

**TRIBUNALE ORDINARIO DI BRESCIA
SEZIONE FALLIMENTARE**

Fallimento Garneri Stamperie s.r.l. n. 173/2020

Curatore: **Dott. STEFANO CARLO BENETTI SERRAVESI**

Giudice Delegato: **DOTT. ALESSANDRO PERNIGOTTO**

RELAZIONE DI STIMA

dell'azienda

GARNERI STAMPERIE S.R.L.

Sede Legale: Via Mainone 56/F - (fraz. S. Sebastiano), 25065 Lumezzane (BS)

Capitale Sociale: € 100.000,00

Registro Imprese di Brescia: n. 02063890178

Codice Fiscale e Partita I.V.A.: 00679890988

Perito Estimatore: dott. Mauro Bonera

*con studio in Brescia, Via A. Diaz n.9
mail: bonera@bonerastudio.it - tel. 030295678*

Indice

PREMESSE	2
1. INTRODUZIONE	2
1.1. Oggetto e finalità dell’incarico – cenni societari.....	2
1.2. Cenni sulla perizia e svolgimento dell’incarico.....	3
2. METODI DI VALUTAZIONE DI AZIENDA	4
2.1. Considerazioni generali	4
2.1.1. Metodo patrimoniale	5
2.1.2. Metodo reddituale	6
2.1.3. Metodo misto patrimoniale e reddituale.....	8
2.1.4. Metodo finanziario	9
2.1.5. Metodo di valutazione del “prezzi probabili”: il metodo di valutazione dei multipli dell’EBITDA.....	9
3. CRITERI DI VALUTAZIONE ADOTTATI	10
4. DETERMINAZIONE DEL VALORE DELL’AZIENDA	11
4.1. La valutazione patrimoniale analitica	11
4.2. Valutazione dell’avviamento	15
4.2.1. Reddito medio normalizzato atteso	17
4.3 Il tasso di rendimento del capitale netto: i	18
4.4 Il tasso di attualizzazione: i'	18
4.5 Il periodo di riferimento: n	19
4.6 Determinazione del valore del capitale economico.....	19
5. VALORE DELL’AZIENDA	19

ALLEGATI:

1. *perizia ing. Stefana*
2. *contratto di affitto di azienda del 26.05.2017*

PREMESSE

Il sottoscritto Mauro Bonera,

PREMESSO CHE

- in data 09.12.2020 il Tribunale di Brescia dichiarava il fallimento della “*Garneri Stamperie S.r.l.*”, con sede legale in Via Mainone 56/F - (fraz. S. Sebastiano), 25065 Lumezzane (BS), Capitale sociale euro 100.000,00, iscritta al Registro imprese di Brescia al n. 02063890178, C.F. e P.IVA: 00679890988;
- in data 07.04.2020 il Curatore, giusta autorizzazione del G.D., ha conferito allo scrivente dottor Mauro Bonera, iscritto all’Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Brescia al n. 1606, con studio in Brescia Via A. Diaz. n. 9, l’incarico di redigere una perizia di stima del valore di azienda (al netto delle rimanenze di magazzino e dell’immobile di proprietà) della fallita;

Tutto ciò premesso, presenta la propria relazione in merito alla valutazione dell’azienda di proprietà della **Garneri Stamperie S.r.l.**

1. INTRODUZIONE

1.1. Oggetto e finalità dell’incarico – cenni societari

La perizia in oggetto inerisce la valutazione dell’azienda di proprietà di GARNERI STAMPERIE S.R.L., ai fini della liquidazione dell’attivo fallimentare e, pertanto, della cessione della stessa nell’ambito della relativa procedura concorsuale.

La società è stata costituita in data 25 settembre 1985 sotto forma di società in nome collettivo e trasformata in società a responsabilità limitata in data 28.12.2011, la sede sociale è sita in Lumezzane (BS), frazione S. Sebastiano, Via Mainone n. 56/F; con sentenza 9/12/2020 del Tribunale di Brescia ne è stato dichiarato il fallimento (Fall. n. 173/2020 Trib. Brescia - Giudice Delegato Dott. Alessandro Pernigotto e Curatore Dott. Stefano Carlo Benetti Serravesi).

Il capitale sociale, pari ad euro 100.000,00 euro, è suddiviso come segue:

- Garneri Marisa, quota di nominali: 99.000,00 euro pari al 99% del capitale sociale;
- Pasinetti Francesco, quota di nominali: 1.000,00 euro pari al 1% del capitale sociale.

Alla data di fallimento l’amministrazione era demandata all’amministratore unico Signora Garneri Marisa.

L’azienda ha come oggetto l’attività di stampaggio e lavorazione di metalli e leghe speciali, progettazione e realizzazione di macchine, attrezzature, stampi ed altri accessori per lo

stampaggio e la lavorazione dei metalli e loro leghe.

L'azienda risulta presente sul mercato da diversi anni, durante i quali si è specializzata nello stampaggio a caldo di leghe di rame ed ottone: più precisamente nella produzione di particolari industriali in metalli non ferrosi (ottone, rame), secondo le specifiche tecniche richieste dalla clientela, articolata in tre principali tipologie:

- produzione di forgiati in conto trasformazione;
- produzione e vendita di forgiati allo stato grezzo;
- produzione e vendita di forgiati lavorati su disegno del cliente (tramite appositi stampi).

L'attività è a tutt'oggi esercitata, per effetto del contratto di affitto di azienda sottoscritto in data 26 maggio 2017, da STAMPERIE GARNERI S.R.L. (C.F. e n. Reg Imprese 02063890178), società in allora appositamente costituita ed amministrata dal Sig. Francesco Pasinetti.

La valutazione in esame inerisce i seguenti *assets* dell'azienda, come risulta dall'incarico conferito e precisamente:

- i beni mobili strumentali (tra i quali attrezzature, impianti, macchinari ecc..) di proprietà della società, oltre a parte di alcuni beni mobili di proprietà dell'affittuaria, che, come riferito dal Curatore, saranno oggetto di accordo di acquisto da parte della concedente, in quanto funzionali all'attuale azienda in esame;
- il valore dell'avviamento inteso come attitudine alla produzione di reddito del complesso organizzato di beni e dei rapporti organizzati per lo svolgimento dell'attività.

Sono stati espressamente esclusi dalla valutazione i beni immobili della società, eventuali crediti e debiti aziendali, così come le eventuali rimanenze finali di magazzino costituite da prodotti finiti, semilavorati e materie prime.

1.2. Cenni sulla perizia e svolgimento dell'incarico

Con riferimento alle valutazioni dei beni materiali il sottoscritto si è avvalso della perizia redatta dall'ingegner Giuseppe Stefana (*allegato 1*) - nominato dalla Curatela nell'ambito della Procedura – qui allegata e da intendersi parte integrante della presente relazione.

La determinazione dell'avviamento e, più in generale, del valore oggetto di incarico, deriva sia dalle informazioni contabili, ricavate dagli opportuni supporti obbligatori per legge che dalle necessarie integrazioni orali rese dagli amministratori della società o comunque dalle persone da questi delegate, gli uni e gli altri previamente informati circa la scarsa valenza informativa che avrebbero i risultati di questo lavoro se basati su informazioni non corrette, nonché sulle responsabilità e conseguenze, sia civili che penali, derivanti da eventuali dichiarazioni omesse o inesatte.

Come accennato nel paragrafo precedente, l'attività dell'azienda ad oggi è svolta dall'affittuaria STAMPERIE GARNERI SRL presso la sede sociale ed in particolare presso gli immobili (capannoni industriali) di proprietà di GARNERI STAMPERIE S.R.L. siti in Via Mainone n.

56/F a Lumezzane.

Il sottoscritto ha pertanto effettuato gli opportuni sopralluoghi e si è interfacciato con l'amministratore della società conduttrice dell'azienda, Sig. Francesco Pasinetti, che ha fornito i documenti contabili e le informazioni richieste, utili per la determinazione del valore dell'azienda.

In particolare il sottoscritto ha esaminato, tra gli altri, i bilanci contabili di STAMPERIE GARNERI S.R.L. relativi agli anni 2018, 2019, 2020, nonché la situazione contabile economica aggiornata al 31.03.2021.

Pur avendo effettuato alcune verifiche sui dati e sulle informazioni ottenute, lo scrivente precisa che non sono state svolte procedure di revisione legale dei conti, né verifiche o controlli di altra natura (accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura legale, fiscale, contrattuale, previdenziale, connessi a problematiche di tipo ambientale o di altro genere), di talché la presente perizia non esprime alcun giudizio sulla accuratezza, correttezza o completezza dei documenti forniti da STAMPERIE GARNERI S.R.L..

Come si preciserà meglio nel proseguo la stima del valore economico dell'azienda, riferita alla data di deposito della perizia, è stata effettuata in ipotesi di continuità dell'attività con le limitazioni e precisazioni indicate nell'elaborato.

Di seguito si procede pertanto nell'elaborazione della perizia previa descrizione dei possibili metodi di valutazione.

2. METODI DI VALUTAZIONE DI AZIENDA

2.1. Considerazioni generali

La valutazione di un'azienda è un'operazione complessa che lascia ampio spazio a interpretazioni soggettive, data la mancanza di un criterio oggettivo di elaborazione giurisprudenziale o dottrinale.

La dottrina ha elaborato quattro principali metodi di valutazione del capitale economico:

- Metodo patrimoniale (semplice o complesso)
- Metodo reddituale
- Metodo misto patrimoniale - reddituale
- Metodo finanziario

Ad essi si aggiungono i cosiddetti metodi empirici, secondo i quali il valore complessivo dell'azienda è funzione di alcune grandezze tipiche del settore di appartenenza; tali metodi si basano pertanto sull'osservazione del mercato e sull'esame delle negoziazioni effettivamente realizzate.

I metodi di valutazione si dividono in analitici e sintetici: i primi sono basati sulla stima dei singoli beni aziendali, le attività e passività, mentre i secondi derivano il valore da una

grandezza sintetica (il reddito o i flussi finanziari) con applicazione di una formula matematica. In condizioni di perfetta trasparenza, ossia ipotizzando la completa conoscenza dei dati economico-finanziari che interessano l'azienda lungo l'intero arco della sua esistenza, l'informazione più corretta per la definizione del capitale economico di un'azienda deriverebbe dalla stima finanziaria, seguita da quella reddituale fino ad arrivare a quella patrimoniale.

Si evincerebbe, da quanto sopra, la necessità di utilizzare nella pratica delle valutazioni, tutte le informazioni disponibili. Tra di esse notevole considerazione assumono quasi sempre le informazioni patrimoniali, mentre quelle reddituali, pur essenziali, vengono usate con appropriate cautele.

Di seguito si sintetizzano i metodi presi in considerazione nella valutazione dell'azienda di **GARNERI STAMPERIE S.R.L.**, considerato il settore di mercato in cui opera e le informazioni a disposizione, nonché la loro analiticità ed attendibilità.

2.1.1. Metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale consente di giungere alla valutazione del capitale economico della società tramite la riespressione a valori correnti dei singoli componenti attivi e passivi che formano il patrimonio aziendale.

Con specifico riferimento ai componenti attivi, il processo valutativo può fare riferimento esclusivamente ai beni materiali ed agli oneri ad utilità pluriennale che risultano dalla situazione contabile della società o, viceversa, tenere anche conto di quei beni immateriali spesso non contabilizzati, tra i quali si possono ricomprendere i marchi, i brevetti, il know-how, l'immagine aziendale, nonché il fattore "risorse umane" di cui l'azienda dispone.

Questi due differenti approcci valutativi caratterizzano, rispettivamente, il metodo patrimoniale semplice ed il metodo patrimoniale complesso.

a) metodo patrimoniale semplice

La valutazione di un'azienda con il metodo patrimoniale semplice richiede un accurato esame di tutti gli aggregati del patrimonio, i quali vengono riespressi in base a criteri di valutazione che, per la maggior parte, differiscono da quelli normalmente utilizzati per la redazione del bilancio d'esercizio di una società in funzionamento.

Il metodo conduce alla determinazione del cosiddetto "capitale netto rettificato" che, anche in ipotesi di valutazione con metodi differenti, costituisce comunque un'informazione importante, almeno per confronto.

Di seguito viene riportato un breve elenco generalizzato dei criteri di valutazione normalmente utilizzati per ottenere il valore corrente dei singoli componenti che determinano la situazione patrimoniale rettificata; tali criteri saranno comunque enunciati nella valutazione delle singole categorie di beni nel corso della perizia:

Voce	Criterio di Valutazione
Crediti	Presumibile valore di realizzo
Rimanenze	Minore tra ultimo costo d'acquisto e valore di realizzo
Debiti	Valore di estinzione
Immobili	Valore di mercato
Immobiliz. tecniche	Costo di ricostruzione o sostituzione
Partecipazioni	Valore della corrispondente quota di patrimonio netto della società partecipata

b) metodo patrimoniale complesso

Nella valutazione con il metodo patrimoniale complesso, oltre ad adottare i criteri applicabili al metodo semplice, si dovrà procedere ad una valorizzazione dei beni immateriali.

Nell'ambito del metodo si possono generalmente distinguere i casi in cui si procede ad un'analitica valorizzazione dei singoli beni immateriali (approccio del costo), ovvero a una determinazione forfetizzata ed empirica del complessivo valore attribuibile alle componenti immateriali dell'azienda. Tale metodo si basa su modelli (per esempio: di attualizzazione dei risultati differenziali, del costo della perdita, dell'approccio di mercato) costruiti analizzando o una serie di precedenti negoziazioni aventi per oggetto complessi aziendali con caratteristiche simili, o un'attualizzazione di differenziali rispetto ad altre situazioni concorrenziali simili o ancora un valore derivante dalla cessione in uso a terzi dei beni immateriali, al fine così di identificare il valore delle componenti immateriali aziendali in una relazione, per esempio proporzionale, rispetto a talune grandezze di riferimento.

Tali metodi hanno il difetto di considerare il complesso aziendale come un semplice aggregato di beni, trascurando il collegamento funzionale che invece li lega tra loro.

Le stime che ne derivano appaiono quindi spesso non soddisfacenti e devono essere comunque verificate con altre metodologie, tra le quali anche il metodo reddituale "puro".

2.1.2. Metodo reddituale

Secondo il metodo reddituale l'azienda vale in quanto capace di produrre reddito. Il valore del capitale economico (W) viene dunque stimato, sul piano quantitativo, come funzione del reddito atteso (R).

Per ciò che riguarda l'orizzonte temporale di riferimento, entro il quale si stima che l'azienda sia in grado di produrre reddito, è possibile ricorrere alla durata indefinita.

In questo caso, il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita perpetua con rata costante, calcolata al tasso (i), determinato in base alla seguente formula:

$$\text{valore attuale della rendita perpetua} \quad W = R / i$$

La configurazione del reddito (R), rilevante ai fini dell'applicazione del metodo in questione, è quello prospettico, idoneo cioè a riflettere le condizioni di redditività attesa dell'azienda, medio, vale a dire quello che l'impresa è stabilmente in grado di produrre, e normalizzato, ossia depurato delle componenti straordinarie non ripetibili e comunque estranee alla gestione, e, in ogni caso, determinato sulla base di soluzioni razionali e comunque accettate dal punto di vista tecnico.

Ciò comporta che nella configurazione del reddito (R) rilevante debba essere eliminata ogni componente positiva o negativa, la cui appostazione sia dettata esclusivamente dall'esigenza di ridurre il reddito imponibile ai fini dell'imposizione diretta, ovvero dall'intento di attuare determinate politiche di bilancio.

Il reddito medio normale è calcolato, infatti, con riferimento a condizioni normali di svolgimento della gestione e, in particolare, a condizioni di indebitamento "regolari" e non eccezionali, in assenza di situazioni particolarmente favorevoli o sfavorevoli, e deriva da una redistribuzione nel tempo dei componenti straordinari (plusvalenze e minusvalenze patrimoniali, rettifiche di costi e ricavi di precedenti esercizi, ecc.).

Il reddito, inoltre, deve essere determinato al netto degli oneri tributari che gravano eventualmente su di esso, e dei componenti figurativi diversi dalla remunerazione del capitale proprio e delle eventuali partecipazioni agli utili spettanti a terzi.

Il tasso di attualizzazione (i) utilizzato incorpora il compenso derivante dal semplice trascorrere del tempo (sostanzialmente pari al rendimento riconosciuto ad attività prive di rischio), ed altresì l'adeguata remunerazione del rischio sopportato.

In particolare, il tasso di puro interesse, relativo agli impieghi di capitale a rischio nullo, è determinato sostanzialmente in riferimento a titoli di debito pubblico a scadenza non breve; peraltro, in periodi di inflazione, il medesimo deve essere depurato dall'erosione monetaria creata dalla componente inflazionistica e, pertanto, deve essere assunto nella sua configurazione di tasso reale.

La maggiorazione del tasso di puro interesse a titolo di premio per il rischio di impresa è commisurata all'intensità del rischio generale d'impresa gravante sul capitale proprio, la cui stima dipende dalla valutazione dei seguenti fattori:

- condizioni generali: congiuntura economica, inflazione, situazione politico-sociale del paese, ecc.;
- condizioni settoriali: struttura del mercato di appartenenza, condizioni varie di instabilità del settore, ecc.;
- condizioni aziendali: solidità patrimoniale, livello e composizione dell'indebitamento, situazione di liquidità con annesso condizioni di pagamento e di incasso, variabilità dei risultati operativi della gestione, parco clienti, ecc.

Evoluzione del metodo reddituale con rendita perpetua è il metodo reddituale con durata limitata (metodo reddituale con attualizzazione del reddito futuro). Tale ultima variante è preferita in molti casi in quanto la determinazione del valore aziendale basata su una durata temporale illimitata (rendita perpetua), comporta molte incertezze sulla reale fattibilità legata al raggiungimento dei risultati in un futuro così lontano. Nella pratica si tratta di sostituire il tasso “i” con la rendita attualizzata per un dato tasso “i” per una durata temporale certa.

$$W = R * a_n^i$$

Il metodo reddituale, pur trovando un limite nell’aleatorietà delle stime sulle capacità reddituali dell’impresa, è indispensabile ad integrazione e confronto di stime effettuate con altri metodi, che spesso attribuiscono, ingiustificatamente, maggior rilievo al capitale investito piuttosto che alle capacità reddituali future di quel medesimo capitale.

2.1.3. Metodo misto patrimoniale e reddituale

Dall’unione dei metodi patrimoniale e reddituale scaturisce il metodo misto, secondo il quale il valore dell’azienda è pari alla somma della consistenza patrimoniale, riportata a valore corrente, e della capacità reddituale propria del complesso aziendale.

La stima sarà idonea, pertanto, a riflettere gli elementi di obiettività e verificabilità propri dell’analisi patrimoniale (valutazione dell’attivo, ivi compresi i beni ed i diritti, al netto dei capitali dei terzi investiti in azienda), senza tuttavia trascurare le attese reddituali, concettualmente più rappresentative del valore economico dell’azienda. Il metodo prevede, in concreto, la determinazione del valore del patrimonio netto rettificato della società, mediante la verifica della consistenza delle attività investite in azienda, al netto delle corrispondenti passività, a cui si aggiunge l’avviamento, che rettificcherà in aumento (*goodwill*) o in diminuzione (*badwill*), il predetto valore patrimoniale.

L’avviamento rappresenta, in sostanza, la capacità che viene riconosciuta all’azienda di generare redditi futuri in grado di remunerare il capitale investito in misura maggiore (o minore) rispetto al rendimento offerto da investimenti alternativi.

La formula utilizzata per la valutazione è la seguente:

- capitalizzazione limitata del sovrareddito

$$W = K + (R - i K) a_{n-i}$$

W = valore del capitale economico dell’azienda;

K = valore patrimoniale (patrimonio netto rettificato);

i = tasso di remunerazione normale del capitale;

R = reddito medio normalizzato prospettico (determinato come indicato al punto precedente);

a_{n-i} = fattore di attualizzazione per il calcolo di una rendita della durata di n anni al tasso i’;

n = numero di anni per i quali è stimato il sovrareddito;

i' = tasso di attualizzazione.

2.1.4. Metodo finanziario

La valutazione d'azienda con il metodo finanziario ha il vantaggio di rispecchiare la logica di un ipotetico investitore che a fronte di un immediato esborso si attenda una serie di flussi di cassa futuri.

Il metodo finanziario del c.d. "Discounted Cash Flow" o "DCF" stima il valore dell'azienda sulla base dell'attualizzazione dei flussi di cassa attesi dall'investimento e dell'attualizzazione del valore residuo aziendale.

Le valutazioni basate sull'attualizzazione dei flussi monetari, messi a disposizione dall'azienda (o dal ramo aziendale) oggetto di stima, comprendono il metodo Discounted Cash Flow (DCF), nelle varianti asset side o equity side, e il Dividend Discount Model (DDM).

Tali valutazioni si fondano sulla corretta individuazione, per l'esperto, dei flussi di cassa, sia nella fase evolutiva che nella fase di stabilizzazione attesa per il lungo periodo. L'individuazione dei flussi da trattare necessita della disponibilità di un piano aziendale, normalmente elaborato dal management dell'azienda da valutare, dal quale il perito recepisce le ipotesi di base e le migliori stime.

2.1.5. Metodo di valutazione del "prezzi probabili": il metodo di valutazione dei multipli dell'EBITDA

Una serie di metodi affronta il problema della valutazione dell'impresa da un angolo visuale completamente diverso rispetto ai tradizionali metodi di valutazione; essi non si basano infatti su formule valutative razionalmente costruite, ma deducono il valore direttamente da osservazioni di mercato, basandosi su prezzi fatti nelle negoziazioni borsistiche e di quote di controllo (o comunque di rilievo) dei capitali d'impresa, con tecniche più o meno elaborate.

Tra i metodi appartenenti a questa tipologia di criteri, frequentemente usato è il metodo dei multipli dell'*EBITDA* o dell'*EBIT*.

L'idea che ispira il metodo dei moltiplicatori si fonda sulla determinazione del prezzo più probabile per un'azienda non quotata, prendendo come riferimento un campione di società quotate, operanti nello stesso settore, giudicate "omogenee". Il punto di forza di una valutazione di questo tipo è rappresentato dal fatto che i prezzi di mercato che si formano nelle borse valori su società quotate sono il risultato delle negoziazioni di un grande numero di compratori e venditori, cioè sono prezzi rappresentativi.

La tecnica di calcolo si sviluppa come di seguito:

assunto per un campione di società i cui prezzi sono noti (P), una variabile esplicativa (X) (di solito è una misura di performance), che si giudica strettamente legata al suo valore, donde il rapporto P / X , si ipotizza che tale relazione valga anche per la società "1" da valutare, per la

quale è nota la grandezza della variabile di riferimento X1. Si ipotizza pertanto:

$$P / X = P 1 / X 1$$

così che il valore ricercato P1 sarà:

$$P 1 = X 1 * P / X$$

Le tipiche performance considerate nell'esperienza internazionale sono: l'utile netto E; l'utile prima di interessi passivi e imposte (*EBIT*); l'utile prima di interessi passivi, imposte e ammortamenti su beni materiali e immateriali (*EBITDA*) e similmente in Italia il MOL, margine operativo lordo, cioè prima di ammortamenti, oneri e proventi finanziari, oneri e proventi straordinari, imposte; il flusso di cassa liberato; le vendite (V).

3. CRITERI DI VALUTAZIONE ADOTTATI

Precedentemente al fallimento (intervenuto, come già specificato, il 9 dicembre 2020) la fallita ha concesso in affitto l'azienda (come da contratto a rogito Notaio Alessandra Redaelli di Milano a repertorio 4790/2697 del 26 maggio 2017) alla STAMPERIE GARNERI S.R.L.¹, appositamente costituita.

L'affitto riguarda il complesso della totalità dell'"azienda" detenuta dalla GARNERI STAMPERIE S.R.L. avente oggetto l'attività di *stampaggio e lavorazione dei metalli e leghe speciali, nonché la progettazione e realizzazione di macchine, attrezzature, stampi ed altri accessori per lo stampaggio*; il contratto prevedeva il passaggio da parte della concedente del personale dipendente, dei beni quali attrezzature e macchinari, dei contratti onerosi e gratuiti stipulati per l'esercizio dell'attività di impresa, degli ordini ricevuti dai clienti, dei certificati ISO, del marchio distintivo "GL Garneri", dei disegni, progetti, Know-how, ulteriori marchi e ogni altra proprietà immateriale attinenti all'azienda, nonché dei crediti correnti e debiti correnti (ad esclusione di quelli bancari e finanziari in genere).

A seguito dell'accordo, stipulato il 2 aprile 2021 tra il Curatore e l'affittuaria, il termine di recesso dal contratto di affitto d'azienda previsto ai sensi dell'art. 79 L.F., è stato posticipato al 31 maggio 2021, sicché ad oggi l'azienda è ancora condotta da STAMPERIE GARNERI S.R.L.. La Curatela riferisce inoltre che al fine di consentire l'ordinato svolgimento del primo esperimento d'asta per la cessione dell'azienda, è in corso il perfezionamento dell'ulteriore proroga al 20.06.2021 del suddetto termine.

Pertanto l'azienda della società GARNERI STAMPERIE S.R.L. è rappresentativa di un complesso di beni organizzato atto ad esercitare un'attività e a produrre reddito.

¹ Società costituita in data 21.04.2017, con sede in Lumezzane (BS) Via Mainone n. 56/F, iscritta presso il Registro delle Imprese di Brescia al n. 039071030987 – REA BS572904, capitale sociale di Euro 50.000,00 interamente versato e di proprietà Elisa Pasinetti - quota di Euro 30.000,00 (60%) e Laura Mori - quota di Euro 20.000,00 (40%). L'amministrazione è affidata all'amministratore unico Sig. Francesco Pasinetti.

In siffatta ipotesi il sottoscritto ritiene che il **metodo misto patrimoniale – reddituale**, con stima autonoma dell'Avviamento, il più utilizzato e il più consigliato dalla dottrina, sia in effetti il più calzante perché coniuga in modo equilibrato una valutazione patrimoniale (rilevante nel caso di specie) con una valutazione di tipo reddituale, contemperando la necessità dell'azienda di generare un flusso di reddito adeguato alla remunerazione del capitale con la considerazione del valore funzionale del complesso organizzato di beni che costituisce l'azienda stessa.

Tale metodo si fonda sul principio che l'azienda vale essenzialmente per quanto è capace di fruttare in termini di ricchezza futura senza comunque svilire il valore della base patrimoniale. La capacità dell'azienda di produrre ricchezza è calcolata mediante il confronto del risultato economico prospettico e il rendimento medio del capitale investito.

L'effettivo valore da attribuire deve avere come riferimento la data ragionevolmente più prossima rispetto alla data di redazione della presente perizia, in modo da fotografare l'azienda ai valori più attuali possibili.

Sotto il profilo tecnico, operando comunque in un'ottica di prudenza, si procederà pertanto:

- ad una valutazione patrimoniale analitica utilizzando il metodo patrimoniale semplice (anche in considerazione della assenza di rilevanti beni immateriali);
- ad una verifica reddituale mirata a verificare la possibile esistenza e quantificazione di un avviamento (positivo) aziendale;
- alla verifica e ricomposizioni dei valori ottenuti con il metodo misto patrimoniale – reddituale.

In particolare, per il corretto espletamento dell'incarico il sottoscritto ha individuato i beni patrimoniali e, al fine di determinare l'eventuale avviamento e l'effettivo valore dell'azienda, i bilanci e dati contabili dell'affittuaria STAMPERIE GARNERI S.R.L.

I beni mobili costituenti l'azienda sono stati oggetto di valutazione da parte dell'ingegner Giuseppe Stefana, che ha provveduto a stilare una apposita perizia dettagliata².

Con riferimento ai valori reddituali dell'affittuaria, sono stati analizzati i bilanci (approvati e depositati) relativi all'esercizio 2018 e 2019, e la situazione contabile definitiva del bilancio al 31/12/2020, messa a disposizione dall'organo amministrativo.

4. DETERMINAZIONE DEL VALORE DELL'AZIENDA

4.1. La valutazione patrimoniale analitica

Di seguito si riporta la situazione patrimoniale della GARNERI STAMEPRIE S.R.L. alla data del fallimento (09.12.2020):

² Si ricorda che nella valutazione dell'azienda non sono ricompresi l'immobile ove veniva svolta (e tutt'ora viene svolta dall'affittuaria) l'attività, sito in Lumezzane identificato catastalmente ai fogli LSS/13 part. 599 sub 8 e 9, foglio NCT/33 part. 172 sub. 5, 6, 7, 8 e le rimanenze di magazzino.

(valori espressi in euro)

Attivo	
descrizione	09/12/2020
Immobilizzazioni nette	
Imm.immateriali	56.057
Imm.materiali	3.319.731
Imm.finanziarie	250
Attivo circolante	
Crediti	734.751
Disponibilità liquide	(244)
Totale	4.110.554
Passivo	
descrizione	09/12/2020
Patrimonio netto	
Capitale sociale	100.000
Riserve	210.537
Utili/(Perdite) portati a nuovo	(3.147.976)
Utile/(Perdita) di periodo	40.527
Fondi per rischi e oneri	1.261.966
Fondo TFR	236.825
Debiti	5.315.489
Ratei e risconti	93.186
Totale	4.110.554

Come in precedenza precisato, i beni immobili, le immobilizzazioni finanziarie e i crediti rimangono in carico alla procedura fallimentare e, pertanto, non verranno valutate, così come i debiti sociali³. Verranno quindi valorizzate unicamente le poste patrimoniali “trasferibili” elencate nella perizia di stima dell’ing. Giuseppe Stefana in ipotesi di continuità aziendale, che comprendono, come detto, anche i beni di terzi⁴.

In sintesi l’ing. Stefana ha suddiviso la propria perizia ed ha valorizzato i beni oggetto di azienda come di seguito riepilogato:

Beni di proprietà

(valori espressi in euro)

Beni di proprietà (da punto 1 a 8 di stima)	
descrizione	importo di stima

³ Tali debiti sono maturati prima della dichiarazione di fallimento e, pertanto, saranno oggetto di presumibile insinuazione al passivo da parte dei creditori e rimarranno in capo alla procedura concorsuale.

⁴ Trattasi di parte dei beni di proprietà della Stamperie Garneri Srl che, come riferito dal Curatore, saranno oggetto di accordo di acquisto da parte della concedente (si veda par. 1.1) in quanto funzionali per l’azienda. Non sono stati considerati i beni in leasing in quanto risolti nel marzo 2019 ed oggetto di rivendica da parte delle relative società proprietarie, per come riferito dal Curatore.

Reparto stampaggio a caldo (punto 1 elenco di stima)	576.600
Reparto segatrici (punto 2 elenco di stima)	135.690
Reparto tranciatura (punto 3 elenco di stima)	103.670
Reparto attrezzeria meccanica (punto 4 elenco di stima)	88.000
Macchina presso terzi - rottame (punto 5 elenco di stima)	400
Uffici e macchine elettroniche (punto 6 elenco di stima)	9.300
Lotto beni vari (punto 7 di stima)	17.420
Mezzi di trasporto e sollevamento interni (punto 8 di stima)	37.000
Totale	968.080

Stampi

(valori espressi in euro)

Stampi (punto 9 di stima)	
descrizione	importo di stima
Stampi valutati come rottame	22.500
Stampi valutati in uso	642.600
Totale	665.100

Beni di terzi

(valori espressi in euro)

Beni di terzi (punto 10 di stima)	
descrizione	importo di stima
Beni di terzi retrocessi senza corrispettivo (punto 10.1 di stima)	-
Beni di terzi retrocessi con corrispettivo (punto 10.2 di stima)	126.125
Totale	126.125

Complessivamente il valore attribuito dall'esperto ai beni patrimoniali ammonta ad Euro 1.759.305,00.

Lo scrivente perito, pur condividendo astrattamente le stime effettuate dall'ing. Stefana, ritiene tuttavia che il loro valore debba, nel caso di specie, essere rettificato, e ciò in ragione delle seguenti considerazioni:

1. la finalità della presente perizia è quella di stabilire il più congruo valore dell'azienda in ottica di liquidazione nella relativa procedura concorsuale: come noto le vendite forzose scontano (quasi) inevitabilmente una riduzione del valore (in tesi determinato in ipotesi di continuità), dovuto ai possibili maggiori oneri e incombenze rispetto ad una trattativa privata in condizioni di libero mercato;
2. l'ing. Stefana, in riferimento alla valutazione degli stampi di proprietà precisa che "... trattandosi di beni espressamente realizzati per la produzione di pezzi di terzi, è di fondamentale importanza sottolineare che la suddetta stima è basata sull'ipotesi che gli

stampi vengano utilizzati per la produzione. Diversamente, in caso di inutilizzo, la valutazione degli stampi si riduce al valore di mercato come rottame ferroso, stimabile in circa 23.000,00€”;

Ebbene, è ragionevole ritenere che la nuova proprietà, pur in ipotesi di continuità dell’attività, sconterebbe, per svariati motivi, una fisiologica perdita in termini di clientela, che renderebbe inutilizzabile buona parte degli stampi creati sulle esigenze della stessa, riducendoli a valore di rottame;

3. è altresì ragionevole ritenere, data l’ingente mole di beni, che il possibile acquirente - verosimilmente già operante nel settore - non sia interessato, per diverse politiche di efficientamento, alla totalità dei beni dell’azienda ed al relativo utilizzo nell’intera fase produttiva, che rende meno appetibile il valore attribuito a tutto il complesso a valore di continuità;
4. il mercato economico in generale (e quello di riferimento dell’impresa in oggetto) ha subito una forte contrazione a causa della pandemia COVID 19, che ha generato una situazione di instabilità ed incertezza per i possibili investitori e imprenditori;
5. da ultimo, l’imminente risoluzione del contratto d’affitto di azienda comporta la necessità per la Procedura fallimentare di alienare l’azienda (nel suo complesso) in tempi ristretti, anche al fine di preservarne il maggior valore possibile e l’attuale livello occupazionale.

Per tutto quanto sopra esposto il sottoscritto ritiene di attribuire al complesso dei beni patrimoniali - tra i quali si intendono ricompresi anche gli eventuali *assets* immateriali quali ad esempio il marchio registrato “GL Garneri⁵”, eventuali disegni, progetti, Know how e certificati ISO, in quanto specificamente collegati ai beni sopra descritti - i seguenti valori:

(valori espressi in euro)

descrizione	importo stimato	svalutazione %	importo finale
Beni di proprietà (punti da 1 a 8 di stima)	968.080	35%	629.252
Stampi valutati come rottame (punto 9 di stima)	22.500	100% ⁶	-
Stampi valutati in uso (punto 9 di stima)	642.600	50%	321.300
Beni di terzi (punto 10.2 di stima)	126.125	35%	81.981
Totale	1.752.305		1.032.533

Il valore del patrimonio netto rettificato è pertanto pari ad Euro 1.032.000,00 (arrotondato).

⁵ Marchio registrato in data 15.10.2012, validità registrazione sino al 16.05.2022.

⁶ Si ritiene di svalutare integralmente il ridotto valore dei beni a rottame e in quanto riferiti a beni non utilizzabili.

4.2. Valutazione dell'avviamento

La valutazione del capitale economico con il metodo misto patrimoniale - reddituale, richiede la definizione degli ulteriori parametri di stima attraverso i quali giungere al *Goodwill* o *Badwill* attribuibile all'azienda medesima.

Al fine di poter applicare il metodo di valutazione risulta preliminarmente necessario valutare i redditi che prevedibilmente l'azienda sarà in grado di produrre in futuro, attraverso il processo di normalizzazione del reddito (come descritto al paragrafo 2).

Trattandosi poi di una "stima", la metodologia valutativa in commento stabilisce che è sufficiente considerare un ammontare medio dei redditi attesi, non potendo evidentemente prevedere con sistematica certezza la misura degli stessi per ciascun anno. Si tratta, in altre parole, di dover quantificare il cosiddetto reddito medio-normale prospettico, che dovrebbe esprimere la normale capacità reddituale dell'azienda e, benché siano diverse le teorie enunciate per determinare il suddetto reddito, i metodi più utilizzati nella prassi e dalla dottrina sono:

- il *metodo dei risultati storici*, secondo il quale il punto di riferimento per la redditività attesa sono i risultati economici medi "normalizzati" realizzati nel recente passato;
- il *metodo della proiezione dei risultati storici*, secondo il quale il punto di riferimento per la redditività attesa sono i risultati storici "normalizzati", da proiettarsi però su un orizzonte temporale futuro, considerando anche le programmate politiche aziendali, i prezzi attesi, l'andamento del mercato ecc.

Il processo di "normalizzazione" dei risultati "storici" è finalizzato ad individuare la reale e stabile capacità reddituale dell'azienda. Lo scopo del procedimento è quindi quello di "rettificare" i componenti economici del risultato della gestione al fine di isolare il cosiddetto "reddito normale", ossia quel risultato economico che l'azienda riesce a esprimere stabilmente nel tempo, con un orizzonte temporale ragionevole, per il tipo di azienda e per il settore di appartenenza. In sostanza, i risultati economici storici divengono solo il punto di partenza per la previsione futura, dovendo rettificare tutti gli elementi reddituali di carattere straordinario, ovvero generati da mere "politiche di bilancio", con l'obiettivo di pervenire a risultati considerabili come ragionevolmente "normali" e destinati a perdurare nel tempo. È evidente poi che una stima ragionevole dei redditi attesi dovrebbe necessariamente effettuarsi volgendo lo sguardo verso il futuro dell'azienda, ossia considerando, per esempio, le programmate politiche aziendali e il tendenziale andamento del mercato (domanda, offerta, prezzi, concorrenza ecc.).

Nel caso di specie, quale base di partenza per la corretta definizione del reddito medio atteso, si è ricorsi all'*EBITDA* (*Earning Before Interest Taxes Depreciation and Amortization*), considerato quale parametro (più) rappresentativo del flusso di reddito generato (e generabile) della (sola) gestione operativa dell'azienda in esame, poiché al netto delle partite straordinarie,

dell'influsso derivante dall'area finanziaria e delle politiche di investimento (ammortamenti e svalutazioni)⁷.

Per la determinazione dell'EBTIDA sono stati utilizzati preliminarmente i risultati economici conseguiti negli esercizi 2018, 2019 e 2020⁸ dell'azienda concessa in affitto.

Oltre alla neutralizzazione dei costi e ricavi della gestione straordinaria, finanziaria e fiscale il sottoscritto ha operato alcune ulteriori rettifiche nella gestione caratteristica, in modo da uniformare il valore reddituale del parametro di riferimento ad un rendimento normale.

In particolare il sottoscritto ha ritenuto di rettificare - in quanto straordinarie - le seguenti voci contabili:

Altri ricavi e proventi

Sono stati stornati i contributi ricevuti nel 2018, 2019 e 2020 per le attività di ricerca e sviluppo⁹.

Spese legali e compensi professionali

Nel bilancio al 31.12.2020 sono state eliminate le spese, corrisposte a professionisti, per pratiche di carattere straordinario, rispetto agli abituali costi aziendali, relative a consulenze in materia contrattuale e consulenza strategica.

Canone locazione azienda

È stato azzerato, per tutti i periodi oggetto di analisi, il valore di costo relativo al canone di affitto del ramo d'azienda, da non considerarsi per la finalità specifica del presente elaborato.

Canoni di leasing

Nel 2019 e nel 2020 la società ha utilizzato alcuni beni a tempo pieno nel processo produttivo, senza imputare alcun costo, inerenti a beni precedentemente detenuti in leasing, i cui contratti sono stati risolti nel 2019 da parte della concedente¹⁰. Si ritiene corretto considerare un costo - assimilabile ad un costo di noleggio - per l'utilizzo dei beni di terzi (quantificato in un corrispettivo pari circa ai canoni precedenti).

Altri oneri di gestione

Nel bilancio contabile dell'anno 2020 la voce in esame ricomprende una *sopravvenienza*

⁷ E ciò anche in considerazione del fatto che la Pandemia COVID-19 ha comportato un rilevante impatto economico – finanziario nel 2020 (ed incertezza per gli anni successivi): a fronte di ciò sono state emanate misure di agevolazioni a sostegno delle imprese (ristori, finanziamenti, moratorie) e di contenimento degli effetti, anche in termini di redazione del bilancio (sospensione ammortamenti).

⁸ Il sottoscritto ha effettuato alcune verifiche e controlli a campione sulla situazione contabile al 31.12.2020 (bilancio non ancora depositato) procedendo anche all'analisi della situazione contabile intermedia, fornita dall'amministratore, riferita alla data del 31/03/2021 (portafoglio ordini, verifica del fatturato nelle settimane successive al 31/03/2021) in modo da attualizzare il più possibile la data di stima e confermare le stime raggiunte.

⁹ E ciò anche in considerazione del PVC del 27.07.2020 emesso dall'Agenzia delle Entrate in cui si contestano, per l'anno 2017, i costi sostenuti per l'agevolazione richiesta. Sono stati azzerati gli accantonamenti appostati nel 2019 e nel 2020 relativi ai fondi per possibili costi a seguito di atti di accertamento di anni precedenti e inerenti alla voce "contribuiti di ricerca e sviluppo".

¹⁰ Trattasi di due forni automatici a spinta mod. IGQ 3600/3Z/4G/AL60 e mod. SQ 240/2Z/4G/AS.50 e una stampatrice Hydromec tipo HF 4500 C/D a ciclo continuo per stampaggio in piano e forato completa di accessori. A seguito della risoluzione del contratto (per morosità) i beni non possono essere oggetto di riscatto ed entrare a far parte dei beni di proprietà dell'azienda.

passiva relativa a una rettifica contabile straordinaria di immobilizzazioni materiali di anni precedenti.

4.2.1. Reddito medio normalizzato atteso

Per la determinazione finale del reddito medio normalizzato atteso si è infine proceduto a rapportare l'*EBITDA* al valore della produzione, determinando così il margine (incidenza) per ogni anno.

La media di tale margine è infine stata applicata ai ricavi tipici di ogni periodo analizzato.

Il tutto come di seguito riepilogato:

(valori espressi in euro)

descrizione	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Ricavi tipici	5.486.488	4.567.778	3.630.474
Altri ricavi	117.698	64.694	47.568
<i>Rettifica contributi R&S</i>	(73.772)	(4.844)	(34.894)
Ricavi tipici	5.530.415	4.627.628	3.643.149
Costi tipici	(2.066.926)	(1.268.737)	(1.270.778)
Variazione delle rimanenze	(48.324)	(174.624)	(13.625)
I margine	3.415.164	3.184.267	2.358.746
Costo del personale	(1.577.618)	(1.483.281)	(1.215.591)
II margine	1.837.547	1.700.986	1.143.154
Costi per servizi	(1.468.344)	(1.378.301)	(1.024.268)
<i>Rettifica spese legali</i>	-	-	48.300
<i>Rettifica compensi professionali</i>	-	-	26.519
Fitti e locazioni	(259.519)	(159.674)	(162.065)
<i>Rettifica canone affitto azienda</i>	60.880	55.405	50.000
<i>Rettifica canoni leasing</i>	-	(95.000)	(95.000)
Oneri diversi di gestione	(5.023)	(4.956)	(25.340)
<i>Rettifica sopravv.passive</i>	-	-	21.401
EBITDA	165.541	118.460	(17.299)
Ricavi tipici	5.530.415	4.627.628	3.643.149
Incidenza % EBITDA	2,99%	2,56%	(0,47%)
INCIDENZA MEDIA	1,85%		
Reddito netto rettificato*	102.370	85.659	67.436
REDDITO MEDIO NORMALIZZATO ATTESO	85.155		

* ricavi tipici x incidenza media

Nel calcolo dell'incidenza media della percentuale, il margine EBITDA negativo (-0,47%) dell'anno 2020, è stato considerato pari a zero¹¹, per effetto delle distorsioni e anomalie sui

¹¹ Il calcolo dell'incidenza media pertanto scaturisce dalla formula: (2,99%+2,56%+0%)/3.

risultati di esercizio dovute agli effetti del COVID 19.

Il reddito medio normalizzato atteso, come ricavato dai risultati sopra esposti, ammonta ad Euro 85.000,00 (arrotondato).

4.3 Il tasso di rendimento del capitale netto: i

Il tasso di interesse “ i ”, applicato al patrimonio netto rettificato (R- iK) ha la funzione di contribuire alla determinazione del sovrareddito generato dalla gestione aziendale.

A tal fine il reddito medio generato dal complesso aziendale deve essere confrontato con una misura di rendimento del capitale investito ritenuta soddisfacente tenuto conto del grado di rischio dell’azienda.

Nella prassi e nella dottrina valutativa si adottano configurazioni di “i”, tra loro notevolmente differenti. Nella presente valutazione viene utilizzato il modello CAPM che consente di determinare un tasso equivalente al potenziale rendimento offerto da investimenti alternativi, a parità di rischio, sintetizzato nella seguente formula:

$$i = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

dove:

- il tasso *risk free* (Rf), ossia il tasso di rendimento privo di rischio, viene considerato pari al tasso medio ponderato di interesse dei titoli di Stato calcolato sulla base dei redditi lordi all’emissione dei titoli emessi nel singolo anno. Detto tasso è rilevato dagli analisti ed è disponibile presso sito internet del Ministero dell’Economia e delle Finanze, Dipartimento del Tesoro. Valore medio nel 2020 pari allo 0,59%¹²;

- β è una misura del rischio sistematico, relativo all’investimento in quella specifica azienda. Data l’improbabile assimilazione ed accostamento ad altre realtà del settore¹³, nel caso in esame viene assunto un valore pari ad “1”;

- (Rm-Rf) rappresenta il maggior rischio del mercato azionario (italiano) rispetto ad investimenti privi di rischio, che risulta pari a 6,85 punti percentuali¹⁴;

Il tasso determinato secondo il modello del CAPM è pertanto pari a:

$$i = R_f + \beta \times (R_m - R_f) = 0,59\% + 1 \times 6,85\% = 7,44\%$$

4.4 Il tasso di attualizzazione: i'

Il tasso di attualizzazione adottato nel caso in esame, la cui funzione è quella di semplice omogeneizzazione finanziaria dei flussi economici (sovraredditi) distribuiti nell’arco di una pluralità di esercizi, è stato identificato nel tasso *risk free* (tasso medio ponderato di interesse

¹² http://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/dati_statistici/principali_tassi_di_interesse/ del 11.05.2021.

¹³ Sul sito del prof. Aswath Damodaran, (professore di Finanza presso la Stern School of Business della New York University ed autore di numerose pubblicazioni in tema di valutazione aziendale) il più recente Western Europe “average levered Beta” del settore “Machinery” è pari ad 1,04 (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>).

¹⁴ Dato reperito il 12.05.2021 sul sito del prof. Aswath Damodaran – vedi nota 12.

dei titoli di Stato calcolato sulla base dei reddimenti lordi all'emissione dei titoli emessi nel singolo anno) pari a 0,59%.

4.5 Il periodo di riferimento: n

Ai fini della presente valutazione l'attualizzazione dei redditi futuri è effettuata per un periodo limitato di anni, in ragione della fisiologica indeterminatezza della redditività aziendale, se valutata lungo un periodo di tempo illimitato. Ciò conduce ad adottare un atteggiamento prudentiale nella stima dell'avviamento che, nel caso in esame, anche a causa degli effetti della pandemia già citata, si è ritenuto opportuno definire il periodo di riferimento nella misura di tre anni.

4.6 Determinazione del valore del capitale economico

Una volta valutate e stimate le singole componenti del processo di quantificazione del capitale economico si è in grado di determinare il suo valore, utilizzando la formula sopra richiamata:

$$W = K + (R - iK) \times a_{\overline{n}|i}$$

Nello specifico le variabili sono le seguenti:

K = patrimonio netto rettificato - pari ad euro 1.032.000,00;

R = reddito medio-normale atteso - pari ad euro 85.000,00;

i = tasso di normale di rendimento del capitale: 7,44%;

$a_{\overline{n}|i}$ = valore attuale della rendita unitaria annuale posticipata per "n" anni al tasso "i":

i' (tasso di attualizzazione del sovrareddito): 0,59%; n (durata dell'orizzonte temporale): 3 anni - pari a 2,9649

$$W = 1.032.000 + (85.000 - 1.0320.00 \times 7,44\%) \times 2,9649$$

$$W = 1.032.000 + 24.369,48$$

$$W = 1.059.369,48$$

Tale valore, arrotondato ad euro 1.060.000,00 (unmilionesessantamila,00), è suscettibile di ulteriore riduzione, per quanto già descritto in precedenza al paragrafo 3, ed in particolare in caso di necessità per la Procedura di operare una vendita dell'azienda in tempi ristretti.

5. VALORE DELL'AZIENDA

Alla luce delle precedenti considerazioni che hanno illustrato i criteri di svolgimento della valutazione si può affermare che il valore di stima dell'azienda in esame è pari ad euro 1.060.000,00.

Brescia 12 maggio 2021

Dott. Mauro Bonera

