalla tabella, il risultato d'esercizio di F.M.I. nell'arco temporale oggetto di analisi, è fortemente influenzato dalle rimanenze di merci, dalla gestione finanziaria e da quella straordinaria, ma solo nel 2016:

Per i motivi sopra esposti e nell'ottica di una valutazione prudenziale, adeguata con riferimento all'azienda da stimare nell'ambito della procedura fallimentare, la scrivente ha ritenuto di adottare i seguenti criteri.

REDDITO MEDIO NORMALE ATTESO PER GLI ESERCIZI FUTURI

Le circostanze sopra dettagliate non hanno consentito di assumere a riferimento nessuno degli anni più recenti, già incisi dagli effetti dello stato di difficoltà e di crisi, le cui cause sono rappresentate nel ricorso per concordato preventivo ex art. 161 L.F.. Risultava pertanto impraticabile la normalizzazione dei risultati di detti esercizi.

Nella sottostante tabella vengono quindi evidenziati, rielaborati ed esposti per macro-classi significative, le voci di conto economico esposte nel Bilancio dell'esercizio 2014 depositato, considerabile appunto esercizio rappresentativo dell'attività caratteristica e dell'ordinaria redditività aziendale, approvato all'unanimità e su cui il Collegio Sindacale, anche revisore dei conti, ha espresso parere positivo.

	31.12.2014
A) VALORE DELLA PRODUZIONE	7.327.965
B) COSTI DELLA PRODUZIONE	7.107.406
DIFFERENZA TRA VALORI E COSTI DELLA PRODUZIONE (A-B)	220.559
C) PROVENTI E ONERI FINANZIARI	-147.859
E) PROVENTI E ONERI STRAORDINARI	7.377
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE (A-B+C+E)	80.077
IMPOSTE DELL'ESERCIZIO	-72.971
UTILE (PERDITA) DELL'ESERCIZIO	7.106

Per il calcolo del flusso di reddito medio futuro è stato necessario normalizzare l'utile di esercizio, depurandolo delle componenti economiche di gestione atipiche, sovradimensionate e/o non ricorrenti in condizioni di massimo e miglior uso dell'attività⁸, nonché degli oneri finanziari contabilizzati, in quanto derivanti dalla delicata situazione finanziaria dell'impresa, poi rivelatasi insolvente. Sono stati invece:

- imputati gli oneri finanziari medi che si sarebbero generati in presenza di una situazione finanziaria ottimale;
- considerati i costi secondo le condizioni contrattuali vigenti.

In particolare sono state apportate le seguenti rettifiche:

a) in diminuzione dei costi per complessivi € 389.882, così dettagliati:

- per € 73.185 per canoni di leasing, imputati in bilancio secondo il criterio patrimoniale e sostituiti con gli ammortamenti che i relativi beni avrebbero generato, se posseduti in proprietà e pagati con finanziamenti bancari⁹;
- per € 1.601 per beni di valore inferiore a € 516,46, risultati non inerenti all'attività aziendale;

⁸Per il principio del *Highest and Best Use* (HBU), cioè l'utilizzo che ne massimizza le potenzialità nella prospettiva di valutazione dei partecipanti al mercato, qui limitati agli acquirenti strategici.

⁹ Le informazioni per la determinazione delle quote di ammortamento sono state ricavate dai prospetti riportati in Nota integrativa.

- per € 186.667 per canoni annui di locazione, derivanti da molteplici contratti per il godimento degli immobili sede dell'attività aziendale, poi riuniti nell'unico contratto di locazione stipulato il 06.10.2014 e che tornerebbe a essere vigente qualora l'aggiudicatario dell'azienda non fosse l'attuale affittuario, col quale il proprietario degli immobili ha stipulato contratto ad hoc;
- per € 28.152 riferito all'ammortamento di "costi di ricerca e sviluppo" e di "spese pluriennali", voci capitalizzate delle quali non è stato possibile accertare il residuo valore economico e che nell'intervallo di esercizi in esame non hanno apportato alcun significativo incremento dei ricavi;
- per € 6.842 per multe e sanzioni e per € 1.589 per interessi passivi su imposte e tasse e interessi di mora, in quanto costi non connessi a condizioni di normale operatività;
- per complessivi € 5.119 per IMU e ammortamento di un immobile, ceduto nell'anno 2017 e quindi non oggetto di valutazione;
- per € 83.695 per interessi passivi derivanti dall'utilizzo degli affidamenti bancari per la gestione caratteristica;
- per € 3.032 per sopravvenienze passive, in quanto componenti straordinarie;

b) in aumento dei costi ovvero in diminuzione di componenti positivi di reddito per complessivi € 366.430, così dettagliate:

- per € 230.394 riferito al canone annuo di locazione dell'immobile industriale tuttora sede dell'attività aziendale, stabilito dal rinnovato contratto di locazione 06.10.2014, di cui si è già riferito al punto precedente, aggiornato con l'ultima variazione ISTAT, per il godimento del compendio immobiliare;
- per € 25.546 riferito alle quote di ammortamento figurate, in applicazione del metodo finanziario per i beni acquistati in leasing, i cui contratti pendenti sono identificati e dettagliati in Nota Integrativa del Bilancio dell'esercizio chiuso al 31.12.2014;
- per € 20.740 a titolo di svalutazione prudenziale dei crediti commerciali, importo corrispondente al valore nominale dei crediti, sorti nell'anno 2014 o antecedentemente, oggetto di svalutazione nel bilancio chiuso al 31.12.2018;
- per € 10.409 riferito a sopravvenienze attive e altre componenti straordinarie;
- per € 79.341 riferito ad interessi passivi figurati, calcolati con riguardo ad una ideale posizione finanziaria netta di complessivi € 1.109.072 determinata da:

- Patrimonio Netto al 31.12.2014 di € 981.837 ;
- debito residuo al 31.12.2014 sui finanziamenti che avrebbero dovuto essere ipoteticamente contratti per l'acquisto dei beni in leasing di € 70.235;
- deposito cauzionale di € 57.000, indicato in contratto di locazione immobiliare 06.10.2014 e successiva integrazione 12.01.2015,

con tassi pari alla media del tasso effettivo globale medio (TEGM), rilevato ai sensi della legge 108/96 nell'anno 2014, e pari al:

- 4,41% sui mutui fondiari (media fra tasso fisso e tasso variabile);
- 5,52% sugli anticipi e sconti;
- 10,10% sulle aperture di credito in conto corrente;
- 10,70% sugli altri finanziamenti.

Il risultato delle suddette operazioni di rettifica è riassunto nella tabella che segue:

	31.12.2014	RETTIFICHE	CONTO ECONOMICO NORMALIZZATO
A) VALORE DELLA PRODUZIONE	7.327.965		7.327.965
B) COSTI DELLA PRODUZIONE	7.107.406	-24.886	7.082.520
DIFFERENZA TRA VALORI E COSTI DELLA PRODUZIONE (A-B)	220.559		245.445
C) PROVENTI E ONERI FINANZIARI	-147.859	5.943	-141.916
E) PROVENTI E ONERI STRAORDINARI	7.377	-7.377	0
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE (A-B+C+E)	80.077		103.529

La scrivente ha poi stimato il carico fiscale teorico sull'imponibile rettificato¹⁰, determinando imposte IRES pari a € 37.044 e IRAP pari a € 36.017, per un totale complessivo di € 73.062. L'utile netto normalizzato risulta quindi pari a € 30.468:

¹⁰ Nessuna ripresa è risultata necessaria rispetto al ROL.

	31.12.2014	RETTIFICHE	CONTO ECONOMICO NORMALIZZATO
A) VALORE DELLA PRODUZIONE	7.327.965		7.327.965
B) COSTI DELLA PRODUZIONE	7.107.406	-24.886	7.082.520
DIFFERENZA TRA VALORI E COSTI DELLA PRODUZIONE (A-B)	220.559		245.445
C) PROVENTI E ONERI FINANZIARI	-147.859	5.943	-141.916
E) PROVENTI E ONERI STRAORDINARI	7.377	-7.377	0
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE (A-B+C+E)	80.077		103.529
IMPOSTE DELL'ESERCIZIO	-72.971	-90	-73.061
UTILE (PERDITA) DELL'ESERCIZIO	7.106		30.468

L'utile normalizzato viene assunto quale reddito medio prospettico atteso per gli esercizi futuri (R), da attualizzare ad un tasso di sconto rappresentativo del grado di rischio associato all'investimento (rv), costituito da:

- una componente priva di rischio (*risk-free rate o rf*);
- un premio al rischio di mercato (*market risk premium o ERP*)¹¹,

nella seguente relazione:

$$rv = rf + \beta * ERP,$$

dove β è un coefficiente che misura il rischio della specifica azienda, espresso dalla volatilità del suo rendimento rispetto a quello dell'intero mercato.

La scrivente:

- ha assunto il valore di rf pari a - 0,59%, coincidente col rendimento riconosciuto dalle obbligazioni con rating tripla A e scadenza a tre anni emesse nell'area Euro, come rilevato dalla Banca Centrale Europea¹²;
- ha desunto i valori dell'ERP e del β dal sito <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, curato dal Prof. Aswath Damodaran, ponendoli pari a:
 - o ERP = 10,59%, coincidente con l'ERP assegnato all'Italia per Aprile 2020,

¹¹Il premio al rischio è destinato a remunerare il rischio insito nell'investimento ed è composto da una pluralità di componenti di rischio, costituite dal rischio paese e dal rischio associato alla congiuntura economica generale.

¹²<https://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>

- $\beta = 1,23$, considerato nella sua configurazione *levered*, in quanto la presente è in prospettiva *equity side*, assunto pari alla media dei β di Gennaio 2020 per le aziende del settore cui appartiene l'azienda oggetto di valutazione e con sede in Europa:

	<i>Equity (Levered) Beta</i>
<i>Industry Name</i>	January, Europe
Building Materials	1,01
Chemical (Basic)	0,92
Chemical (Diversified)	1,79
Construction Supplies	1,20

Il tasso di sconto rv da utilizzare risulta quindi pari a 12,47%.

Stante l'attuale tasso nullo di inflazione, non risulta infine necessario adeguare per l'indice ISTAT il flusso reddituale rettificato.

Nella letteratura¹³ e prassi professionale, l'arco temporale di riferimento per le aziende di piccola e media dimensione si attesta fra i 3 ed i 5 anni.

L'attualizzazione del reddito medio prospettico si esegue con la formula della rendita limitata per un orizzonte temporale triennale, periodo ritenuto dalla scrivente coerente con:

- le limitazioni alla presente valutazione, riportate nell'apposito paragrafo;
- l'attuale congiuntura economica, su cui non ultimo incide in termini negativi la pandemia di COVID-19 in atto:

$$A = R * \frac{1 - (1 + rv)^{-n}}{rv} = 30.468 * \frac{1 - (1 + 12,47\%)^{-3}}{12,47\%}$$

Il **valore dell'avviamento** può quindi stimarsi pari a **€ 72.587** che, sommato al valore "K" pari a € 885.000, restituisce il valore dell'azienda oggetto di valutazione, pari quindi a € 957.587, arrotondato a € 955.000.

¹³ Si veda, fra tutti, il documento CNDCEC - SIDREA "Linee guida per la valutazione delle aziende in crisi"

Per riscontrare la correttezza del metodo adottato, la scrivente ha verificato il risultato ottenuto con l'applicazione di un metodo alternativo o metodo di controllo.

Nella fattispecie, l'unico valore economico risultato verificabile è quello dell'avviamento.

La grandezza economica certa, desumibile dalla documentazione raccolta, risulta il canone d'affitto dell'azienda fissato in € 80.000 annui dal contratto 07.08.2018 tra FMI in bonis e FMI SICHEM.

Se si rettifica tale corrispettivo per il maggior canone di locazione immobiliare che un soggetto non coincidente con l'attuale affittuaria dovrebbe sostenere:

Canone annuo di locazione immobiliare pattuito dall'affittuaria	€ 192.000
Canone annuo di locazione immobiliare pattuito da FMI in bonis	€ 230.394
Quindi maggior canone per un soggetto terzo	€ 38.394

Il canone di affitto di azienda massimo che un soggetto differente dall'attuale affittuario sarebbe disposto a corrispondere risulterebbe pari a € 41.606.

Si assimila, ciò che pare ragionevole, il canone di affitto di azienda rettificato al reddito medio prospettico.

Si procede al calcolo dell'avviamento, considerando un periodo di due anni, pari alla durata del contratto di affitto d'azienda e assumendo lo stesso valore di *rv* utilizzato per l'attualizzazione del reddito medio prospettico calcolato col metodo principale; si ottiene così un valore dell'avviamento pari a € 69.882, in linea quindi con il valore ottenuto tramite il metodo principale, che può quindi considerarsi validato.

Per quanto attiene il metodo di valutazione del canone "congruo" di affitto di azienda nell'ambito delle procedure concorsuali, il tema è stato, negli ultimi anni, oggetto di numerose trattazioni e approfondimenti dottrinali.

In astratto, il problema andrebbe affrontato valutando, in via preliminare, la convenienza tra affitto e gestione diretta.; si tratterebbe cioè di quantificare un canone minimo di break even che eguagli i benefici prodotti dalla gestione diretta rispetto alla locazione.

Nella realtà, l'affitto è una scelta obbligata a causa delle notevoli difficoltà che potrebbero incontrare il proprietario oppure il curatore nella conduzione strategico-gestionale dell'azienda.

Con particolare riferimento alla gestione diretta in caso di fallimento, va osservato che il curatore, sovente, non dispone delle competenze necessarie a tal fine e, quindi, l'affitto può rappresentare l'unica modalità di conservazione dei valori aziendali. In tale ambito, può accadere che:

- il contratto di affitto sia stato stipulato prima del fallimento, talché il curatore ne debba valutare la convenienza anche con riferimento al canone pattuito;
- il contratto di affitto non sia stato formalizzato prima del fallimento, ma il curatore ritenga tale opzione obbligatoria per la conservazione del valore del complesso aziendale al fine di una successiva alienazione; in tale situazione, ex artt. 104-bis e 107 Legge Fallimentare, il curatore deve instaurare procedure competitive.

In entrambe le situazioni prospettate, è necessario definire un canone economicamente adeguato per la procedura.

Il corrispettivo da erogare al proprietario per l'utilizzazione del complesso dei beni necessari per l'esercizio dell'impresa deve quindi essere quantificato come prodotto tra il valore dell'azienda e un appropriato tasso di rendimento, che andrebbe quantificato in relazione all'alea sopportata dal locatore, a sua volta dipendente da una pluralità di fattori quali il rischio operativo, il livello di solidità del potenziale conduttore e le garanzie prestate.

Pertanto, la grandezza oggetto di analisi può attestarsi a un livello non lontano dal free risk rate nel caso che il rischio operativo sia contenuto e, soprattutto, il conduttore abbia una notevole solidità patrimoniale.

Al contrario, qualora il rischio operativo sia elevato e, soprattutto, il conduttore presenti alcune difficoltà da un punto di vista di solidità patrimoniale, aumenta in modo rilevante l'alea gravante sul locatore. In tale situazione, il locatore matura crediti per canoni verso l'affittuario contraddistinti da un grado di rischio elevato, talché il tasso da utilizzare tende ad avvicinarsi al costo del capitale dell'azienda oggetto d'affitto. Il canone di locazione non può essere tuttavia determinato applicando un saggio maggiore del costo del capitale perché - in situazioni normali - supererebbe i redditi attesi dal conduttore e, quindi, non vi sarebbe nessuna convenienza a gestire l'azienda.

In sintesi, il tasso di rendimento impiegabile per quantificare il canone di locazione può oscillare in un intervallo nel quale l'estremo inferiore è il tasso privo di rischio, mentre l'estremo superiore è il costo del capitale.

Per quanto attiene la stima del valore congruo di affitto, da un punto di vista operativo possiamo distinguere due scenari:

- il proprietario si accolla esclusivamente il rischio di mancata riscossione dei canoni;
- il proprietario si accolla anche l'alea derivante da eventuali variazioni negative di valore dell'azienda attribuibili a cattiva conduzione da parte dell'affittuario.

Poiché, nel caso di specie, l'affittuario è una newco appartenente ad un Gruppo (il Gruppo Carrara), operante da anni nel settore dell'azienda oggetto di valutazione, è ragionevole porsi nel primo dei due scenari sopra descritti; l'affitto di azienda sarà quindi assimilabile a un'operazione di finanziamento nella quale il capitale prestato coincide col valore dell'azienda e i canoni rappresentano la remunerazione periodica assegnata al locatore.

In tale situazione, la formula applicabile per determinare il canone è:

$$C = i * W$$

dove:

C è il canone annuo d'affitto

i è un tasso che riflette il rischio di inadempimento della controparte

W è il valore dell'azienda

Il saggio "i" riflette il rischio di inadempimento della controparte e, in assenza di collateral, può essere posto pari al rischio di insolvenza.

Il Rapporto del Centro Studi Confindustria, chiuso con le informazioni al 27.03.2020, afferma che, in uno scenario di contenimento della pandemia di COVID-19 su scala globale entro la fine dell'estate:

- la percentuale di imprese italiane valutate con un rating "ad alto rischio" di insolvenza potrebbe raddoppiare dall'attuale 7,5% al 15,2%;
- la percentuale di quelle valutate come "vulnerabili" di fronte a ulteriori shock negativi passerebbe dall'attuale 38,1% al 40,3%.

Ciò si tradurrebbe in una probabilità media di default all'interno del sistema produttivo italiano che passerebbe dall'attuale 4,9% al 6,8%.

Ad eccezione del farmaceutico, di una parte del commercio e dell'ICT, tutti gli altri comparti produttivi vedrebbero peggiorare il proprio merito creditizio (tab. A):

Settore:	Scenario:		
	Senza COVID-19	Con COVID-19	Differenza
Manifattura (eccetto tessile e farmaceutico)	3,9%	5,7%	1,8%
Tessile	4,0%	6,1%	2,1%
Farmaceutico	3,8%	2,7%	-1,1%
Settore elettrico e del gas	5,3%	6,0%	0,7%
Settore idrico, smaltimento rifiuti	4,7%	8,7%	4,0%
Costruzioni	8,1%	10,6%	2,5%
Commercio (esclusi prodotti farmaceutici)	4,2%	5,8%	1,6%
Commercio di prodotti farmaceutici	4,3%	4,0%	-0,3%
Trasporti e logistica	4,8%	7,3%	2,5%
Settore alberghiero e ristorazione	7,4%	8,8%	1,4%
ICT	5,2%	4,5%	-0,7%
Professioni tecniche e scientifiche	5,3%	7,7%	2,4%
Turismo	5,3%	7,9%	2,6%
Media	4,9%	6,8%	1,9%

Fonte: Cerved Rating Agency (2020).

Ponendo quindi “i” pari alla probabilità media di default del settore manifatturiero, cui appartiene l’azienda oggetto di valutazione, il canone congruo di affitto, secondo la suddetta formula, e considerando ex art. 102 c. 8 TUIR che le quote di ammortamento dei beni dati in affitto siano deducibile, in assenza di deroga convenzionale alle norme dell'articolo 2561 del codice civile, in capo all’affittuario, risulta:

W	1.070.000,00		
i	minimo	massimo	medio
	3,9%	5,7%	4,8%
Canone congruo di locazione al netto delle imposte	41.730	60.990	51.360
Canone congruo al lordo di IRES 24% e IRAP 3,9%	57.878	84.591	71.234

Poiché il canone netto, nelle tre ipotesi, risulta sempre superiore all’utile netto normalizzato, determinato pari a € 30.468 dallo scrivente, ed è quindi accettabile in quanto superiore ai benefici prodotti dall’eventuale gestione diretta dell’azienda, il **canone congruo di affitto** dell’azienda oggetto della presente valutazione può essere posto, assumendo il valore medio di probabilità di fallimento dell’affittuario, pari a € 71.234, arrotondato a **€ 71.000**.

8. Conclusioni

Ribadito che il metodo scelto per la valutazione in questione è quello misto patrimoniale- reddituale, adattato alle esigenze riscontrate in presenza di azienda di proprietà di Società soggetta a procedura concorsuale, osservato che dalla determinazione del capitale economico risultante dal valore **del patrimonio netto rettificato (K), pari ad € 885.000, a cui si aggiunge** un avviamento pari a **€ 72.587**, discende un valore non inferiore al valore di liquidazione dei beni che compongono l'azienda (€ 295.585), il sottoscritto perito ritiene di poter stimare il **valore dell'azienda (W)** oggetto della presente relazione, **in complessivi € 957.587**, arrotondati per difetto ad **€ 955.000**.

Per quanto sopra esposto la sottoscritta ritiene che:

- il valore odierno del compendio aziendale di F.M.I. S.P.A. affittato possa essere stimato pari a **€ 955.000**, dicensi € novecentocinquantacinquemila;
- il congruo canone di affitto del suddetto compendio possa essere stimato pari a **€ 71.000**, dicensi € settantunmila.

Brescia, 28.04.2020

Il perito
dott.ssa Tecla Braga

Allegati:

- sentenza di fallimento n. 214/25.10.2019 del Tribunale di Brescia Sezione Fallimenti e Procedure Concorsuali;
- fascicolo storico Registro Imprese CCIAA della fallita e visura storica dell'attuale affittuaria;
- bilanci d'esercizio della fallita per gli esercizi dal 2014 al 2018 e relative situazioni contabili;
- situazione contabile della fallita al 25.10.2019 e schede contabili esercizio 2019;
- bilancio d'esercizio 2018 dell'attuale affittuaria;
- dichiarazione dei redditi ed IRAP relative al periodo d'imposta 2014;
- registri cespiti relativi agli esercizi dal 2014 al 2018;
- nota di credito per storno fatture di cessione cespiti a seguito di risoluzione contratto con S.T.C. d.o.o.;
- elenco marchi e brevetti di titolarità della Fallita;
- contratto 07.08.2018 di affitto di azienda di cui alla scrittura privata rep. 153925/19831 notaio Tufano e relativi allegati B, C, E ed F;
- atti rep. 154558/20101/26.02.2019 e rep. 155472/20593/20.02.2020 notaio Tufano di modifica del contratto di affitto di azienda;
- contratto 06.10.2014 di locazione commerciale tra la Fallita e Belotti S.R.L. e relativa integrazione 12.01.2015;
- contratto 01.09.2018 di locazione commerciale tra FMI SICHEM S.R.L. e Belotti S.R.L.;
- perizia di valutazione 27.04.2020 dei beni mobili redatta dall'ing. Stefano Bertoglio;
- dichiarazione del Curatore.