

**PARERE DI CONGRUITÀ SULL'OFFERTA IRREVOCABILE DI  
ACQUISTO FORMULATA [REDACTED]  
[REDACTED] PER IL RAMO D'AZIENDA DI PROPRIETÀ DI ALL  
SERVICE S.R.L. IN L.G.**

**IGNAZIO ARCURI  
DOTTORE COMMERCIALISTA  
REVISORE LEGALE DEI CONTI**

## INDICE DEL DOCUMENTO

ABBREVIAZIONI .....	3
1 PREMESSA.....	4
1.1 CONFERIMENTO DELL'INCARICO .....	4
1.2 OGGETTO DELL'INCARICO – ADESIONE A QUADRO CONCETTUALE DEI PIV .....	4
1.3 SET DOCUMENTALE OGGETTO DI ANALISI .....	6
1.4 LIMITAZIONI AL LAVORO SVOLTO E DATA DI RIFERIMENTO DELL'INCARICO .....	7
2 SINTETICA PRESENTAZIONE DI ALL SERVICE S.R.L. E IDENTIFICAZIONE DEL PERIMETRO DELLA VALUTAZIONE.....	8
2.1 DESCRIZIONE DELL'AZIENDA E DEL CORE BUSINESS.....	8
2.2 LE CAUSE DELLA CRISI.....	9
2.3 IDENTIFICAZIONE DEL PERIMETRO DEL RAMO D'AZIENDA.....	11
3 IL SETTORE DEGLI IMBALLAGGI IN LEGNO IN ITALIA .....	12
4 RISULTATI ECONOMICI DAL 2018 AL 2023 .....	14
5 METODOLOGIE DI VALUTAZIONE .....	15
5.1 IL METODO FINANZIARIO .....	16
5.2 IL METODO REDDITUALE .....	17
5.3 IL METODO PATRIMONIALE.....	18
5.4 IL METODO DEI MULTIPLI .....	19
5.5 IL METODO MISTO .....	20
6 ANALISI CRITICITA SULLA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE PER STIMARE LA CONGRUITÀ DELL'OFFERTA.....	20
7 CONCLUSIONE.....	27
8 ALLEGATI .....	28

## INDICE DELLE TABELLE

Tabella 1 – Risultati economico-finanziari dal 2019 al 2023.....	14
Tabella 2 – Patrimonio fallimentare Fallimento DE.CO.....	23

## ABBREVIAZIONI

<b>ALL SERVICE O SOCIETÀ</b>	Si intende la Società All Service S.r.l. con sede legale in Piazza Sicilia 6, 20146, Milano (MI), C.F. e n. iscr. Registro Imprese 02632450132 e P. IVA 02632450132
<b>CAGR</b>	Compounded Average Growth Rate – Tasso di crescita annuale composto
<b>CAPM</b>	Capital Asset Pricing Model
<b>CNDCEC</b>	Consiglio Nazionale Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili
<b>EBIT</b>	Earnings Before Interests and Tax
<b>EBITDA</b>	Earnings Before Interests Tax, Depreciation and Amortization
<b>EV</b>	Enterprise Value
<b>MVN</b>	Si intende la Società MVN Service & Packaging S.r.l. con sede legale in Via Alfredo Campanini 12, 20124, Milano (MI), C.F. e n. iscr. Registro Imprese 12458870966 e P.IVA 12458870966
<b>NOPAT</b>	Net Operating Profit After Taxes
<b>OIC</b>	Organismo Italiano di Contabilità
<b>OIV</b>	Organismo Italiano di Valutazione
<b>PCN</b>	Principi Contabili emanati dall'OIC
<b>PIV</b>	Principi Italiani di Valutazione emessi dall'Organismo Italiano di Valutazione entrati in vigore a partire dal 1 Gennaio 2016.
<b>SURPLUS ASSETS</b>	Valore degli asset che contribuiscono alla generazione del reddito
<b>TV</b>	Terminal Value
<b>WACC</b>	Acronimo di Weighted Average Cost of Capital, ovvero costo medio ponderato del capitale

Nel testo che segue i richiami a voci riportate nel presente glossario delle abbreviazioni sono riportate utilizzando il MAIUSCOLO o in MAIUSCOLETTA.

Abbreviazioni delle cifre: MLN = milioni; MGL = migliaia; MLD = miliardi

§ = riferimento al paragrafo

# 1 PREMESSA

## 1.1 CONFERIMENTO DELL'INCARICO

Il sottoscritto ha ricevuto dal Curatore della liquidazione Giudiziale n. 172/2024, Dott. Alessandro Angelo Solidoro, l'incarico di valutare la congruità dell'offerta irrevocabile di acquisto formulata da █████ inerente al ramo d'azienda di proprietà della ALL SERVICE.

Lo scrivente è Dottore Commercialista e Revisore Contabile iscritto all'albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Milano al n. 3241 e svolge la propria attività in Milano presso lo Studio Arcuri Dottori Commercialisti, sito in Milano.

## 1.2 OGGETTO DELL'INCARICO – ADESIONE A QUADRO CONCETTUALE DEI PIV

La valutazione, come anticipato, è diretta a stimare la congruità dell'offerta di acquisto formulata da █████ in ordine al ramo d'azienda di proprietà di ALL SERVICE così come perimetrato dal contratto di affitto stipulato in data 11.03.2024.

Lo scrivente intende evidenziare che la presente relazione, che costituisce una opinione di valutazione (di seguito "*opinion*"), è redatta in conformità ai Principi Italiani di Valutazione (di seguito PIV) redatti dall'Organismo Italiano di Valutazione.

È bene evidenziare che:

1. il sottoscritto si atterrà alla rete concettuale di base dei PIV di cui al paragrafo "I" e relativi sottopunti;
2. la propria attività di esperto sarà improntata al disciplinare di cui al paragrafo II dei PIV e relativi sottopunti;
3. per ciò che concerne la particolarità dell'incarico, che consiste nella stima di congruità dell'offerta (quindi con una implicita stima del valore del ramo d'azienda), si evidenzia che i PIV sono applicabili anche alle valutazioni di aziende e di rami d'azienda secondo il paragrafo "III.1".

È opportuno precisare che la *opinion* che il sottoscritto emetterà consisterà in un giudizio sulla congruità dell'offerta. Si rileva, peraltro, che il valore è nozione ben distinta dal prezzo di cui alla proposta di acquisto formulata.



In merito, due dei massimi studiosi della disciplina della valutazione delle aziende<sup>1</sup> offrono un contributo fondamentale in relazione a tale distinzione, precisando che:

*“Non è sempre chiaramente percepita, da noi specialisti, la pur chiara distinzione tra giudizi di valore (o, brevemente, valori) e prezzi del capitale e dei suoi titoli rappresentativi. Com'è ben noto ed è stato più volte ripetuto, i prezzi sono dati espressi dai mercati; i valori sono stimati con vari criteri, cioè compiendo scelte di metodo espresse da modelli e formule che contengono una parte (più o meno rilevante) dei «fattori» determinanti del valore (con alcune inevitabili carenze), tradotti in grandezze scelte anche discrezionalmente (con ipotesi/convenzioni) sulla base delle informazioni disponibili (che possono essere incomplete). I valori sono perciò anche opinioni (ovvero sono anche un giudizio). Questo è reso particolarmente evidente dalla rappresentazione dei prezzi quali grandezze determinate, oltre che dai valori intrinseci che essi comprendono e sottintendono:*

- *da fenomeni concernenti i mercati dei capitali, fenomeni esterni all'impresa e per quest'ultima incontrollabili (fluidità, rigidità dei capitali, efficienza dei mercati, ciclo della domanda/offerta dei capitali di rischio, presenza o meno di processi di concentrazione in corso nel settore di appartenenza ecc.);*
- *delle cosiddette leve del prezzo (efficacia della comunicazione delle società interessate, loro credibilità, «cura» del mercato ecc.).”*

Tale fondamentale distinzione è anche rinvenibile nei PIV, entrati in vigore lo scorso 1 gennaio 2016. In particolare, il principio I.6.1 dispone che: *“L'esperto deve precisare la configurazione di valore prescelta, avendo presente da un lato le differenze fra prezzo, costo e valore; dall'altro le finalità della stima”*, precisando nel relativo commento suddetto principio: *“Il prezzo è il corrispettivo richiesto, offerto o pagato per l'acquisizione dell'attività reale o finanziaria da valutare. Si tratta di una grandezza empirica, influenzata da tutte le variabili che incidono sulla domanda e sull'offerta e che, pertanto, può discostarsi dal valore dell'attività”*.

In particolare, la presente relazione si qualifica come parere di congruità come identificato dai PIV I.4.5.: *“Un parere di congruità finanziaria (fairness opinion) è un documento che fornisce un giudizio di congruità dal punto di vista finanziario del prezzo di una attività nell'ambito di una determinata transazione od operazione straordinaria”*.

---

<sup>1</sup> L. Guatri, M. Bini – Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, EGEA, edizione 2009, pag. 32

Diversamente dalla valutazione, lo scopo della *fairness opinion* non è attribuire un valore a un'attività, bensì formulare un giudizio di adeguatezza finanziaria di un prezzo. La *fairness opinion* attesta che il prezzo di una determinata attività è ragionevole nel contesto specifico dell'operazione in questione e nel momento in cui viene rilasciata. Tuttavia, non afferma che tale prezzo sia il migliore possibile, né che sia l'unico valore appropriato per l'attività, né garantisce che lo stesso prezzo possa essere ottenuto in circostanze future differenti.

### **1.3 SET DOCUMENTALE OGGETTO DI ANALISI**

È opportuno premettere che, la documentazione giudicata rilevante ai fini del presente elaborato, è quella espressamente indicata nel presente paragrafo.

In merito alla documentazione ricevuta si precisa che:

- tutte le informazioni relative all'azienda oggetto di stima che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della presente relazione sono state fornite dalla Curatela di ALL SERVICE;
- i dati contabili desumibili dalle informazioni e dai documenti utilizzati sono stati assunti senza svolgere attività di revisione contabile e riscontro analitico dell'esistenza fisica dei beni e dell'esistenza giuridica dei rapporti contrattuali, approfondendo esclusivamente le problematiche di tipo valutativo delle consistenze patrimoniali e economiche dichiarate;
- è stato assunto che tutte le firme, i sigilli ed i timbri sui documenti acquisiti e consultati per la redazione della presente relazione, tutti i documenti consultati anche in formato digitale ovvero elettronico forniti al sottoscritto come copie autentiche, fotostatiche, fax o e-mail siano conformi agli originali e che tali documenti siano stati debitamente sottoscritti e perfezionati e producano i loro effetti in conformità alle rispettive condizioni ed ai rispettivi termini;
- qualora siano state fornite copie di contratti ovvero serie di contratti che incorporano modifiche successive, è stato assunto che detti contratti siano in vigore, completi ed altresì includano qualsiasi modifica o variazione agli stessi apportata nel tempo.

Lo scrivente rileva altresì che, così come comunicato dalla Curatela, la base informativa disponibile ai fini del presente elaborato risulta essere limitata.

Di seguito si fornisce l'elenco della documentazione che, nell'espletamento del proprio incarico, lo scrivente ha acquisito ed analizzato:

1. Documentazione Contabile:
  - 1.1. Schede contabili 2020, 2021, 2022, 2023, 2024;

- 1.2. Bilancino di verifica al 31.12.2023;
  - 1.3. Bilancino di verifica al 31.03.2024;
  - 1.4. Bilancio d'esercizio al 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022;
2. Documentazione Societaria:
    - 2.1. Visura ordinaria al 24.04.2024;
    - 2.2. Contratto di affitto ramo d'azienda tra All Service Srl e [REDACTED]
  3. Altra documentazione:
    - 3.1. Proposta d'acquisto di ramo di azienda All Service Srl in liquidazione giudiziale da [REDACTED] Packaging Srl, [REDACTED]
    - 3.2. Sentenza 227/2024 del Tribunale di Milano – Liquidazione giudiziale di All Service Srl;
    - 3.3. Atto di cessione di azienda dal Fallimento DE.CO. Imballi S.r.l. a All Service SpA del 21.12.2015.
    - 3.4. Preventivo sistemazione Capannone.
    - 3.5. Scalare

#### **1.4 LIMITAZIONI AL LAVORO SVOLTO E DATA DI RIFERIMENTO DELL'INCARICO**

Prima di procedere alla descrizione del ramo d'azienda oggetto di stima ed alla illustrazione delle risultanze a cui si è giunti, pare opportuno a chi scrive far presente quali sono i limiti di svolgimento dell'incarico:

- il contenuto della presente relazione, basandosi significativamente su elementi di previsione, non può essere interpretato e assunto come una garanzia sul futuro andamento del ramo d'azienda;
- le conclusioni raggiunte sono basate sul complesso delle limitate informazioni disponibili e delle valutazioni effettuate; pertanto, il documento è da intendersi unitario e le sue parti non possono essere utilizzate singolarmente.

Le modalità di svolgimento dell'incarico possono essere sintetizzate nelle seguenti fasi principali:

- analisi dei presupposti metodologici per la valutazione;
- individuazione ed analisi delle attività da sottoporre alla valutazione;
- analisi dei risultati economici storici;
- individuazione dei criteri e delle metodologie valutative;
- commento critico in ordine all'applicabilità di tali metodologie alle limitate informazioni disponibili.

La valutazione si intende riferita alla data del 1.7.2024, data di conferimento dell'incarico.

La presente valutazione è svolta sulla base della documentazione meglio dettagliata nel precedente paragrafo 1.3 ai quali si rimanda per maggior



dettaglio e che contengono la descrizione delle limitazioni al presente elaborato.

## 2 SINTETICA PRESENTAZIONE DI ALL SERVICE S.R.L. E IDENTIFICAZIONE DEL PERIMETRO DELLA VALUTAZIONE

### 2.1 DESCRIZIONE DELL'AZIENDA E DEL CORE BUSINESS

ALL SERVICE era una società attiva nel settore della logistica complessa a decorrere dal 2001. Il capitale sociale ammontava a complessivi Euro 400.000 così suddiviso: (i) [REDACTED] (23,75% del capitale); (ii) sig.ra [REDACTED] (52,5% del capitale); (iii) [REDACTED] (23,75% del capitale).

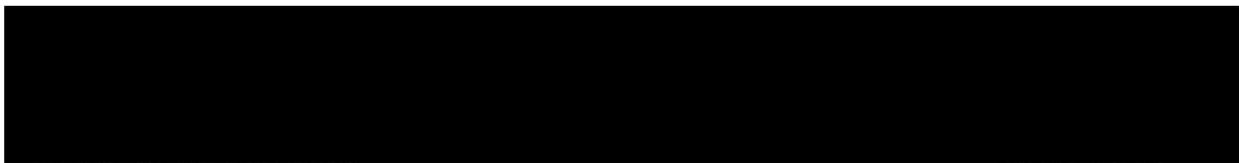
La Società era amministrata da un Amministratore Unico, nominato per la prima volta con delibera del 9.9.2019 e rinnovo in data 1.6.2023, nella persona [REDACTED]

L'oggetto sociale di ALL SERVICE è sintetizzabile in: (i) attività logistiche di gestione di magazzini anche per conto terzi; (ii) progettazione e produzione di imballi in legno, falegnameria, verniciatura, carpenteria metallica, sabbiatura ed anche movimentazione di merci.

A decorrere dall'esercizio 2015 e sino all'agosto 2022, la Società intratteneva rapporti commerciali con le società BCube S.p.A. e BCube Industrial S.p.A. attraverso contratti di appalto consistenti sia nella produzione di imballi di legno (attività questa svolta presso l'unità locale sita in Dalmine) sia nell'erogazione di servizi di logistica e di *supply chain* svolti presso le unità locali di tali committenti.

Da quanto desumibile dalla documentazione trasmessa sembrerebbe che la Società, a dicembre 2023 (ovvero alla data di deposito del ricorso ex art. 44 CCII), avesse in essere esclusivamente una commessa pluriennale in forza di un contratto di appalto stipulato con la società [REDACTED] sottoscritto nel settembre 2022.

La storia della società risulta quindi legata alla sub-fornitura e quindi fortemente interconnessa ad altre realtà economiche, in sostanza risulta priva di un mercato autonomo.



## 2.2 LE CAUSE DELLA CRISI

Così come riportato nel ricorso *ex art. 44 CCII* presentato dalla Società nel dicembre 2023, le ragioni della crisi erano da ricondurre prevalentemente a fattori esogeni e, segnatamente, *“all’illegittima attività di concorrenza sleale e boicottaggio perpetrata dalle società BCube Spa e BCube Industrial Spa ai danni della società”*.

Nello specifico, come detto, la SOCIETÀ nel periodo 2015-2022 ha intrattenuto rapporti con le predette imprese attraverso commesse che rappresentavano, in sostanza, la quasi totalità dei ricavi di ALL SERVICE.

Nel corso dell’esercizio 2022 dette società, sulla base di quanto illustrato nel citato ricorso, avrebbero da un lato *“ingiustificatamente ed in maniera significativa e sistematica, sospeso o ritardato il pagamento delle prestazioni ricevute dalla ricorrente così generando alla All Service stress finanziario ed un’importante crisi di liquidità”* e, dall’altro lato, *“avviato una massiccia attività di sviamento della forza lavoro dipendente della All Service in proprio favore”*.

Tale aspetto appare rilevante in ottica dell’espletamento del presente incarico in quanto lo *“sviamento della forza lavoro”* era direttamente correlato il *know-how* aziendale.

In aggiunta a ciò, nel ricorso, veniva altresì evidenziato che sarebbero state poste in essere da BCube Spa e BCube Industrial Spa *“attività di spionaggio industriali [...] con l’ausilio di alcuni dipendenti infedeli”*.

Relativamente a tale aspetto allo scrivente è stata trasmesso da parte del Curatore l’atto di denuncia e querela depositato presso la Procura della Repubblica del Tribunale di Padova in data 7.10.2022.

Lo scrivente riporta, nel prosieguo, alcuni passaggi di tale atto limitatamente a quanto d’interesse per il presente elaborato (sottolineato e grassetto dello scrivente):

- *“nel giro di poche settimane [ndr tra luglio e agosto 2022] ed in forza degli artifici appena descritti, All Service Spa si vedeva abusivamente sottrarre la quasi totalità delle proprie attività e dei propri dipendenti a nulla servendo le reazioni messe in atti a tutela del proprio patrimonio aziendale”*;
- *“per realizzare compiutamente la sottrazione del ramo d’azienda di All Service Spa e per non subire gravi disagi a discapito della propria clientela in termini di continuità produttiva, BCube Spa e BCube Industrial Spa sceglievano come momento temporale più consono l’inizio del mese di agosto, ovvero il mese in cui in tutt’Italia ancora si registra un fisiologico rallentamento delle attività produttive ed industriali [...]”*;
- *“All Service Spa, privata di tutto il proprio personale e anche del proprio know-how, era costretta a prendere atto di quanto accaduto a*

*suo discapito e, conseguentemente provvedeva al ritiro dei beni come richiesto”;*

- *“da diversi mesi (quanto meno da settembre 2021), alcuni dipendenti di All Service Spa, [...], trasmettevano a BCube Spa e BCube Industria Spa dati ed informazioni assolutamente riservati e segreti, costituenti il know-how operativo e produttivo di All Service Spa [...]”;*
- *“così procedendo, alle committenti è bastato sottrarre il dato illegittimamente ottenuto (cioè il costo effettivo) dal prezzo loro fatturato da All Service Spa per individuare i margini di quest’ultima, oltre che per capire, studiare e riutilizzare a proprio vantaggio i processi e i modelli produttivi faticosamente valorizzati ed efficientati nel corso degli anni da parte di All Service Spa”;*
- *“All Service Spa è stata letteralmente ed illegittimamente spogliata dei suoi assets di maggior valore”.*

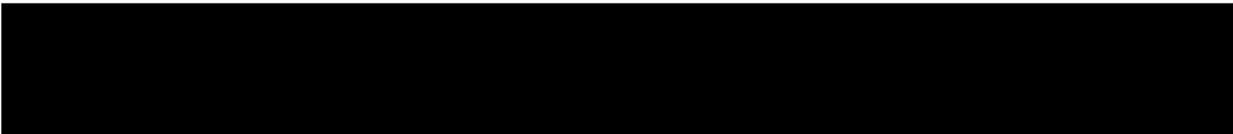
Alla luce di detti accadimenti la SOCIETÀ: (i) si è trovata priva di forza lavoro (e spogliata del proprio *know-how*) e (ii) ha dovuto chiudere forzatamente i rapporti con i principali committenti.

L’unica commessa residua, come anticipato, era riferibile a quella sottoscritta nel settembre 2022 con [REDACTED]

Questo ha comportato l’impossibilità per la stessa di far fronte all’adempimento delle proprie obbligazioni che ha condotto all’irreversibilità della crisi.

Al fine di mettere “in sicurezza” i residui modesti valori aziendali la SOCIETÀ ha stipulato, in data 11.03.2024 a rogito Notaio Dott. Chiantini, con [REDACTED] un contratto di affitto di ramo d’azienda di cui si dirà in misura più approfondita nel paragrafo successivo. In sintesi, il contratto prevedeva:

- l’affitto del ramo d’azienda avente ad oggetto l’attività di produzione, fabbricazione e commercio di imballi per conto proprio e per conto di terzi, in legno, cartone, pvc e simili nonché l’acquisto e la commercializzazione di legnami ed accessori per imballaggio;
- un canone di affitto pari ad Euro 60.000,00 annui oltre IVA;
- una durata sino al 10.03.2026 con tacito rinnovo di ulteriori 24 mesi, salvo disdetta di almeno 90 giorni dalla data di naturale scadenza;
- l’affittuaria si dichiarava disponibile a rivedere i termini e le condizioni regolanti il contratto di affitto con gli organi della liquidazione giudiziale (e/o di altra procedura concorsuale) nonché a restituire il ramo d’azienda entro 90 giorni dalla richiesta a mezzo PEC da parte degli organi della liquidazione giudiziale;
- la possibilità, per ciascuna delle parti, di recedere anticipatamente dal contratto di affitto mediante comunicazione da inviare a mezzo PEC almeno 30 giorni prima della data di efficacia del recesso;



- l'affittuaria si impegnava a prendere parte all'eventuale asta competitiva (in caso di procedura concorsuale) diretta all'affitto e/o vendita del ramo d'azienda presentando una propria offerta irrevocabile di acquisto.

### **2.3 IDENTIFICAZIONE DEL PERIMETRO DEL RAMO D'AZIENDA**

L'oggetto di stima del presente documento risulta essere il ramo d'azienda<sup>3</sup> corrente in Dalmine (BG), Via Bastone n. 102<sup>4</sup>, avente ad oggetto l'esercizio dell'attività di produzione, fabbricazione e commercio di imballi per conto proprio e per conto di terzi, in legno, cartone, pvc e l'acquisto e la commercializzazione di legnami ed accessori per imballaggio.

Tale ramo è attualmente affittato alla società MVN come disciplinato dal contratto di affitto di ramo d'azienda redatto l'11 marzo 2024 (Rep. 32086 e Rac. 18287 - Doc. 1), firmato dagli Amministratori Unici delle società ALL SERVICE e MVN dinnanzi al notaio Dott. Simone Chiantini e registrato presso l'Agenzia delle Entrate Ufficio Milano DP II il 12 marzo 2024.

Tale contratto prevedeva il riconoscimento di un canone pari ad Euro 60.000 annui oltre IVA con durata fino al 10 marzo 2026.

Dal contratto di affitto sopracitato si definisce la composizione del ramo d'azienda oggetto di valutazione:

- Cespiti (Allegato A del Doc. 1):
  - o Nr. 2 sezionatrici verticali "Putsch Meniconi";
  - o Nr. 2 seghe circolari "Sicar";
  - o Nr. 2 troncatrici a pendolo "Stromab";
  - o Nr. 2 troncatrici pneumatiche "Stromab";
  - o Nr. 1 sega a nastro "Centauro";
  - o Nr. 1 impianto di aspirazione "Mapelli";

---

<sup>3</sup> Lo scrivente evidenzia che detto ramo d'azienda era stato acquistato nel dicembre 2015 dal Fallimento DE.CO Imballi Srl per un importo complessivo di Euro 50.000. In aggiunta a ciò, dall'analisi della documentazione recuperata dallo scrivente (i.e. contratto di cessione – Doc. 2), si segnala che detto ramo risultava composto da molti più beni rispetto a quelli inclusi nel descritto ramo per il quale è pervenuta l'offerta vincolante da [REDACTED] S.r.l..

<sup>4</sup> Per completezza si rileva che l'attività è svolta presso un immobile concesso in locazione con contratto del 01.02.2013 registrato presso l'Agenzia delle Entrate di Ponte San Pietro in data 21.02.2013 al n. 476 e successivo subentro a seguito dell'atto per Notaio Claudia Cattaneo, regolarmente registrato, come comunicato all'Agenzia delle Entrate di Ponte San Pietro in data 13 luglio 2015 n. 877.

[REDACTED]

- Nr. 2 silos “Mapelli”;
- Nr. 3 postazioni PC “HP”;
- Nr. 1 postazione PC “Acer”;
- Attrezzatura elettronica “Armadio hardware per rete”;
- Nr. 1 compressore “Kaser”;
- Nr. 5 scrivanie;
- Nr. 7 sedie;
- Nr. 4 cassettiere;
- Nr. 7 armadi a muro;
- Nr. 1 tavolo;
- Nr. 9 sedie;
- Nr. 1 Fiat “Fiorino”
- Nr. 1 Fiat “Ducato” (in leasing)

- Rapporti di lavoro dipendenti (Allegato B del Doc. 1);

Restano esclusi dal perimetro della presente valutazione i relativi debiti e crediti antecedenti alla cessione che rimarranno in capo a ALL SERVICE.

\*\*\*

Il prezzo offerto da [REDACTED] per il suddetto ramo d’azienda (Doc. 3) risulta essere pari ad Euro 80.000 così suddiviso:

- Euro 30.000 per attrezzature a valore di mercato;
- Euro 50.000 per avviamento commerciale.

Il pagamento avverrà *“contestualmente all’atto di compravendita sottraendo dallo stesso tutti i pagamenti già anticipati (o che lo saranno alla data dell’atto) da [REDACTED] in nome e per conto di All Service Srl, quali a titolo esemplificativo il TFR dei dipendenti cessati per la quota parte maturata ante affitto di ramo di azienda, utenze per periodi ante affitto del ramo di azienda e canone di locazione immobile”*.

### **3 IL SETTORE DEGLI IMBALLAGGI IN LEGNO IN ITALIA**

Il settore degli imballaggi di legno in Italia è un segmento necessario dell’industria manifatturiera nazionale, con una forte rilevanza economica. Il settore degli imballaggi è fortemente legato alla realizzazione di pallet, casse, gabbie e contenitori speciali, commissionati da aziende per il trasporto e lo stoccaggio di una varietà di merci. La robustezza, la durabilità e la



sostenibilità degli imballaggi in legno li rendono particolarmente apprezzati in molteplici settori industriali.

Le aziende italiane operanti nel settore degli imballaggi sono prevalentemente piccole e medie imprese (PMI) che, data la forte concorrenza, devono continuamente adattarsi ai continui mutamenti all'interno di tale mercato. Tali aziende sono distribuite in tutto il territorio nazionale, con una maggiore concentrazione nelle regioni del nord, come Lombardia, Veneto ed Emilia-Romagna, dove la presenza di distretti industriali e una solida rete logistica facilitano l'approvvigionamento e la distribuzione.

La capacità di personalizzazione è una delle principali forze del settore italiano degli imballaggi di legno. Le aziende sono in grado di offrire soluzioni su misura per soddisfare le esigenze specifiche dei clienti, progettando e producendo imballaggi che rispondono a requisiti di dimensioni, resistenza e funzionalità particolari. Questo approccio consente di servire una vasta gamma di settori industriali con prodotti che garantiscono la massima protezione delle merci durante il trasporto e lo stoccaggio.

L'industria degli imballaggi di legno in Italia è anche influenzata dalle dinamiche di mercato internazionale. Le esportazioni rappresentano una quota significativa del fatturato del settore, con i principali mercati di sbocco situati in Europa, America del Nord e Asia.

Dalle analisi redatte da attori del settore il mercato degli imballaggi in Italia ha subito diverse variazioni negli ultimi anni.

Nel 2021 il settore ha registrato un andamento positivo con una crescita dell'11% del valore del mercato.

Tuttavia, nel 2022, la produzione di imballaggi in legno ha mostrato un leggero calo del 0,6% nonostante un incremento sensibile del fatturato del 15,4%. L'andamento diversificato dei due trend è attribuibile all'impennata dei costi di produzione, causata dall'aumento dei costi energetici e dall'incremento dei prezzi delle materie prime. Ciò ha determinato un inevitabile aumento dei costi dei singoli imballaggi. Nel 2022, la produzione di imballaggi ha raggiunto le 18.089 tonnellate, con un fatturato che ha superato i 40,6 miliardi di Euro.

La produzione di imballaggi in legno nel 2023 ha registrato un calo del 0,9% rispetto al 2022. Questo calo è stato influenzato da una diminuzione della domanda di alcuni settori chiave. Nonostante il calo della produzione, il fatturato del settore è rimasto sostanzialmente stabile, con un incremento dello 0,1%, dovuto a un aumento dei prezzi degli imballaggi in legno.

## 4 RISULTATI ECONOMICI DAL 2018 AL 2023

Nella tabella seguente si riportano i principali risultati economico-finanziari ottenuti da ALL SERVICE durante il quinquennio 2019-2023.

Tabella 1 – Risultati economico-finanziari dal 2019 al 2023

All Service Srl	2019	2020	2021	2022	2023
<i>Conto Economico</i>					
Valore della Produzione	9.141.367	9.705.986	10.340.663	5.921.806	1.966.233
Costi di Produzione	(8.953.021)	(9.530.309)	(9.959.081)	(6.201.017)	(8.401.161)
<b>Reddito Operativo (EBIT)</b>	<b>188.346</b>	<b>175.677</b>	<b>381.582</b>	<b>(279.211)</b>	<b>(6.434.929)</b>
Proventi e Oneri Finanziari	(96.314)	(163.794)	(258.197)	(243.394)	(235.052)
<b>Risultato Ante Imposte</b>	<b>92.032</b>	<b>11.883</b>	<b>123.385</b>	<b>(522.605)</b>	<b>(6.669.981)</b>
Imposte	(27.560)	4.410	6.652	147.843	-
<b>Utile (Perdita) d'Esercizio</b>	<b>64.472</b>	<b>16.293</b>	<b>130.037</b>	<b>(374.762)</b>	<b>(6.669.981)</b>
<i>Stato Patrimoniale</i>					
Crediti vs soci per vers. Ancora dovuti	0	4.764	4.764	4.764	4.764
Immobilizzazioni Nette	746.735	835.187	1.404.223	2.005.537	813.539
Capitale Circolante Netto	2.413.271	3.263.743	4.103.105	1.808.529	(3.924.158)
<b>TOTALE IMPIEGHI</b>	<b>3.160.006</b>	<b>4.103.694</b>	<b>5.512.092</b>	<b>3.818.830</b>	<b>(3.105.855)</b>
Posizione Finanziaria Netta	2.538.188	3.460.818	4.739.179	3.420.681	3.165.977
Patrimonio Netto	621.817	642.876	772.913	398.149	(6.271.832)
<b>TOTALE FONTI</b>	<b>3.160.005</b>	<b>4.103.694</b>	<b>5.512.092</b>	<b>3.818.830</b>	<b>(3.105.854)</b>

Dal punto di vista economico si rileva che ALL SERVICE nel periodo 2019-2021 ha registrato risultati positivi sia in termini di Reddito Operativo (EBIT) che di Utili di Esercizio. Nel biennio successivo, a causa principalmente della diminuzione dei ricavi causata dal contenzioso sorto a far corso del mese di giugno 2022 con uno dei principali clienti. Tale evento, sommato agli eventi geopolitici che hanno caratterizzato il 2022, hanno fatto sì che la SOCIETÀ cominciasse a registrare perdite operative e di esercizio.

Anche la situazione patrimoniale mostra un progressivo peggioramento:

- Il valore delle immobilizzazioni nette si riferisce prevalentemente al valore imputato alle immobilizzazioni immateriali formate principalmente tramite la capitalizzazione di costi di ricerca e sviluppo e manutenzioni su beni di terzi. L'importo delle immobilizzazioni materiali invece è riferibile agli impianti e macchinari utilizzati per l'attività di impresa. La riduzione delle immobilizzazioni nette tra il 2022 e 2023 è ascrivibile alle svalutazioni delle partite iscritte tra le immobilizzazioni immateriali avvenute nel corso del 2023.
- Nell'intero quinquennio 2019-2023 il capitale circolante netto, a causa del crescente indebitamento, passa da un valore di Euro 2.413.271 nel 2019 ad Euro -3.105.855 nel 2023.
- Le perdite d'esercizio registrate nel periodo hanno eroso le voci imputabili all'interno del patrimonio netto portandolo, nel 2023, a un valore negativo.

\*\*\*

Come illustrato nei paragrafi precedenti i risultati degli esercizi 2019-2022 (e in parte 2023) sono però riconducibili ad un'azienda che – sulla base di quanto prospettato dalla SOCIETÀ stessa – non esiste più e, di conseguenza, tali andamenti non possono essere assunti a base di ragionamenti di tipo prospettici.

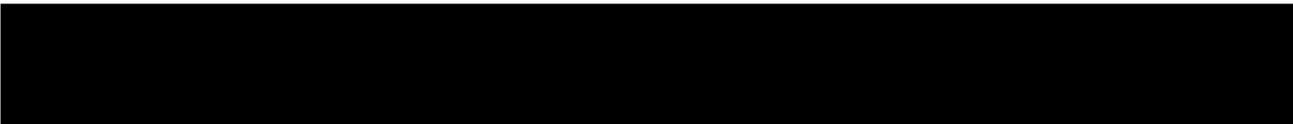
Peraltro, anche per l'esercizio 2023 (e sino alla liquidazione giudiziale intervenuta il 03.04.2024) è stato evidenziato come l'unico contratto di fornitura (rilevante) in essere era riconducibile alla società ██████████ e, di conseguenza, anche tali annualità risultano essere limitatamente utilizzabili ai fini della stima del valore del ramo d'azienda di proprietà di ALL SERVICE. Nel merito, infatti, il contratto sottoscritto tra la SOCIETÀ ██████████, nonostante la durata di natura quinquennale (01.11.2022-31.10.2027) e con possibilità di recesso (con preavviso) solamente dal terzo anno (31.10.2025), prevedeva (art. 9.3 j) espressamente che *“la Committente [...] avrà la facoltà di risolvere il presente Contratto, con pieno diritto e con effetto immediato, previa comunicazione scritta con lettera racc. AR o Pec al Fornitore della sua volontà di avvalersi della presente clausola, in caso di: [...] j) il Fornitore versa in stato di liquidazione, situazione di insolvenza, procedura di concordato preventivo, fallimento, o assoggettamento ad una qualsiasi procedura concorsuale”*. In aggiunta, l'art. 7.1 del contratto statuiva che era *“fatto divieto al Fornitore, che ne prende atto ed accetta, di cedere il presente Contratto in tutto od in parte, nonché i diritti da esso derivanti, a qualsiasi terzo senza la preventiva autorizzazione scritta della Committente”*.

Appare quindi evidente come tale (unico) contratto di fornitura pluriennale non possa essere considerato nell'ambito della presente stima non essendo passato nell'ambito del contratto di affitto di ramo d'azienda di cui si è dato conto.

Come sarà meglio illustrato nel paragrafo 6, appare evidente come il ramo d'azienda di proprietà di ALL SERVICE, per cui ██████████ ha presentato offerta irrevocabile d'acquisto, risulti essere di difficile perimetrazione (in termini economici) in considerazione del fatto che lo stesso appare più un coacervo di beni e persone, non essendo questo – in via autonoma – in grado di svolgere attività d'impresa venendo a mancare una parte essenziale dei *player* aziendali, ovvero i clienti o – come nel caso di ██████████ – di commesse.

## **5 METODOLOGIE DI VALUTAZIONE**

Una trattazione veramente esaustiva delle metodologie di valutazione d'azienda travalica l'oggetto del presente elaborato, il cui obiettivo è invece



quello di pervenire all'utilizzo della metodologia più coerente alla realtà imprenditoriale dell'azienda oggetto di valutazione.

Vengono in ogni caso di seguito illustrate le diverse metodologie di valutazione d'azienda.

Per la ricerca del valore di mercato di un'azienda, la dottrina e la prassi, hanno elaborato criteri e metodi valutativi di generale accettazione e utilizzo (fermo restando il carattere peculiare di ogni stima). I metodi più noti e adottati nella pratica delle valutazioni di azienda si possono sostanzialmente suddividere in quattro diversi macro-gruppi:

- Metodo finanziario;
- Metodo reddituale;
- Metodo patrimoniale;
- Metodo dei multipli;
- Metodo misto.

## 5.1 IL METODO FINANZIARIO

Il metodo finanziario basa la valutazione dell'azienda sul valore attuale dei flussi di cassa futuri disponibili per la remunerazione dei fattori produttivi impiegati dopo avere accantonato le risorse finanziarie necessarie a sostenere l'attività aziendale. In buona sostanza il metodo finanziario permette di valutare l'azienda in funzione della sua capacità, presente e prospettica, di remunerare gli investitori basandosi sui flussi di cassa generati dalla gestione operativa al netto delle imposte. È sicuramente un metodo razionale ma poco obiettivo per l'aleatorietà delle previsioni dei flussi monetari, in particolare della loro entità e del loro momento di manifestazione.

Si può procedere alla stima dei flussi di cassa attesi attraverso una proiezione dei flussi stessi normalizzati (FC) che utilizzi, alternativamente:

- Una capitalizzazione illimitata  $W1 = F.C. / i$
- Una capitalizzazione limitata  $W2 = F.C. a n^{-i}$

ove  $W1$  e  $W2$  rappresentano il valore attuale dei flussi di cassa futuri.

Una volta determinato il valore attuale dei flussi di cassa, il calcolo del valore economico  $W$  dell'azienda che si intende valutare può corrispondere:

i) All'*unlevered cash flow method*:

$$W = \sum FC_0 / WACC + VR - D$$

ii) *Al levered cash flow method:*

$$W = \sum FC_n / K_e + VR$$

Ove:

$\Sigma FC_0 / WACC$  = valore attuale dei flussi di cassa operativi

$\Sigma FC_n / K_e$  = valore attuale dei flussi di cassa netti

VR = valore attuale del valore residuo (terminal value)

D = posizione finanziaria netta (liquidità + crediti finanziari – debiti finanziari)

Il metodo finanziario è universalmente considerato il metodo logicamente più corretto. Esso però necessita di un sistema informativo aziendale molto sofisticato ed in grado di fornire previsioni finanziarie dotate di un alto grado di attendibilità per più esercizi futuri.

## 5.2 IL METODO REDDITUALE

Il metodo reddituale, che poggia le proprie fondamenta sui medesimi pilastri teorici di quello finanziario (si basa sull'attualizzazione dei flussi reddituali attesi), è considerato per l'appunto, una semplificazione di quello finanziario. La sua equivalenza sostanziale al metodo finanziario, nasce dal fatto che nel medio/lungo periodo i flussi finanziari attesi tendono ad equivalere a quelli reddituali.

Il metodo reddituale fonda il valore dell'azienda sulla sua capacità di generare reddito ed ha come obiettivo quello di valutare l'azienda come complesso unitario sulla base della relazione: *valore = redditività*. Esistono due tipologie di metodo reddituale:

- Il metodo reddituale semplice: si basa sulla stima dei flussi di reddito costanti, dove per reddito si intende il reddito normalizzato, vale a dire un reddito che esprime una misura equilibrata di redditività, destinata a durare nel tempo e depurata da ogni sua componente straordinaria onde evitare il rischio di rendere inattendibile il risultato della valutazione. Ai fini della determinazione del reddito si ritiene che la tecnica preferibile sia quella basata sul principio di conservazione dei redditi storicamente ottenuti in tempi recenti (metodo dei risultati storici).
- Il metodo reddituale complesso: a differenza del precedente, attualizza i flussi di reddito previsti anno per anno, fino alla conclusione dell'orizzonte temporale preso in considerazione. Tale applicazione trova spazio solo in caso di aziende che elaborano programmi di gestione di durata non superiore ai 5 anni.

Il metodo reddituale, rispetto a quello finanziario, ha il merito di richiedere una base dati meno sofisticata. Infatti anche nelle medie e piccole aziende esistono delle previsioni economiche capaci di simulare per un dato orizzonte temporale i redditi attesi.

### 5.3 IL METODO PATRIMONIALE

Il metodo patrimoniale e i suoi così detti derivati: metodo patrimoniale semplice e metodo patrimoniale complesso sono i più tradizionali, e forse quelli più usati.

I metodi patrimoniali misti hanno anch'essi una consolidata tradizione; fra questi quello che attualizzando i sovraredditi fornisce una stima autonoma dell'avviamento, pare essere quello più convincente, oltre che quello più accettabile dal punto di vista teorico. Ma se per i metodi finanziari e reddituali il più delle volte è arduo contare su una buona base dati, la stima autonoma dei sovraredditi pare ancora di più difficile determinazione.

I metodi patrimoniali richiedono un accurato esame di tutti gli aggregati del patrimonio, i quali vengono riespressi (ovvero rettificati) in base a criteri di valutazione, che per la maggior parte dei casi, differiscono da quelli utilizzati per la redazione del bilancio di esercizio. In generale quindi, l'espressione del patrimonio a valori correnti comporta la valutazione delle voci nell'ipotesi di realizzo separato dei vari cespiti.

Il metodo patrimoniale semplice fin qui descritto si arricchisce dell'aggettivo complesso, allorché agli elementi patrimoniali stimati a valori correnti si aggiunge la stima autonoma del valore dei beni immateriali. I beni immateriali, spesso inespressi nei bilanci, consistono in beni in qualche modo identificabili, misurabili e che possono essere oggetto di investimento, e/o di cessione. Tali beni di solito si dividono in commerciali (spese di penetrazione di mercati, marchi, spese commerciali) e di ricerca o industriali (brevetti, *know how*, processi produttivi, formule ecc.). Una considerevole differenza con il metodo patrimoniale semplice, che come sopra precisato può essere una somma di separate ipotesi di realizzo dei beni componenti il patrimonio aziendale, consiste nel fatto che, l'approccio patrimoniale complesso per definizione tende a considerare il complesso aziendale come pro-tempore inscindibile, infatti i valori dei beni immateriali inespressi sono tali solo se si assume il complesso aziendale come tale.

#### 5.4 IL METODO DEI MULTIPLI

Altro metodo di valutazione è quello che nella prassi viene definito metodo dei multipli. Nella valutazione tramite multipli, il valore dell'azienda deriva dal prezzo di mercato di alcune caratteristiche quantità aziendali riferite a società quotate paragonabili, come ad esempio gli utili, i flussi di cassa, il patrimonio netto o il fatturato. L'attrattività di questo metodo deriva dalla sua facilità di utilizzo, i multipli infatti possono essere impiegati per ottenere delle stime veloci del valore di impresa e sono particolarmente utili quando esiste un numero ampio di imprese confrontabili quotate nei mercati finanziari e il mercato mediante stabilisce per essere prezzi corretti. La relativa semplicità del calcolo tuttavia può far sì che tali indicatori siano facilmente manipolabili e suscettibili di utilizzi impropri, soprattutto nel caso in cui si riferiscano ad aziende non del tutto simili.

Il metodo dei multipli si distingue in: metodo dei multipli di mercato e metodo basato sull'EV.

Nel primo caso il ricorso ad una analisi imperniata su multipli presuppone una valutazione di tipo comparativo fra aziende operanti nel medesimo settore. Con questo approccio il prezzo viene rapportato a differenti variabili specifiche d'azienda che acquistano significato ed importanza differenti a seconda del settore di appartenenza dell'impresa. È quindi importante capire quale sia il multiplo più idoneo per ogni tipologia di impresa.

Nella prassi il più frequente usato è il rapporto prezzo/utili. Tale multiplo infatti risulta piuttosto intuitivo, è semplice da calcolare ed è ampiamente disponibile. Tuttavia il rischio implicito del metodo è rappresentato dal fatto che non vengono esplicitate ipotesi di crescita, di rischio e di dividendo, finendo così per rapportare valori che concettualmente si riferiscono a differenti periodi.

Il secondo metodo invece si fonda sul concetto di EV, calcolato sommando la capitalizzazione di borsa all'indebitamento finanziario netto della società da valutare.

I multipli maggiormente in uso sono: Rapporto Enterprise Value (EV)/Fatturato, Rapporto Enterprise Value (EV)/Margine Operativo Lordo, Rapporto Enterprise Value (EV)/Reddito Operativo. In questo caso il valore della capitalizzazione di borsa viene sommata al valore dei debiti finanziari e il valore che ne deriva viene rapportati a grandezze desumibili dal bilancio, al netto delle componenti della gestione finanziaria dell'impresa.

Questa metodologia è ampiamente utilizzata nei mercati finanziari e integra perfettamente il metodo dei multipli di mercato. Nella prassi, vengono create

delle banche dati che raccolgono la serie storica delle transazioni di settore sia di aziende quotate sia che non quotate, dalle quali si attinge per stimare rapidamente il valore probabile di una data azienda, applicando i multipli di mercato ad una grandezza chiamata EBITDA, definita come Margine Operativo al lordo degli ammortamenti e accantonamenti.

## **5.5 IL METODO MISTO**

I metodi misti patrimoniali – reddituali costituiscono una sintesi tra i due procedimenti sopra descritti, basati appunto sul patrimonio e sul reddito, e consentono, di norma, un minore grado di incertezza e soggettività contemplando entrambe le componenti dell'azienda, quella appunto patrimoniale e reddituale.

Il metodo misto è essenzialmente composto da due metodologie:

- il metodo del valore medio: che valuta l'azienda esprimendo la media aritmetica o ponderata dell'elemento patrimoniale e di quello reddituale;
- il metodo della stima autonoma dell'avviamento: che valuta l'azienda attualizzando il sovrareddito o con le formule della rendita perpetua o con la formula della rendita a durata limitata, aggiungendo il valore del patrimonio netto rettificato.

## **6 ANALISI CRITICA SULLA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE PER STIMARE LA CONGRUITÀ DELL'OFFERTA**

La dottrina aziendalistica<sup>5</sup> e la prassi professionale, concordano nel ritenere che la valutazione di un'azienda costituisca un problema complesso, la cui corretta risoluzione richiede la considerazione di molteplici profili, tra i quali, principalmente, i seguenti:

- i. la tipologia dell'operazione in vista della quale la valutazione è stata richiesta e le sue finalità;
- ii. l'identità, gli interessi e gli scopi delle parti interessate alla transazione, sempre che la valutazione sia effettuata a tale scopo;

---

<sup>5</sup> M. Massari – Il valore di mercato delle aziende, Giuffrè Editore; L. Guatri – La valutazione delle aziende, Egea 1990 – L. Guatri M. Bini – Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, Egea 2008; D. Balducci – la valutazione delle aziende, FAG 2009; C. Chiaccherini, V. Perrone, F. Perrini – I – Valuation, intangibili, competitività e valutazione d'impresa. - Egea 2008; L. Guatri – La teoria di creazione del valore, Egea 1991 – R.A. Brealey, S.C. Myers – Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill 1995; T.E. Copeland, J.F. Weston – Financial Theory and Corporate Policy, ADDISON WESLEY; E. Solomon – The Theory of financial Management, COLUMBIA UNIVERSITY PRESS; C. Chiaccherini, V. Perrone, Francesco Perrini – i valuation, Egea 2008 – A. Damodaran – Valutazione delle aziende, Maggioli Editore 2014 – G. Liberatore, A. Amaduzzi, E. Comuzzi, O. Ferraro – La Valutazione delle aziende in crisi, Giuffrè Editore - 2014 .

- iii. la specificità e lo stato dell'azienda oggetto di stima;
- iv. le informazioni disponibili per la valutazione.

Il variare ed il combinarsi delle possibili configurazioni che i suddetti profili, di volta in volta assumono, contribuisce a mutare, necessariamente, l'approccio e le conclusioni del soggetto chiamato ad esprimere la stima.

Si procede, quindi, ad analizzare singolarmente (e sinteticamente) i predetti profili.

#### La tipologia dell'operazione e le finalità della stima

Come ampiamente illustrato lo scrivente è stato incaricato di stimare la congruità dell'offerta irrevocabile di acquisto pervenuta da [REDACTED]

Il parere di congruità ha l'obiettivo di determinare se l'offerta economica presentata rispecchia fedelmente il valore reale del ramo d'azienda in questione. Esso, per essere formulato in modo corretto e puntuale, deve prevedere un'analisi dettagliata che include la valutazione delle attività e delle passività, l'esame dei flussi di cassa futuri attesi, l'analisi delle condizioni di mercato ed (eventualmente) il confronto con operazioni simili (se disponibili) avvenute di recente.

In ordine a ciò lo scrivente rileva che:

- il convincimento in ordine alla congruità del prezzo offerto da [REDACTED] (quindi l'analisi delle attività e passività) si è basato sulla limitata documentazione disponibile;
- non è stato possibile analizzare flussi di cassa (o di reddito) futuri attesi in quanto non disponibili. Peraltro, non è stato possibile nemmeno ipotizzare un qualsivoglia andamento basandosi sui risultati storici considerato che il ramo d'azienda oggetto di cessione rappresenta un *unicum* di "diversa" composizione. Inoltre, la ristretta documentazione contabile riferibile al ramo d'azienda in questione, fornita da [REDACTED] per mezzo del Curatore, rappresenta un Reddito Operativo (EBIT) pari a Euro -10.070 per il periodo Marzo – Giugno 2024. Tale documentazione risulta comunque limitata per ipotizzare redditi futuri attesi.
- il mercato degli imballaggi in legno, come illustrato in precedenza, ha mostrato *trend* di decrescita;
- non esistono operazioni simili in considerazione del fatto delle modeste dimensioni del ramo d'azienda oggetto di cessione.

#### Le parti interessate alla stima

Come già ampiamente illustrato, la presente *opinion* non è rilasciata a beneficio di specifiche parti che stanno negoziando, da una parte una



dismissione, e dall'altro un acquisto, ma solo a beneficio del Curatore di ALL SERVICE che vuole comprendere se l'offerta pervenuta possa essere considerata congrua.

La specificità e lo stato del ramo d'azienda oggetto di stima

Come noto il ramo d'azienda risulta essere di proprietà della Liquidazione Giudiziale ALL SERVICE e, di conseguenza, sconta – per propria natura – molteplici criticità.

Innanzitutto, la mancanza di informazioni finanziarie accurate e aggiornate rappresenta un ostacolo significativo. A questo si deve aggiungere la peculiarità di un'azienda (e di conseguenza di un proprio ramo) come ALL SERVICE che è stato “spogliata” – così come dichiarato dalla società stessa – nel corso degli ultimi esercizi di tutto il proprio personale qualificato e del correlato *know-how* maturato nel corso del tempo. Di fatto, l'azienda che esisteva sino all'esercizio 2022 (e comunque anche nel corso del 2023 e inizio 2024) ora non esiste più.

Gli unici *asset* sono riconducibili a cespiti datati, molti dei quali acquisiti da altra procedura fallimentare a dicembre 2015. Tale aspetto è meritevole di approfondimento in quanto ALL SERVICE aveva acquistato il ramo d'azienda operante in Dalmine (attualmente concesso in locazione a [REDACTED]) per un importo complessivo di Euro 50.000 di cui Euro 35.500 relativi a attrezzature, macchinari ed arredi ed Euro 14.500 ad un automezzo.

Lo scrivente, al fine di meglio comprendere la composizione di detto ramo, ha recuperato l'atto di cessione unitamente alla documentazione ancillare tra cui il verbale di inventario e il programma di liquidazione del Fallimento cedente ([REDACTED]). Da tale analisi è emerso quanto segue:

- il numero di beni ceduti dal Fallimento [REDACTED] era numericamente superiori rispetto a quelli inclusi nel ramo d'azienda di proprietà di ALL SERVICE;
- la quasi totalità dei beni<sup>6</sup> rientranti nel perimetro del ramo d'azienda di ALL SERVICE derivano dal ramo d'azienda acquistato dal Fallimento [REDACTED]
- nel Programma di Liquidazione del Fallimento [REDACTED] il Curatore rilevava che *“il patrimonio fallimentare si compone di*

---

<sup>6</sup> Dall'analisi del registro cespiti emergerebbe che solamente due beni (i.e. troncatrici pneumatiche) siano acquistate in epoca successiva (anni 2016 e 2017) all'acquisto del ramo d'azienda dal Fallimento DE.CO. Imballi Srl. Peraltro il valore netto contabile di tali beni ammonterebbe a complessivi Euro 4.200 circa.

*macchinari, attrezzature, impianti, automezzi, macchine d'ufficio, crediti ed eventuali azioni giudiziarie da intraprendere. Non sono presenti beni immobili.*

Tabella 2 – Patrimonio fallimentare Fallimento DE.CO

MOBILI		
Descrizione	Luogo	Stima (€)
1. Mobili e arredi per ufficio	Dalmine	2.640
2. Macchinari e attrezzature	Dalmine	25.790
2. Macchinari e attrezzature	Magnago	1.570
2. Macchinari e attrezzature	Nerviano	2.910
3. Automezzi	Dalmine	14.500
	<b>Totale</b>	<b>47.410</b>

[...]

*La stima complessiva di tutti i beni mobili risulta dalla perizia dell'Ing. Gianandrea Crippa, incaricato dalla procedura, che ha attribuito un valore complessivo di € 47.410,00”.*

Da ciò emerge chiaramente come il valore degli *asset* costituenti il ramo d'azienda di “Dalmine” fosse pari a complessivi Euro 42.930. In ordine a tale valore è opportuno rilevare però che: (i) i mobili, arredi, macchinari e attrezzature (Euro 28.430) erano numericamente superiori rispetto a quelli del ramo d'azienda ALL SERVICE; (ii) l'automezzo (Euro 14.500) non è incluso nel ramo d'azienda ALL SERVICE. È invece presente altro automezzo (acquistato nel 2017 presumibilmente usato considerato il costo) il cui valore netto contabile ammonta a complessivi Euro 3.000 circa.

Di talché appare evidente come il prezzo dei beni materiali specificato nell'offerta vincolante formulata da MVN (Euro 30.000) possa essere considerato congruo. Già nel 2015, infatti, il perito del Fallimento [REDACTED] aveva stimato i soli mobili, arredi, macchinari e attrezzature, che come detto erano numericamente superiori ed inclusivi di quelli oggetto di offerta vincolante, in complessivi Euro 28.430.

Nella realtà, se si facessero periziare oggi tali *asset*, il valore, anche in considerazione della vetustà (stante anche la particolare attività svolta che comporta una naturale usura) e genericità<sup>7</sup> degli stessi, sarebbe inferiore al predetto importo.

---

<sup>7</sup> Si fa riferimento a beni (i.e. seghe circolari, troncatrici, sezionatrici, pc, scrivanie, ...) che, proprio per la loro genericità di utilizzo, non possiedono un valore intrinseco tale da essere sopravvalutato dal mercato.

Per quanto concerne le prospettive future di reddito o di possibili flussi di cassa, che sono un elemento chiave nella valutazione aziendale, risultano di impossibile quantificazione come già ampiamente evidenziato.

Infine, la reputazione danneggiata e la perdita di capitale umano qualificato portano a ridurre ulteriormente l'attrattiva del ramo d'azienda, rendendo la stima una questione non solo di numeri, ma anche di percezioni difficilmente quantificabili.

Peraltro, il concetto di ramo d'azienda rappresenta una tematica complessa e multiforme all'interno del diritto commerciale e della dottrina aziendalistica, richiedendo un'analisi critica che ne esplori sia le potenzialità sia le limitazioni. In termini generali, un ramo d'azienda può essere infatti definito come un insieme organizzato di beni e risorse destinati all'esercizio di una specifica attività economica, dotato di autonomia funzionale e capace di funzionare come entità a sé stante all'interno dell'impresa madre.

Il concetto di ramo d'azienda non è però privo di criticità. La definizione e l'individuazione precisa di un ramo d'azienda possono risultare complesse e soggette a interpretazioni diverse, sia dal punto di vista giuridico che operativo. Inoltre, la separazione di un ramo d'azienda dal contesto più ampio della società madre potrebbe incontrare difficoltà pratiche, come la gestione delle sinergie operative e la redistribuzione delle risorse umane e materiali, che potrebbero non essere facilmente trasferibili o replicabili.

Come già anticipato, ancorché venga qualificato come ramo d'azienda, quello oggetto di stima – a parere dello scrivente – rappresenta più un coacervo di beni e persone che messo sul “libero mercato” difficilmente sarebbe in grado di svolgere un'attività economica in modo profittevole.

#### Le base informativa

La base informativa è uno dei pilastri fondamentali per la corretta valutazione aziendale. Rappresenta infatti la raccolta e l'analisi di tutti i dati rilevanti necessari per determinare il valore di un'impresa. Tale concetto è radicato nei PIV che definiscono la base informativa come “*l'insieme delle informazioni (storiche e prospettive) necessarie allo svolgimento dell'incarico, tenuto conto dell'incarico ricevuto dall'esperto, della data della valutazione, della configurazione di valore ricercata e della finalità della valutazione*”.

Avere una base informativa solida permette di ridurre l'incertezza e i rischi associati alle stime di valore, migliorando così la qualità e l'affidabilità delle valutazioni. Le *best practices* del settore suggeriscono che il valutatore svolga un'analisi approfondita delle fonti informative, verificando la loro attendibilità e completezza.

Per ottenere valutazioni efficaci e affidabili, è essenziale avere una base informativa robusta e condurre un'analisi fondamentale accurata. Anche le informazioni più dettagliate sarebbero inutilizzabili senza questa analisi. Tutti i metodi valutativi necessitano di una base informativa valida e di un'analisi approfondita per essere ritenuti affidabili. Pertanto, l'analisi fondamentale diventa un elemento essenziale per rendere i dati utili e applicabili nel processo valutativo.

A tal riguardo i PIV (PIV I.5) precisano: *“La valutazione deve esprimere un giudizio informato. L'esperto deve dunque precisare la base informativa di cui ha fatto uso e le eventuali limitazioni rilevate. La base informativa è costituita da dati e da ipotesi. Un giudizio informato presuppone che l'esperto svolga un'analisi della base informativa a disposizione con il necessario spirito critico.”*

In particolare, viene identificato all'interno dei PIV I.5.4: *“gli input che compongono la base informativa possono essere classificati:*

- i) rispetto al tempo: in informazione storica, informazione corrente, informazione prospettica;*
- ii) rispetto alla data della valutazione e della relazione di stima: informazione disponibile alla data di valutazione e informazione relativa ad eventi successivi o disponibile solo successivamente;*
- iii) rispetto all'accessibilità: informazione privata e informazione pubblica;*
- iv) rispetto alla fonte: informazione interna (prodotta dall'entità aziendale oggetto di valutazione) e informazione esterna (raccolta sul mercato o da fonti terze indipendenti)*
- v) rispetto alla completezza: informazione completa o incompleta*

*L'esperto deve illustrare le caratteristiche degli elementi informativi di cui ha fatto uso”.*

L'importanza del set informativo alla base dei modelli della valutazione aziendale è ampiamente riconosciuta dalla dottrina in materia di valutazione aziendale<sup>8</sup>, che afferma: *“La base informativa è condizione indispensabile al fine di tradurre, per il tramite dell'analisi fondamentale, le formule assolute e i moltiplicatori in strumenti di valutazione efficaci, cioè affidabili e dimostrabili.*

*Il processo valutativo non può fare a meno né dell'una né dell'altra; infatti, anche la più ampia e accurata base informativa sarebbe una massa inerte di*

---

<sup>8</sup> L. Guatri, M. Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, EGEA, 2009

*dati e di notizie se l'analisi fondamentale non sapesse organizzare le informazioni, selezionarle, elaborarle, interpretarle, comporre eventuali contraddizioni, contenere le incertezze e stimarne la credibilità.*

*Valutazioni assolute e valutazioni relative, in quest'ottica, si pongono sullo stesso piano: non solo le prime, ma anche le seconde hanno la necessità di valide basi informative e di un'accurata analisi fondamentale.”*

Le *best practices* confermano, quindi, la necessità di una base informativa robusta, sottolineando l'importanza di raccogliere e analizzare una gamma completa di dati, inclusi i dati storici, le previsioni economiche, le condizioni di mercato e le informazioni specifiche del settore.

In caso di limitazioni, è opportuno precisare che la valutazione risulta essere limitata, precisando le informazioni alle quali non si ha avuto accesso e le conseguenti limitazioni riscontrati al fine di determinare i risultati della stima.

A tal proposito, quanto elencato al §1.3 risulta insufficiente ai fini di una precisa stima del ramo d'azienda in questione. In particolare, la documentazione dati e risultati contabili dell'intero insieme aziendale riferibile ad ALL SERVICE e non scindibile al fine di individuare il contributo economico fornito dal solo ramo d'azienda in questione.

\*\*\*

Alla luce di quanto sopra appare evidente come lo scrivente tra le metodiche valutative in precedenza descritte potrebbe utilizzare esclusivamente quella c.d. patrimoniale semplice in quanto tutte le altre metodologie hanno la necessità di elaborate informative che né il Curatore né tantomeno lo scrivente possiedono.

A tal proposito lo scrivente rileva, come già anticipato, che con il metodo patrimoniale semplice si procede ad esprimere a valori correnti tutte le attività e tutte le passività. La differenza tra le attività e le passività determinate a valori correnti esprime il valore dell'impresa.

Questo metodo di valutazione, ha il pregio della semplicità, ed in taluni casi viene utilizzato nella pratica soprattutto per la semplicità concettuale di fondo oltre che della non necessità per la sua applicazione di effettuare stime di flussi futuri che, come detto, non sono nelle disponibilità dello scrivente.

Il difetto di questa metodologia, è che non tiene conto nel valore dell'azienda, ad esempio, del valore dell'avviamento o della capacità dell'impresa di generare redditi o flussi di cassa.

Come illustrato, il ramo d'azienda risulta essere composto esclusivamente da attività (rimanendo le passività in capo alla procedura di Liquidazione Giudiziale), ovvero dall'elenco di beni oggetto di trasferimento.

Dall'analisi effettuata in precedenza emerge come il valore complessivo di detti beni sia inferiore rispetto al prezzo offerto da [REDACTED] di Euro 30.000. Come illustrato, però, l'offerta vincolante trasmessa alla Curatela comprende anche la quantificazione di un avviamento (Euro 50.000) che, come evidenziato, la metodica patrimoniale non valorizza.

Peraltro, come ampiamente descritto, gli accadimenti che hanno interessato ALL SERVICE nel corso degli ultimi esercizi conducono a rilevare che in seno alla stessa non possa manifestarsi alcun avviamento.

## 7 CONCLUSIONE

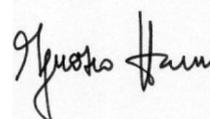
Alla luce della documentazione ricevuta unitamente a quella ulteriormente acquisita, e considerate le limitazioni del presente lavoro di cui si è dato ampiamente conto, lo scrivente ritiene che l'offerta irrevocabile di acquisto formulata da [REDACTED] per il ramo d'azienda di proprietà di ALL SERVICE di complessivi Euro 80.000 possa essere considerata congrua.

Lo scrivente segnala, infine, che la proposta prevede che “il pagamento verrà integralmente effettuato contestualmente all'atto di compravendita sottraendo dallo stesso tutti i pagamenti già anticipati, e che lo saranno alla data dell'atto di compravendita, a [REDACTED] Packaging in nome e per conto di All Service srl, quali a titolo esemplificativo il TFR dei dipendenti cessati per la quota parte maturata ante affitto di ramo di azienda, utenze per periodi ante affitto del ramo di azienda e canone di locazione immobile sito in Dalmine [...]”.

Non si è a conoscenza di eventuali pagamenti anticipati effettuati da MVN (peraltro, taluni di rango chirografario) e quindi eventuale introito della Procedura potrebbe essere inferiore all'importo di cui all'offerta vincolante.

Milano, 22.07.2024

Dott. Ignazio Arcuri



## 8 ALLEGATI

Doc. 1 – Contratto di affitto di ramo d'azienda tra All Service Srl e   
Packaging Srl

Doc. 2 – Atto di cessione di azienda tra De.Co. Imballi Srl e All Service Srl

Doc. 3 – Proposta d'acquisto ramo d'azienda da 

