

RELAZIONE DI STIMA

PREMESSA

Il sottoscritto dott. Maurizio Barbieri, con studio in Brescia, via G. Da Salò 42, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti della Provincia di Brescia, ha ricevuto incarico dal fallimento n. 98/09 Henriette Confezioni spa, corrente in Castenedolo, via Brescia 1, in persona del curatore rag. Giovanna Lombardi, di procedere alla valutazione del valore complessivo dell'azienda gestita dalla fallita società, costituita dai beni materiali ed immateriali più avanti descritti.

In adempimento dell'incarico ricevuto ha esperito le necessarie verifiche e dopo aver assunto le opportune informazioni, praticando ogni riscontro contabile ed amministrativo, onde procedere allo svolgimento dell'incarico ricevuto, presenta il seguente elaborato di stima.

STORIA DELLA SOCIETA' ED ATTIVITA' SVOLTA

Si ritiene di seguito di illustrare sinteticamente l'attività svolta dalla fallita società ed alcune vicende relative al periodo recente, con particolare riguardo ai risultati economici conseguiti, al fine di motivare le valutazioni svolte e le scelte metodologiche effettuate, con particolare riguardo alla valutazione di un eventuale avviamento positivo o negativo.

La società è stata costituita nell'anno 1969; si tratta quindi di un'azienda storica che ha operato per lungo tempo nel settore della moda. L'oggetto sociale riguardava "...l'esercizio dell'attività di creazione, produzione e commercio, sia all'ingrosso che al dettaglio, di prodotti di abbigliamento.".

L'attività negli ultimi anni è stata svolta nell'immobile industriale di Castenedolo, via Brescia 1, impiegando oltre 60 dipendenti.

La qualità dei prodotti realizzati ha permesso alla società di affermarsi con successo sia sul mercato interno che sul quello estero.

I risultati economici/patrimoniali e finanziari vengono riassunti negli allegati prospetti, in quali evidenziano quanto segue:

[illegible][illegible][illegible]

[REDACTED]



DOCUMENTAZIONE ESAMINATA

Il sottoscritto ha esaminato la documentazione sociale/contabile, con particolare riferimento agli ultimi tre esercizi, nonché la situazione patrimoniale alla data di fallimento riportata in allegato. Ha inoltre preso visione delle perizie redatte dal geom. Fiorenzo Caini relativamente agli immobili, dall'ing. Mario Biserni per i beni mobili, dal sig. Carlo Ghirardi per il sistema informatico.

METODOLOGIA UTILIZZATA

Oggetto della presente valutazione è il valore attuale dell'azienda gestita da Henriette spa ante fallimento, così come definita dall'art. 2555 del Codice Civile, ovverossia il complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per lo svolgimento dell'attività d'impresa. L'azienda comprende quindi, secondo tale definizione, beni materiali e beni immateriali, nonché rapporti giuridici, cioè contratti, debiti e crediti. Nel caso specifico, essendo la società fallita, se non diversamente specificato, i crediti ed i debiti relativi all'azienda non sono oggetto di cessione, e pertanto vengono esclusi dalla presente valutazione. Discorso analogo vale per contratti, in quanto potranno essere eventualmente trasferiti quelli non ancora risolti dalle parti a seguito del fallimento. Aspetto particolarmente rilevante ai fini della valutazione, che pertanto verrà di seguito analizzato, è il trasferimento dei contratti di lavoro dipendente in essere. La cessione dell'azienda comporterà infatti anche il trasferimento di detti rapporti, ed eventuali modifiche e/o riduzioni del personale saranno verosimilmente subordinate ad un eventuale accordo sindacale, che allo stato attuale non risulta concluso. Le capacità produttive, gestionali, organizzative acquisite dal personale dipendente nel corso degli anni rappresentano senz'altro una risorsa immateriale di indubbio valore per l'azienda. D'altro canto, il subentro in tutti i contratti in essere comporterà un notevole impegno finanziario e organizzativo per l'eventuale acquirente dell'azienda. Ai fini della presente valutazione vengono comunque escluse tutte le eventuali passività connesse ai rapporti di lavoro (TFR, indennità maturate, stipendi arretrati, etc.). Nel caso in cui

l'acquirente si accollasse detti oneri, il loro importo andrà detratto dal valore dell'azienda successivamente quantificato.

Ciò premesso, si ritiene di esporre un breve riassunto dei metodi elaborati dalla teoria aziendale nel corso degli anni per le valutazioni d'azienda al fine di permettere di comprendere le scelte valutative di seguito esposte.

Per ogni metodo verranno evidenziati pregi e difetti, precisando che non è possibile determinare a priori una metodologia che risulti preferibile alle altre. La scelta, operata dallo stimatore, risulta condizionata da molteplici fattori e necessita sempre di un'attenta conoscenza di tutti gli aspetti della specifica azienda oggetto di valutazione e pertanto delle sue peculiarità. A titoli esemplificativo, la scelta può verosimilmente essere condizionata dal settore e all'ambiente in cui l'azienda opera, dalle dimensioni, dal grado di tecnologia dei propri prodotti in riferimento al mercato in cui opera, dall'organizzazione della contabilità, dagli investimenti in ricerca, dall'attendibilità della programmazione e dalla sostenibilità dei risultati previsti nei business plan. Nel caso specifico oggetto della presente valutazione gli elementi determinanti ai fini della valutazione sono rappresentati dalla crisi settoriale, dai risultati economici negativi degli ultimi anni, e soprattutto dallo stato di fallimento nel quale versa attualmente la società.

Le modalità ed i criteri seguiti sono diversi a seconda delle finalità che si perseguono. In particolare:

- se lo scopo è quello di determinare il valore di un'azienda durante la sua ordinaria vita, la valutazione andrà effettuata nell'ottica della continuazione dell'attività (criterio di funzionamento);
- se lo scopo valutativo è quello di determinare il valore dell'azienda che deve essere cessata, la valutazione andrà effettuata nell'ottica del realizzo dei beni di cui si compone la stessa azienda (criterio di liquidazione);
- se lo scopo è quello di determinare il valore di un'azienda che sta per essere ceduta, la valutazione dovrà tenere conto anche di elementi che normalmente non toccano il

soggetto economico (per tutti, i redditi prospettici) e andrà effettuata nell'ottica della continuazione dell'attività (criterio di funzionamento).

Quando si deve valutare l'azienda, non è quasi mai sufficiente valutare i singoli beni, in quanto occorre anche una valutazione dell'azienda intesa come entità, sulla base della sua capacità di produrre reddito (c.d. avviamento). L'avviamento si definisce come la capacità dell'azienda di conseguire redditi nel tempo.

La differenza tra un'azienda di nuova costituzione e un'azienda avviata è da ricercarsi proprio nella possibilità di produrre risultati economici in conseguenza della collaudata organizzazione dei fattori della produzione nell'azienda stessa. L'azienda bene avviata, dunque, fa leva su un aggregato di condizioni immateriali favorevoli che le danno maggiore attitudine a raggiungere i propri obiettivi ed a produrre utili. Di conseguenza, chi acquista un'azienda funzionante riconosce al cedente un valore di avviamento, che per l'acquirente altro non è se non il prezzo da pagare per evitare i rischi di insuccesso legati alla attività nuova, e il sostenimento dei costi di impianto.

L'avviamento può essere positivo (c.d. goodwill) o negativo (badwill). L'avviamento positivo può essere definito quantitativamente come la differenza, a una certa data, tra il valore globale dell'azienda e la sommatoria algebrica dei valori correnti (attivi e passivi) che compongono il capitale aziendale.

L'avviamento può essere negativo se il risultato reddituale è inferiore al risultato patrimoniale.

Quantitativamente, corrisponde alla diminuzione di valore del patrimonio di un'azienda che è in perdita, un valore che è inferiore al suo capitale economico. Il badwill rappresenta dunque un complesso funzionante che, in termini di efficienza, ha un valore inferiore ai valori che lo compongono.

Di seguito vengono illustrate le caratteristiche salienti dei diversi metodi di stima applicabili (tra i più utilizzati quelli patrimoniale, reddituale, misto, finanziario, empirico), al fine di permettere una valutazione delle scelte operate dal sottoscritto, di seguito illustrate nel paragrafo relativo alla valutazione, e valutarne la coerenza.

Metodo patrimoniale

Seguendo il metodo patrimoniale il valore dell'azienda viene espresso come funzione del suo patrimonio netto e quindi detraendo il valore delle passività da quello delle attività a loro volta integrate e rettificate. La differenza tra attivo rettificato e passivo rettificato determina il patrimonio netto rettificato.

A prescindere dalle diverse tipologie e "varianti" (a seconda ad esempio che siano o meno incorporati i valori dei beni immateriali), nella pratica, per giungere alla determinazione del patrimonio netto rettificato, si procede nel modo seguente:

- 1) si parte dalla situazione patrimoniale contabile dell'azienda, da cui discende proprio il patrimonio netto contabile;
- 2) si inseriscono i valori relativi ai cd. elementi immateriali, se non registrati;
- 3) si riesaminano tutti i valori dell'attivo e del passivo, espressi in termini contabili, al fine di assegnare loro un valore corrente, determinando così una serie di plusvalenze o minusvalenze.

Si tratta di un metodo di facile applicabilità, che al limite può richiedere il ricorso a competenze particolari in sede di valutazioni specifiche (ad es. per gli immobili), ma che ben difficilmente riesce a cogliere il dinamico evolversi dell'azienda.

Metodi reddituali

Se il complesso aziendale viene valutato secondo i metodi reddituali, l'elemento rilevante risiede unicamente nella capacità prospettica dell'impresa di produrre reddito. E' infatti partendo dal reddito, opportunamente capitalizzato, che si giunge alla formulazione di un valore complessivo.

Tale applicazione trova ragione d'essere nella convinzione secondo cui un'azienda vale se e in quanto produce reddito.

Al riguardo è necessaria la stima di tre elementi:

- il reddito medio prospettico;
- il tasso di attualizzazione;
- l'orizzonte temporale di riferimento.

Il reddito medio prospettico riflette le condizioni di redditività attesa dell'azienda: per la sua determinazione è necessaria non tanto l'analisi dei risultati economici passati, quanto soprattutto la stima dei risultati e le condizioni di operatività economica future. Non poche sono però al riguardo le difficoltà operative.

Si potrebbe infatti fare riferimento a una proiezione più o meno protratta nel tempo dei redditi; ancora, è da decidere se si intenda calcolare una media di tali redditi, ovvero fare un riferimento puntuale per ogni singolo reddito di periodo.

Poiché inoltre si tratta di valori stimati, occorre valutare la proiettabilità nel tempo dei risultati storici, pur riconoscendo che anche nei casi in cui l'azienda disponga di dettagliati piani previsionali con stima dei singoli redditi di periodo, tali risultati storici rappresentano sempre un elemento di riferimento, non fosse altro che per la relativa attendibilità dei redditi prospettici lontani nel tempo più di due o tre anni.

Da un punto di vista strettamente operativo, il reddito da considerare deve essere "normale" e "medio", che l'azienda è "stabilmente in grado di produrre", quindi non riferito a un solo o a più periodi nei quali comunque si siano realizzate condizioni di operatività eccezionali, tanto in senso positivo che negativo.

Ma i maggiori problemi nascono in genere dalla valutazione dell'impatto finanziario e fiscale, qualora si decida di prendere come riferimento un reddito netto degli oneri finanziari e non invece espresso al lordo dei medesimi.

Sono al riguardo necessarie almeno due considerazioni.

1) Quanto agli oneri finanziari: la valutazione di un reddito medio normale dovrebbe fare riferimento a una condizione di indebitamento "regolare" e non eccezionale. In altri termini, la capacità reddituale dell'impresa è efficacemente riflessa dai valori di reddito operativo (ottenuto come differenza tra ricavi di vendita e costi inerenti all'attività tipica), che prescinde dal livello di indebitamento e dalla pressione fiscale;

un'azienda con un buon livello di reddito operativo può quindi essere oggetto di una trattativa, che deve anche tenere conto del livello di indebitamento ma che non può, per questo motivo, prescindere dalle condizioni di esistenza generali dell'azienda.

2) Quanto alla pressione fiscale: il reddito da considerare deve essere espresso al netto della pressione fiscale, calcolata sui valori di reddito ottenuti secondo le correzioni di cui sopra. In pratica si tratta di ricalcolare i costi e i ricavi in modo da giungere a un reddito "medio-normale ante-imposte" e su questo calcolare le imposte, che ovviamente saranno diverse da quelle realmente versate. Nel caso in cui si decida di operare su un reddito lordo di oneri finanziari (e quindi di fare riferimento ad un reddito operativo), si potrà comunque procedere al calcolo di quello che nella prassi viene definito reddito operativo dopo le imposte, il cd. Nopat (Net operating profit after taxes).

secondo elemento di grande rilievo nell'applicazione dei metodi reddituali è il tasso di attualizzazione dei redditi. Sul piano dei principi è universalmente accettato che il tasso di attualizzazione sia costituito da due componenti:

- l'una esprime il compenso per il semplice trascorrere del tempo;
- l'altra esprime il compenso per il rischio.

Da un punto di vista operativo, si procede in genere nel modo seguente: partendo dal tasso di interesse privo di rischio o, per meglio dire, con un rischio talmente basso da potersi considerare tale (nel nostro Paese è prassi comune fare riferimento al tasso sui Bot o sui Btp, con una propensione per i secondi in relazione al tipico profilo di lungo termine degli investimenti industriali e commerciali), si aggiunge un premio per il rischio, la cui misurazione e stima dipendono da:

- condizioni generali di mercato (tanto maggiore quanto maggiore è l'incertezza a livello economico complessivo e tanto più il mercato di riferimento è volatile e di poco spessore);
- caratteristiche specifiche dell'impresa (tanto maggiore quanto più aleatori sono i risultati prospettici);

- caratteristiche di rendimento di investimenti alternativi (tanto maggiore quanto maggiori sono i rendimenti ottenibili su questi ultimi).

l'orizzonte temporale indica per quale periodo è presumibile che l'azienda sia in grado di produrre quei redditi. Anche in questo caso la determinazione è tutt'altro che agevole e in genere le opzioni possibili riguardano una durata indefinita, ovvero limitata nel tempo.

Nel primo caso si assume il riferimento alla formula della rendita perpetua, mentre nel secondo quella del valore attuale della rendita annua posticipata di durata pari a n anni.

Più frequente è il ricorso alla durata indefinita e quindi alla formula della rendita perpetua, forse anche in conseguenza del fatto che oltre un certo periodo questa tende a coincidere con quella della rendita temporanea limitata a n anni (e probabilmente anche poiché, così facendo, si risolve lo spinoso problema della stima della vita attesa dell'azienda, o, meglio, della capacità dell'impresa di generare comunque reddito, a prescindere dall'intervento imprenditoriale).

Il pregio del metodo reddituale consiste nel significativo rilievo attribuito al reddito quale componente primaria dell'attività aziendale: è il reddito, pertanto, che influenza in maniera determinante il valore dell'impresa. D'altro canto, tale criterio presenta forti contenuti di soggettività, nel senso che i tre elementi rilevanti, più sopra ricordati, sono tutti di difficile determinazione, in quanto richiedono previsioni talvolta anche su orizzonti temporali piuttosto ampi.

Metodi misti patrimoniali-reddituali

Nel tentativo di mediare tra i pregi dei criteri patrimoniale e reddituale, si giunge spesso all'utilizzo di metodi misti, i quali tengono nella dovuta considerazione tanto le prospettive di reddito dell'azienda, quanto la sua effettiva consistenza patrimoniale.

Secondo il metodo della capitalizzazione limitata del profitto medio (o sovrareddito medio), che tra i metodi misti pare essere quello di maggiore diffusione, il valore dell'avviamento viene proiettato per un numero contenuto di anni.

In tal modo il risultato della valutazione potrà riflettere gli elementi di obiettività e verificabilità propri dell'analisi patrimoniale, senza trascurare le attese reddituali, concettualmente la componente più significativa del valore economico di un'azienda.

Metodi finanziari

La classica visione patrimoniale, che considera l'impresa essenzialmente un portafoglio di attivi netti, l'ente depositario di una ricchezza accumulata nel passato, e la visione strettamente reddituale, che focalizza l'attenzione sugli utili, si sono spesso dimostrate inadeguate a valutare un'impresa.

I metodi finanziari si ispirano al concetto base che il valore di un'azienda è pari al valore attualizzato di tutti i flussi di cassa che essa genererà in futuro; si tratta in sostanza di considerare l'impresa oggetto di valutazione alla stregua di un particolare, complesso investimento, che rende nella misura in cui garantisce il recupero dei fondi inizialmente destinati.

Questo approccio fonda i propri principi nella regola del valore attuale, in base alla quale il valore di qualsiasi attività è rappresentato dal valore attuale dei flussi di cassa che da essa si attendono,

Dunque, la valutazione basata sui flussi di cassa attualizzati dipende da:

- la struttura temporale e la consistenza dei flussi di cassa nel tempo;
- il valore del tasso di attualizzazione.

Non meno importante sarebbe la definizione dell'orizzonte temporale di riferimento e del valore ipotizzato alla scadenza (variabili la cui definizione è peraltro assolutamente incerta), aggiungendo quindi un ulteriore elemento di prudenza in sede di analisi e di interpretazione dei risultati.

E' assolutamente certo che il metodo finanziario sintetizzi al meglio il concetto di valore, dipendente dalla possibilità di recupero delle somme investite; di contro, è parimenti indiscutibile l'elevato margine di aleatorietà, e soprattutto è indiscutibile che piccole variazioni dei parametri possono portare a consistenti oscillazioni del valore.

con ciò esponendo il criterio stesso ad eccessi di "adattabilità" alle singole convenienze.

Metodi empirici

Di fronte alle difficoltà applicative evidenziate nell'utilizzo dei criteri precedenti, si utilizzano, specialmente per le valutazioni relative a specifici settori merceologici (es. farmacie, edicole, licenze commerciali, etc.) metodologie elaborate dalla pratica professionale, in cui il valore è determinato in base a percentuali, o moltiplicatori, di parametri quali il fatturato, il reddito, etc.

L'unico vantaggio di queste metodologie, prive di riscontro teorico, è rappresentato dalla facilità d'applicazione.

VALUTAZIONE

Premesso quanto esposto nel precedente paragrafo relativo alle diverse metodologie di stima applicabili, nonché quanto brevemente evidenziato circa la vicende sociali relative al periodo ante fallimento, il sottoscritto ha ritenuto di utilizzare, nel caso specifico, una valutazione basata sul metodo "patrimoniale complesso".

Si è escluso l'utilizzo di metodi reddituali, semplici o misti, nonché di metodi finanziari, in quanto i risultati economici/finanziari fortemente negativi registrati negli ultimi anni non avrebbero permesso la determinazione di risultati oggettivi.

Si ritiene infatti, che nonostante l'azienda abbia registrato risultati economici disastrosi negli ultimi anni, la stessa mantenga comunque potenzialmente una capacità di produrre redditi, che potrà manifestarsi una volta attuata la necessaria ristrutturazione finanziaria, organizzativa, commerciale, etc.

Allo stato attuale tuttavia non risulta possibile elaborare in modo preciso un programma di ristrutturazione per gli esercizi futuri, ed in ultima analisi determinare un reddito prospettico normalizzato sul quale basare la valutazione.

Si è pertanto optato per un metodo patrimoniale, che sebbene rappresenti un metodo meno sofisticato da un punto di vista aziendale, offre l'indubbio vantaggio di basarsi su valutazioni mediamente oggettive.

Questo metodo inoltre risulta coerente sia con una cessione d'azienda secondo un criterio di funzionamento, sia secondo un criterio di liquidazione pura. Risulta infatti

chiaro che la procedura fallimentare potrà cedere a terzi l'azienda in un'ottica di continuazione dell'attività, nel caso in cui si individui un soggetto dotato delle necessarie risorse finanziarie, gestionali, organizzative necessarie per effettuare un "turn-around" e riportare la stessa in situazione di redditività. Ma la procedura, in seconda istanza, potrà anche cedere i singoli elementi costitutivi dell'azienda, in un'ottica di mera liquidazione concorsuale. Risulta pertanto chiaro che il valore dell'azienda funzionante nel suo complesso non potrà comunque risultare inferiore alla somma dei valori ricavabili da una cessione atomistica dei singoli cespiti.

Ciò premesso si ritiene di adottare il metodo "patrimoniale complesso", provvedendo a valorizzare non solo le immobilizzazioni materiali, ma anche le immobilizzazioni immateriali che verranno cedute unitamente all'azienda, quali marchi, licenze, contratti, etc.

È infatti innegabile che detti beni immateriali rappresentino un valore, tanto maggiore se ceduti unitamente agli altri beni che costituiscono l'azienda nel suo complesso.

Di seguito vengono esposte le valutazioni delle singole attività materiali ed immateriali costituenti l'azienda. Come precedentemente anticipato, poiché la vendita avviene nell'ambito di una procedura concorsuale, viene specificatamente escluso il subentro da parte dell'eventuale acquirente nei debiti e crediti della società.

L'azienda si compone pertanto esclusivamente delle attività di seguito analiticamente analizzate, raggruppate nelle seguenti categorie:

- Immobilizzazioni materiali (impianti, macchinari, mobili, automezzi, capi finiti, stoffe, filati, accessori)
- Immobilizzazioni immateriali (marchi, licenze, etc)
- Beni immobili

IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI

Contabilmente, la situazione al 30/06/2009 evidenzia i seguenti valori, già al netto dei relativi fondi d'ammortamento:

impianti e macchinario	€	167.367,00
attrezzature industriali	€	1.003.327,00
altri beni	€	96.647,00
totale	€	1.267.341,00

In data 08/07/2009 il curatore, unitamente al cancelliere del Tribunale, ha provveduto alle operazioni di inventario e, stante la quantità di beni mobili, le attività sono proseguite sino al 15/09/2009.

Parte dei beni sociali erano depositati presso terzi soggetti, quindi le operazioni di inventario hanno avuto corso nei seguenti locali:

██████████

██

██

██

██

Successivamente è stato conferito incarico all'ing. Mario Biserni, con studio in Brescia, via Trento 113, per la valutazione di detti beni.

Il sottoscritto, ai fini della presente valutazione, ritiene di acquisire le valutazioni tecniche espresse dall'ing. Biserni nella propria relazione, alla quale si rimanda anche per un'elencazione analitica dei singoli beni.

Si segnala che la procedura ha già provveduto alla cessione di gran parte del magazzino merci. Ciò non condiziona la valutazione dell'azienda nel suo complesso, in quanto dette merci sono facilmente sostituibili con nuovi acquisti, ed anzi, considerata l'obsolescenza e la stagionalità di detti beni, la loro mancata cessione in tempi ristretti avrebbe reso meno appetibile l'acquisizione dell'azienda, in quanto gravata da un magazzino non più utilizzabile.

La società operava anche in un negozio sito in Pescara nel quale esercitava la vendita al minuto di capi di abbigliamento.

Le operazioni d'inventario presso tale negozio sono state effettuate dalla ██████████ ██████████ e dal Cancelliere del Tribunale di Pescara giusta autorizzazione del G.D. in data 11/7/2009 (operazioni chiuse in data 21/09/2009).

Sono stati inventariati capi di abbigliamento conformato ed attrezzature.

Tali beni sono già stati ceduti al prezzo di Euro 4.500,00 oltre iva – e pertanto non vengono inclusi nella presente valutazione.

Nella tabella che segue vengono evidenziati i beni inventariati per categoria, al netto di quelli già ceduti, e le relative valutazioni esperite dal perito incaricato:

mobili e macchine d'ufficio	€	55.000,00
macchinari ed attrezzature	€	89.127,00
automezzi	€	11.500,00
mobili, macchine e merci ex Socov	€	3.680,00
beni in capannone esterno (ora henriette)	€	5.390,00
totale		€ 164.697,00

BENI IMMOBILI

E' stato inventariato l'immobile sito in Castenedolo, dove la società svolgeva la propria attività, contraddistinto al NCEU come segue.

Sez NCT Fg 10 mappale 57

- sub 5 cat D/1 (cabina elettrica con annessa corte esclusiva)
- sub 7 Area urbana
- sub 14 (appartamento al PT)
- sub 15 D/7 (fabbricato adibito a uffici)
- sub 16 D/7 (fabbricato adibito a confezionamento abbigliamento)
- sub 17 D/7 (fabbricato adibito a magazzino)

a cui compete il bene comune non censibile (Corte) distinto a NCT fg 10 con il mapp. 57 sub 18.

Il Geom. Fiorenzo Caini, tecnico nominato per la valutazione di detto immobile, ha indicato un valore complessivo pari ad euro 3.900.000,00. Detto importo viene acquisito ai fini della presente perizia, rimandando alla relazione del Geom Caini per l'esatta identificazione del bene e per un'esposizione analitica dei criteri di stima seguiti.

IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI

Contabilmente la situazione al 30/06/2008 evidenziava immobilizzazioni immateriali per un costo storico pari ad euro 3.318.417,00 – ammortizzate per euro 2.371.233,00 – e pertanto con un valore netto di euro 946.184,00. Detta posta, secondo quanto illustrato in nota integrativa a tale bilancio, veniva svalutata per euro 646.184,00 – e pertanto valorizzata ad euro 300.000,00. Il valore residuo, sempre secondo quanto

riportato in nota integrativa, si riferiva agli oneri sostenuti dalla società per la ristrutturazione informatica del sistema di gestione globale dell'azienda, ed è stato determinato adeguando il valore contabile al presunto valore di realizzo in un'ottica liquidatoria.

La situazione contabile al 30/06/2009 evidenzia complessivamente immobilizzazioni immateriali pari ad euro 3.452.708,00 ed un fondo pari ad euro 3.152.708,00 (veniva mantenuto il medesimo valore netto di euro 300.000,00).

Premesso quanto sopra, ai fini della presente valutazione, il sottoscritto ritiene di distinguere le immobilizzazioni immateriali nelle seguenti categorie:

- marchi
- licenze commerciali
- sistema informatico

Marchi

Si ritiene opportuno specificare che, in base alla normativa attualmente in vigore, la cessione dei marchi può avvenire in modo autonomo, non necessariamente nell'ambito di una cessione d'azienda o di rami di essa, anche se nelle valutazioni di seguito esposte si segue quest'ultima ipotesi.

La valutazione dei marchi comprende, in un'accezione più ampia, anche tutte le attività immateriali che non hanno contabilmente un'autonoma valutazione, quali il know how acquisto dai dipendenti, gli archivi storici, la rete commerciale, etc.

La valutazione tuttavia è stata prudentiale, in considerazione del settore d'appartenenza. Il settore "moda" è infatti caratterizzato da forte stagionalità ed obsolescenza, per cui, a titolo esemplificativo, le collezioni prodotte per un determinato periodo non sono utilizzabili per gli anni futuri. Tuttavia bisogna riconoscere che l'archivio storico, e soprattutto le conoscenze acquisite dal personale dipendente, rappresentano un certo valore.

Discorso analogo vale per il patrimonio costituito dalla clientela e dalla rete commerciale nel complesso. Il periodo di inattività successivo al fallimento ha parzialmente compromesso detta attività immateriale, che comunque si ritiene possa conservare un residuo valore.

Di questi aspetti si è tenuto conto nella valorizzazione dei marchi, sebbene non ne facciano strettamente parte.

Di seguito vengono sinteticamente illustrate le principali metodologie elaborate dalla dottrina aziendalista per la valutazione dei marchi, basate:

- A) sugli indicatori empirici
- B) sui costi di ripristino dei diritti
- C) sui flussi finanziari
- D) sulla stima del contributo al reddito (o economico-reddituale)
- E) sulle royalties ideali (assimilabile in parte ai flussi finanziari)
- F) sull'accreditamento del marchio attraverso investimenti pubblicitari e promozionali.
- G) sui differenziali tra i prezzi di vendita

A) Indicatori empirici

Il metodo empirico si riferisce alle informazioni espresse dal mercato. Si assumono quali informazioni i prezzi pagati in negoziazioni similari espresse dal mercato e si estrinsecano in una percentuale o in un moltiplicatore da applicare ad una determinata grandezza: fatturato, reddito lordo o margini lordi, royalties.

Poiché i metodi basati sugli indicatori empirici sono ritenuti carenti, in quanto risentono delle condizioni soggettive delle parti, servono essenzialmente quando gli altri metodi più razionali sono inutilizzabili.

Secondo tale metodo, il valore di un marchio è dato dal prodotto tra il flusso di redditi imputabili al marchio stesso ed un certo indicatore (coefficiente di moltiplicazione).

il coefficiente di moltiplicazione da applicare alla grandezza base di riferimento è a sua volta oggetto di stima in base ai seguenti parametri:

- 1) leadership: misurazione delle quote di mercato possedute dal marchio nel settore di riferimento;
- 2) stabilità: è la capacità del marchio di tenere avvinto il consumatore cioè la fedeltà al marchio;
- 3) mercato: è una stima sia della struttura sia delle caratteristiche del mercato/settore che influenzano il marchio;
- 4) trend: riguarda l'evoluzione prevedibile del marchio, la sua attitudine a rispondere efficacemente ai mutamenti del mercato ed alla strategia della concorrenza ;

5) supporti di marketing: si tratta delle attività di promozione, comunicazione e pubblicità svolte in favore del marchio negli ultimi anni e considerate in un'ottica sia quantitativa (ammontare degli investimenti effettuati) che qualitativa (ad esempio: qualità del messaggio, penetrazione, ecc.) ;

6) internazionalità: è il grado di diffusione del marchio a livello globale, con analisi specifica della posizione mercato per mercato;

7) protezione legale: esprime la difendibilità del marchio da un punto di vista giuridico (possibilità di imitazione, ecc.). Ciò dipende, naturalmente, dall'intrinseca "forza" del marchio oltre che dal numero di categorie merceologiche in cui è registrato.

Va precisato che i termini empirici, anche se applicati abitualmente, non sono impiegabili per la valutazione di nuovi marchi o di marchi dati in licenza per nuove o diverse classi merceologiche.

B) Costi di ripristino dei diritti

Il metodo riferito ai costi si può distinguere in quattro configurazioni: del costo storico, del costo storico rivalutato, del costo di sostituzione o riproduzione del cosiddetto costo della perdita.

Tale metodo è da impiegarsi principalmente, ma non esclusivamente, per i marchi non utilizzati o per i marchi in odore di decadenza. Soprattutto per quei segni distintivi sui quali non è stato effettuato alcun investimento pubblicitario o nel caso questo fosse così antico da essere stato dimenticato dal pubblico dei consumatori.

Il costo storico, in sintesi, esprime la sommatoria di tutti gli oneri sopportati direttamente durante il ciclo di vita del marchio e sicuramente imputabili allo stesso.

Si tratta, ad esempio, dei costi di ideazione e di verifica delle disponibilità: degli oneri degli esperti creativi e pubblicitari, dei costi di deposito e registrazione e, soprattutto, dei costi sostenuti per lanciare e consolidare l'immagine, le spese specifiche di pubblicità, ecc.

Come subito appare, tale metodo è insufficiente a delineare un valore aggiornato ed evoluto temporalmente, in senso operativo.

Meglio è considerare il metodo del costo storico rivalutato, cioè aggiornato ai valori correnti.

La valutazione in base al costo di riproduzione prevede una proiezione degli oneri necessari per avere un marchio dotato delle stesse caratteristiche di immagine e di

penetrazione sul mercato.

Questa ultima sottospecie del metodo dei costi perde in obiettività dato che si tratta di grandezze opinabili.

Il costo delle perdite è basato sul calcolo del danno che deriva all'azienda in conseguenza alla perdita dell'uso del marchio.

C) Flussi finanziari

I metodi finanziari sono affini a quelli usati per la valutazione globale dell'azienda, precedentemente descritti.

Si effettua un'estrapolazione della stima complessiva dei flussi monetari prodotti dal marchio con proiezione negli esercizi futuri attualizzati ad un tasso adeguato.

Sono evidenti la difficoltà e la delicatezza del metodo, data la soggettività delle valutazioni dei flussi finanziari in prospettive temporali.

D) Stima del contributo al reddito (o economico-reddituale)

I metodi economici-reddituali si prefiggono di quantificare il contributo offerto dal marchio alla redditività.

Il metodo consiste nell'attualizzazione, per un certo numero di anni, dei differenziali reddituali apportati dal marchio all'impresa.

In breve, si ricerca la differenza tra il reddito di impresa relativamente al prodotto/merce dotato del marchio e quello conseguibile con un prodotto/merce privo di marchio.

E) Royalties ideali (assimilabile ai metodi sui flussi finanziari)

In tempi relativamente recenti il metodo più utilizzato e forse anche più descritto nella letteratura italiana è quello delle "Royalties ideali", secondo la denominazione più recente. Tale metodo consiste nell'attualizzazione dei redditi calcolati sulla base delle "Royalties" percentuali ottenibili sul mercato dal marchio. In pratica, i marchi vengono ceduti in licenza dietro pagamento di una percentuale commisurata al fatturato. Il valore del marchio potrebbe essere, quindi, rappresentato dal flusso di royalties che il mercato

sarebbe pronto a pagare qualora la totalità dei beni fosse prodotta da terzi muniti di licenza sul marchio.

F) Accredimento del marchio attraverso investimenti pubblicitari e promozionali
Il metodo basato sull'accredimento del marchio attraverso investimenti pubblicitari e promozionali è chiamato anche metodo del Valore Residuo. Questo considera le spese sostenute dall'azienda per far conoscere il marchio e distingue tra la fase di lancio e la fase di consolidamento del marchio. Si basa sulla considerazione che le spese di pubblicità hanno effetti che si prolungano nel tempo. Tale considerazione è stata recepita dal legislatore fiscale che ammette la ripartizione delle spese pubblicitarie su più esercizi. I costi presi in considerazione sono sia i costi pubblicitari sia i costi di marketing attualizzati a valori correnti. Colui che acquista un marchio già pubblicizzato può ottenere un vantaggio economico consistente nel risparmio delle spese pubblicitarie connesse al lancio del prodotto che, notoriamente, sono le più consistenti. Il cessionario si avvantaggia dei benefici della pubblicità diffusa dal cedente negli esercizi precedenti.

G) Differenziali tra i prezzi di vendita (price premium assimilabile al metodo economico-reddituale)

Si può applicare ogni volta che si sia in grado di determinare, a partire dagli studi sulle preferenze dei consumatori, quanto essi sarebbero disposti a pagare (in termini di prezzo ovviamente) per il mantenimento del marchio su un prodotto. Si può operare misurando lo scarto dei prezzi fra il prodotto recante il marchio ed un prodotto generico o senza marchio, pesando poi il differenziale con le quantità vendute. Si ottiene così un volume d'affari che rispecchia il valore del reddito procurato dal marchio. Il caso tipico è rappresentato dai prodotti di largo consumo venduti attraverso il canale della grande distribuzione. Esistono quasi sempre uno o più prodotti "leaders" caratterizzati da alti investimenti pubblicitari e parimenti esistono prodotti di caratteristiche qualitative pressoché identiche commercializzati "a marchio proprio". I prodotti hanno spesso caratteristiche qualitative molto simili. Non è raro che i prodotti a "marchio proprio" siano prodotti dal "leader" su commissione della catena di Supermercati.

Ora, il pubblico dei consumatori si divide tra quelli che acquistano il prodotto "leader"

e quelli che acquistano quello "a marchio proprio". Il marchio è spesso l'unica differenza. Pertanto il "Premium Price", ovvero la porzione di prezzo spuntata dal "leader" pesata con i volumi di vendita, misura l'apporto del marchio notorio alla redditività delle vendite.

Premesso quanto sopra, dovendo scegliere la metodologia da applicare alla valorizzazione dei marchi, valgono in gran parte le considerazioni precedentemente esposte circa la valutazione dell'azienda nel suo complesso. In particolare si ritiene di poter escludere i metodi reddituali/finanziari, in quanto considerati i risultati economici conseguiti dalla società, ed il conseguente fallimento della stessa, porterebbero ad un valore nullo dei marchi. In realtà, si ritiene che i marchi conservino comunque un valore residuo, a prescindere dalle vicende economiche/patrimoniali della società.

Si sono ritenuti più consoni i metodi basati sulla valorizzazione dei costi sostenuti dalla società nel corso degli anni per la creazione dei marchi, la loro pubblicità e la loro affermazione nel mercato italiano ed estero.

Il "portafoglio marchi" della Henriette comprende numerosissimi marchi registrati in svariati paesi in tutto il mondo. L'allegato prospetto li indica in modo analitico, evidenziando anche la data di registrazione, la scadenza del rinnovo, il paese di registrazione, etc. I marchi registrati nei vari paesi sono complessivamente 178.

I costi contabilizzati dalla società nelle immobilizzazioni immateriali, relativamente ai marchi, sono i seguenti:

	costo storico	residuo ammortiz	anno
costi registrazione marchi	€ 124.256,00	€ 10.367,00	1976/2008
ore campionari	€ 1.773.259,00	€ -	1990/1992
studio per marchi	€ 15.780,00	€ -	1990
progettazione grafica marchi	€ 11.981,00	€ -	1990
totale	€ 1.925.276,00	€ 10.367,00	

I costi di registrazione dei marchi si riferiscono agli oneri effettivi sostenuti per gli adempimenti presso gli uffici marchi e brevetti delle diverse nazioni in cui risultano registrati. Il costo storico comprende tutti i costi sostenuti dalla costituzione della società. Il residuo valore ammortizzabile è invece indicativo degli oneri sostenuti negli ultimi anni.

Oltre a ciò, la società, al fine di promuovere i marchi sosteneva annualmente ingenti costi per pubblicità. Detti oneri contabilmente venivano spesi nei vari esercizi e pertanto non rientrano nelle immobilizzazioni immateriali. Gli oneri per pubblicità sostenuti negli ultimi anni sono i seguenti:

	anno	importo
pubblicità	2008 €	86.170,00
pubblicità	2007 €	178.539,00
pubblicità	2006 €	320.082,00
pubblicità	2005 €	323.939,00
pubblicità	2004 €	423.835,00

Sebbene gli investimenti siano progressivamente diminuiti nel corso degli anni, anche in relazione alle difficoltà economiche nelle quali versava la società, gli stessi rappresentano una voce importante che si ritiene abbia contribuito in modo sostanziale a rafforzare l'immagine della società e dei marchi nei vari mercati. Nell'allegato elenco relativo ai marchi viene indicata anche la data di registrazione degli stessi. Da ciò si rileva che molti di essi risultano sul mercato da svariati anni. È di tutta evidenza che, in linea generale, tanto più un marchio è costituito da tempo, tanto più verosimilmente avrà avuto modo di affermarsi sul mercato.

La valutazione effettuata dal sottoscritto tiene conto sia degli oneri recentemente sostenuti per la registrazione dei marchi, sia delle spese di pubblicità effettuate nel periodo più recente, ed in via estremamente prudentiale indica in euro 70.000,00 il valore dei marchi di cui all'allegato elenco.

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

La società risultava utilizzare a fini gestionali un sofisticato sistema informatico, in parte utilizzando in licenza software di terzi, ed in parte attraverso un proprio software creato nel corso degli anni.

	storico	residuo	anno
licenze software	€ 69.725,00	€ 12.057,00	1999/2008
licenze software	€ 231.189,00	€ -	1990/2003
oneri programmazione software	€ 1.646.764,00	€ 156.275,00	2001/2008
progetto innovazione tecnologica	€ 403.749,00	€ -	1990/91
totale	€ 2.351.427,00	€ 168.332,00	

Perizia di stima Henriette spa

La verifica effettuata ha fatto emergere la presenza di numerose licenze di software Microsoft, tuttavia soggette a rapida obsolescenza e pertanto con scarso valore di mercato in ipotesi di cessione.

E' presente inoltre il programma sviluppato internamente da tecnici alle dipendenze della Henriette per la gestione completa dell'azienda (ciclo produttivo e vendite, esclusa la contabilità). Tale software è stato registrato alla SIAE e risulta cedibile a terzi, tuttavia senza il personale dipendente che ha contribuito alla sua realizzazione, e che pertanto è in grado di curarne gli aggiornamenti e la manutenzione, risulta di scarso valore, nonostante i cospicui costi di realizzazione sostenuti e capitalizzati nel corso degli anni.

Tenendo conto delle valutazioni espresse dal tecnico sig. Carlo Ghirardi, che si condividono, il valore complessivo del software della Henriette confezioni spa viene quantificato in euro 15.000,00.

CONCLUSIONI

Per lo svolgimento dell'incarico, ovverosia per la determinazione del valore attuale dell'azienda gestita da Henriette Confezioni spa ante fallimento, si è optato per l'applicazione del metodo "patrimoniale complesso", secondo il quale il valore dell'azienda è costituito dalla sommatoria delle attività materiali ed immateriali che la costituiscono, opportunamente rettificata e valorizzata. Tale metodo, particolarmente prudentiale ed oggettivo, è stato considerato il più idoneo alla valutazione dell'azienda fallita, che negli ultimi anni ha conseguito risultati economici negativi, che tuttavia si ritiene possa recuperare economicità attraverso un'opportuna ristrutturazione organizzativa e finanziaria. In base alle valutazioni precedentemente esposte i valori che ne risultano sono i seguenti:

immobilizzazioni materiali	€	164.697,00
beni immobili	€	3.900.000,00
marchi	€	70.000,00
sistema informatico	€	15.000,00
totale	€	4.149.697,00

Il valore complessivo dell'azienda esercitata dalla società Henriette spa ante fallimento, come precedentemente identificata, ammonta pertanto al **valore arrotondato di euro 4.150.000,00.**

Brescia, li 13/05/2010

Firmato Dott. Maurizio Barbieri

Si allega:

- 1 bilancio al 31/12/2006/ 2007 /2008
- 2 bilancio al 30/06/2009
- 3 elenco marchi
- 4 estratto perizia ing. Biserni
- 5 estratto perizia geom. Caini
- 6 valutazione software sig. Ghirardi
- 7 dettaglio contabile immobilizzazioni immateriali