ORDINE
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI
DI FIRENZE

TRIBUNALE DI FIRENZE

Sezione Esecuzioni Mobiliari

R.G. Esecuzioni n. 77/2021

Giudice dell'Esecuzione: dott.ssa Felicia Barbieri

Udienza di comparizione: 03/07/2025

Relazione non giurata di stima del valore attribuibile alle quote di partecipazione sociale pignorate riferibili alle società

GBN Immobiliare S.r.l.

e

Toscana Non Tessuti S.r.l.

alla data del 31 dicembre 2024

Dott. Ettore Andreani

Dottore Commercialista/Revisore Legale
e-mail: ettoreandreani@commercialisti.fi.it
Via Frà Domenico Buonvicini, 21
50132 FIRENZE (IT)

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Indice:

1. Premessa ____ *3*

2. Assumptions nel processo valutativo e condizioni limitative ____ *4*

3. Documentazione esaminata ____ *4*

4. Descrizione delle società oggetto della presente valutazione ____ *5*

4.1. GBN Immobiliare S.r.l. ____ **5**

4.2. Toscana Non Tessuti S.r.l. ____ **7**

5. L'analisi del settore di appartenenza ____ *8*

5.1. Il settore di appartenenza di GBN ____ **8**

5.2. Il settore di appartenenza di TNT ____ **8**

6. Analisi dei bilanci dell'ultimo quinquennio (2020-2024) ____ *10*

6.1. Analisi dei bilanci dell'ultimo quinquennio (2020-2024) di GBN ____ **10**

6.2. Analisi dei bilanci dell'ultimo quinquennio (2020-2024) di TNT ____ **10**

7. Metodologia di valutazione ____ *11*

7.1. Metodologia valutativa adottata per GBN e TNT ____ **14**

7.1.1. Metodo patrimoniale semplice (GBN) ____ 16

7.1.2. Metodo misto con stima autonoma dell'avviamento (TNT) ____ 20

8. Conclusioni ____ *26*

Dott. Ettore Andreani

Dottore Commercialista/Revisore Legale
e-mail: ettoreandreani@commercialisti.fi.it
Via Frà Domenico Buonvicini, 21
50132 FIRENZE (IT)

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

1. Premessa

Il sottoscritto Dott. Ettore Andreani, nato a Firenze il 10/06/1979, con domicilio professionale in Firenze, via Frà Domenico Buonvicini 21, (d'ora in poi il "**Professionista**") iscritto all'Albo dei Dottori commercialisti ed esperti contabili di Firenze al n. 2412/A e al Registro dei Revisori Legali al n. 154.575, Decreto del 31 marzo 2009, con ordinanza del 05/02/2025 nell'ambito dell'esecuzione mobiliare pendente presso il Tribunale di Firenze (r.g.e. n. 77/2021, G.E.: dott.ssa Felicia Barbieri), è stato designato esperto stimatore del valore delle quote pignorate (pari al 33,33 % ciascuna) riferibili alle seguenti società:

- **GBN Immobiliare S.r.l.**, (C.F. e P.I. 01410000473), con sede legale in Cerreto Guidi (FI), Via della Repubblica n. 115, iscritta al Registro delle imprese di Firenze n. REA FI-570252;
- **Toscana Non Tessuti S.r.l.** (C.F. e P.I. 01388370478), con sede legale in Cerreto Guidi (FI), Via della Repubblica n. 115, iscritta al Registro delle imprese di Firenze n. REA FI-522695.

Con la predetta ordinanza del 05/02/2025, il G.E. ha affidato al Professionista il seguente incarico:

> "*esaminati gli atti e i documenti di causa, acquisita tutta la documentazione utile o solo necessaria presente presso gli uffici pubblici in generale e la Camera di Commercio, in particolare, sentiti gli amministratori delle società le cui quote sono state pignorate, visionati i libri sociali comunque tenuti dalle società, assunte le opportune informazioni presso l'Agenzia delle Entrate, l'INPS e l'INAIL o altri istituti pubblici sull'esistenza e l'ammontare di eventuali debiti delle società non risultanti dai libri contabili:*
>
> ***A) verifichi se le quota di partecipazione sociale pignorate appartengano effettivamente al debitore nella misura dichiarata, se vi siano vincoli alla loro libera trasferibilità (divieti o vincoli alla alienazione, diritti di***

Dott. Ettore Andreani

Dottore Commercialista/Revisore Legale
e-mail: ettoreandreani@commercialisti.fi.it
Via Frà Domenico Buonvicini, 21
50132 FIRENZE (IT)

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

prelazione, clausole di preferenza o gradimento, ecc.), se risultino precedenti pignoramenti o sequestri ovvero se le quote risultino appartenere, in tutto o in parte, a persona diversa dal debitore, in virtù di atto opponibile ai creditori, ovvero emergano atti pregiudizievoli*;*

B) quantifichi il presumibile valore di realizzo ad oggi derivante dalla vendita delle quote sociali oggetto di pignoramento".

Alla luce delle disposizioni indicate nel sopra trascritto incarico assegnato dal G.E., il sottoscritto relazionerà sugli esiti delle verifiche di cui al punto *A)*, nell'ambito della relazione (che sarà depositata in PCT entro la data dell'udienza di comparizione delle parti del 3/7 p.v.) redatta in qualità di custode delle medesime quote pignorate. La presente relazione avrà dunque ad oggetto unicamente la stima del valore delle quote di partecipazione sociale pignorate, richieste al punto *B)* dell'incarico.

2. *Assumptions* nel processo valutativo e condizioni limitative

La presente relazione è stata redatta sulla base delle seguenti limitazioni ed *assumptions*, comuni perlopiù a quelle previste dall'AICPA (*American Institute of Certified Public Accountants*) nel documento "*Statement on Standards for Valuation Services One, Valuation of a Business, Business Ownership Interest, Security, or Intangible Assets*":

- la relazione di stima delle quote di partecipazione pignorate è di uso esclusivo della procedura e non può essere impiegata per altre finalità o da parti terze;
- le informazioni di carattere generale sul settore e quelle di natura statistica sono state estrapolate da fonti ritenute attendibili, delle quali non si è tuttavia proceduto alla verifica e si assumono conseguentemente come date;
- l'incarico non prevede alcuna attività di revisione e certificazione contabile dei bilanci e delle situazioni contabili consegnate dagli amministratori delle società.

3. Documentazione esaminata

Per la stima del valore delle quote di partecipazione sociale pignorate, riferite alle società

Dott. Ettore Andreani

Dottore Commercialista/Revisore Legale
e-mail: ettoreandreani@commercialisti.fi.it
Via Frà Domenico Buonvicini, 21
50132 FIRENZE (IT)

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

GBN e TNT, è stata esaminata la seguente documentazione, in parte estrapolata direttamente dalle banche dati pubbliche ed in parte consegnata dagli amministratori delle predette società:

- atto costitutivo e statuto delle società GBN e TNT;
- visure camerali storiche delle società GBN e TNT;
- situazione debitoria complessiva TNT comunicata da Agenzia delle Entrate Riscossione con pec del 07/03/2025;
- situazione debitoria complessiva TNT comunicata da INPS con pec del 03/03/2025;
- risposta INAIL alla richiesta informativa dei debiti contributivi TNT e GBN con pec del 06/03/2025;
- bilanci di esercizio GBN e TNT per gli anni 2020, 2021, 2022, 2023;
- bilanci di verifica GBN e TNT per l'anno 2024;
- bozze dei bilanci CEE per l'anno 2024 di GBN e TNT, approvate dall'assemblea dei soci in data 27/05/2025;
- partitari clienti e fornitori di GBN relativi all'anno 2024;
- partitari clienti di TNT relativi all'anno 2024
- registro beni ammortizzabili di GBN relativo agli anni 2023 e 2024;
- registro beni ammortizzabili di TNT relativo all'anno 2024;
- contratto di locazione immobiliare tra GBN e TNT dell'ottobre 2024.

4. Descrizione delle società oggetto della presente valutazione

4.1. GBN Immobiliare S.r.l.

La GBN Immobiliare S.r.l. (di seguito "**GBN**"), C.F. e P.I. 01410000473, con sede legale in Cerreto Guidi (FI), Via della Repubblica n. 115, iscritta al Registro delle imprese di Firenze n. REA FI-570252, è stata costituita con atto del 31/08/2000, per il perseguimento del seguente oggetto sociale (indicato in visura camerale con codice ATECO 68.20.01):

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

"la costruzione, il recupero, la valorizzazione, la compravendita, la permuta, la lottizzazione, la gestione, la manutenzione di immobili o di diritti immobiliari di qualunque tipo, sia per conto proprio che per conto terzi, anche a mezzo di contratti di appalto, ovvero l'assunzione di appalti volti ad eseguire le attività predette, nonché l'esercizio di attività di promozione e/o intermediazione nel settore immobiliare".

L'attività in concreto svolta da GBN consiste nella locazione di un immobile di proprietà. In particolare, siffatto immobile (descritto al C.F. del Comune di Cerreto Guidi, F. 7, part. 1112, cat. D/1, mq 3884, rendita € 27.424,00) è stato riscattato nel corso del 2018, mediante l'ottenimento di un mutuo chirografario di € 340.000,00, erogato da Banca Popolare di Spoleto (oggi Banco Desio), che prevedeva il pagamento di n. 48 rate mensili di € 7.378,34, mutuo ad oggi interamente rimborsato.

Alla data della presente relazione, il capitale sociale, pari ad € 10.710,00, risulta sottoscritto ed integralmente versato dai seguenti soggetti (che compongono l'attuale compagine sociale):

- [redacted] per la quota del 33,33% (quota pignorata nel procedimento esecutivo in epigrafe), pari ad un valore nominale di € 3.570,00);
- [redacted]), per la quota del 33,33%, pari ad un valore nominale di € 3.570,00);
- [redacted] per la quota del 16,67%, pari ad un valore nominale di € 1.785,00);
- [redacted] per la quota del 16,67% , pari ad un valore nominale di € 1.785,00.

Il Consiglio di Amministrazione, in carica dal 10/12/2019, è composto da due membri:

- [redacted], in qualità di Presidente del Consiglio di Amministrazione;
- [redacted], in qualità di membro del Consiglio di Amministrazione.

L'organo di controllo non è stato nominato per mancato superamento dei limiti di legge.

Dott. Ettore Andreani

Dottore Commercialista/Revisore Legale
e-mail: ettoreandreani@commercialisti.fi.it
Via Frà Domenico Buonvicini, 21
50132 FIRENZE (IT)

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

4.2. Toscana Non Tessuti S.r.l.

La Toscana Non Tessuti S.r.l. (di seguito "**TNT**") C.F. e P.IVA 07025380481, con sede legale in Cerreto Guidi (FI), Via della Repubblica n. 115, iscritta al Registro delle imprese di Firenze n. REA FI-522695, è stata costituita con atto del 12/1/2000, per il perseguimento del seguente oggetto sociale (indicato in visura camerale, con codice ATECO 13.95):

"*la produzione di tessuto non tessuto sia con fibre sintetiche che naturali, ivi incluse le lavorazioni annesse fra cui anche l'impregnazione e la spalmatura*".

Alla data della presente relazione, il capitale sociale, pari ad € 490.000,00, risulta sottoscritto ed integralmente versato dai seguenti soggetti (che compongono l'attuale compagine sociale):

- [redacted] per la quota del 33,33% (quota pignorata nel procedimento esecutivo in epigrafe), pari ad un valore nominale di € 163.317,00);
- [redacted] per la quota del 33,33%, pari ad un valore nominale di € 163.317,00;
- [redacted] per la quota del 16,67%, pari ad un valore nominale di € 81.683,00;
- [redacted] per la quota del 16,67%, pari ad un valore nominale di € 81.683,00.

Il Consiglio di Amministrazione, in carica dal 18/05/2022, è composto da due membri:

- [redacted] in qualità di Presidente del Consiglio di Amministrazione;
- [redacted], in qualità di membro del Consiglio di Amministrazione.

Il revisore unico della società è il [redacted], in carica dal 17/05/2023.

Dott. Ettore Andreani

Dottore Commercialista/Revisore Legale
e-mail: ettoreandreani@commercialisti.fi.it
Via Frà Domenico Buonvicini, 21
50132 FIRENZE (IT)

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

5. L'analisi del settore di appartenenza

5.1. Il settore di appartenenza di GBN

Negli ultimi anni, il mercato italiano del *real estate* e, in particolare, delle locazioni d'immobili propri, ha mostrato andamenti differenziati in base alla tipologia del comparto immobiliare e all'area geografica di riferimento.

Dal punto di vista reddituale, il settore si è caratterizzato per rese lorde medie comprese, per gli immobili residenziali, tra il 4% e il 6%, con rendimenti potenzialmente superiori nel caso di immobili commerciali o industriali, a fronte però di maggiori rischi di *vacancy* e morosità[1]. La localizzazione incide in modo determinante sulla *performance* degli *asset*, con divari marcati tra le aree centrali ad alta domanda e le zone periferiche o meno servite. Rilevante è anche l'incidenza degli aspetti normativi e fiscali, tra cui l'imposizione locale (IMU, TARI), nonché l'impatto delle normative in tema di efficienza energetica e sicurezza (ad es.: certificazioni energetiche, interventi di ristrutturazine).

5.2. Il settore di appartenenza di TNT

La TNT opera nel settore tessile e, in particolare, nel comparto specializzato nella produzione, lavorazione e commercializzazione del tessuto non tessuto.

Dall'analisi condotta dall'Istat sul settore tessile (ultimo aggiornamento risalente al 28 maggio u.s.), le imprese appartenenti al settore tessile, attive sul territorio domestico nell'esercizio 2022 (ivi individuato quale ultimo anno disponibile), ammontavano a 11.268 (di cui il 26,4% qualificate come esportatrici), con un numero di dipendenti addetti in media di 107.971, ed in grado di generare una redditività lorda del 37,2%. Sotto il profilo della rischiosità finanziaria, l'osservatorio CRIF sulle imprese ha elaborato la

[1] Fonti:
https://www.astalegale.net/Blog/Post/mercato-degli-affitti-in-italia-previsioni-per-il-2025;
https://www.assoimmobiliare.it/wp-content/uploads/2025/03/Real-Estate-la-ripresa-ce-ma-le-transazioni-fanno-i-conti-con-le-incertezze-L.Cavestri.pdf;
https://www.confcommercio.it/-/mercato-immobiliare
https://www.unioneimmobiliare.org/rapporti-studi/il-mercato-nazionale-degli-immobili-industriali-e-commerciali-nbsp-/

Dott. Ettore Andreani

Dottore Commercialista/Revisore Legale
e-mail: ettoreandreani@commercialisti.fi.it
Via Frà Domenico Buonvicini, 21
50132 FIRENZE (IT)

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

seguente tabella, dalla quale emerge, per tutti i comparti del settore tessile, un incremento – marcatamente più sensibile per il comparto "pelli, cuoio e calzature" – del tasso di *default*.

Tasso di default	2023 Q4	2024 Q2
Totale Settore Tessile e Abbigliamento	2,84%	3,27%
Abbigliamento	3,12%	3,34%
Pelli, cuoio e calzature	3,46%	4,35%
Tessitura e prodotti tessili	1,82%	2,05%
Totale Italia	2,58%	2,46%

Con riferimento allo specifico comparto del tessuto non tessuto (classe merceologica – Ateco: 13.95.00), in Italia risultano attive (e depositanti i bilanci al registro delle imprese, dunque escluse tutte quelle entità giuridiche non obbligate a tale adempimento) 149 società (ivi inclusa la TNT), concentrate in massima parte in Lombardia (circa il 28%) e in Toscana (circa il 20%). Dall'esame dei principali dati pubblicati dai *comparables* della TNT (analisi effettuata dal sottoscritto, mediante l'utilizzo della banca dati Aida, su di un *cluster* di società attive ed operanti nel settore individuato dal predetto codice merceologico), si rileva che:

- sotto il profilo economico, il fatturato medio del comparto, nel quinquennio 2020 – 2023, è rimasto pressoché costante (con valori pari a circa 14 ML), l'Ebitda *margin*, nel medesimo arco temporale, ancorché mostri un andamento fluttuante, probabilmente dipeso dall'instabilità, quantomeno iniziale, tipica del periodo *post* pandemico, è pari a circa il 14%, mentre il ROE medio di settore nel 2023 è pari a circa il 7%;
- sotto il profilo finanziario, invece, il rapporto *debt/equity* evidenzia un particolare incremento tra il 2022 e il 2023, attestandosi, in quest'ultimo anno (2023) su un valore percentuale pari al 3,82% (superiore rispetto al valore soglia che la prassi

Dott. Ettore Andreani

Dottore Commercialista/Revisore Legale
e-mail: ettoreandreani@commercialisti.fi.it
Via Frà Domenico Buonvicini, 21
50132 FIRENZE (IT)

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

aziendalistica pone pari a 2), che denota un eccessivo ricorso a capitali di terzi per alimentare l'operatività aziendale.

6. Analisi dei bilanci dell'ultimo quinquennio (2020-2024)

6.1. Analisi dei bilanci dell'ultimo quinquennio (2020-2024) di GBN

Nella tabella sottostante, sono indicati i principali indici di bilancio per GBN.

Indici	2020	2021	2022	2023	2024
EBITDA/Vendite	64,80%	58,42%	57,53%	46,19%	28,50%
ROE	18,45%	13,51%	9,95%	6,22%	0,53%
Indice di copertura delle imm.	1,13	1,17	1,33	1,10	1,12
Patrimonio netto/attivo	0,70	0,76	0,93	1,00	0,98
Indice di autonomia finanziaria	69,54%	76,23%	92,51%	102,10%	97,62%

Gli indici sopra riportati mostrano, da un lato, un progressivo calo della marginalità operativa e della redditività della società, dipeso, in particolare, dalla contrazione del fatturato (derivante principalmente dal periodo pandemico) e dall'incremento dei costi prevalentemente di natura non monetaria, e, dall'altro lato, una solidità patrimoniale e finanziaria della società, con evidente scarsa attitudine ad attingere a capitale di terzi (il capitale proprio è infatti in grado di coprire ampiamente i debiti complessivi della società).

6.2. Analisi dei bilanci dell'ultimo quinquennio (2020-2024) di TNT

Nella tabella sottostante, sono sintetizzati i principali indici di bilancio per TNT.

Indici	2020	2021	2022	2023	2024
EBITDA/Vendite	3,93%	4,41%	3,95%	5,31%	5,92%
ROE	1,82%	4,88%	1,09%	3,54%	3,63%
Indice di copertura delle imm.	0,65	0,68	0,55	0,67	0,78

Dott. Ettore Andreani

Dottore Commercialista/Revisore Legale
e-mail: ettoreandreani@commercialisti.fi.it
Via Frà Domenico Buonvicini, 21
50132 FIRENZE (IT)

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Patrimonio netto/attivo	0,19	0,21	0,21	0,21	0,20
Debt/Equity ratio	3,95	3,22	3,43	3,25	3,48

Nel periodo di riferimento, dall'analisi degli indici indicati nella tabella precedente, emerge, sotto il profilo reddituale, un progressivo miglioramento dell'Ebitda *margin*, probabilmente dipeso dalla ripresa del settore dopo il periodo pandemico, ancorché il ROE mostri negli anni una certa volatilità, mentre, sotto il profilo finanziario, il Debt/equity *ratio* si mantiene su livelli elevati per l'intero quinquennio (oltre 3, rispetto al parametro soglia di 2), in linea con i dati settoriali, evidenziando conseguentemente un preponderante ricorso a capitali di terzi.

7. Metodologia di valutazione

La valutazione del valore economico attribuibile alle società GBN e TNT, strumentale alla conseguente stima del valore delle quote di partecipazione sociale pignorate, non può che prendere le mosse dalla scelta del metodo di stima ritenuto più idoneo al caso oggetto di analisi. Detta scelta deve essere necessariamente effettuata in coerenza con le finalità della presente perizia e, pertanto, non può che ricadere su un metodo che rispetti i noti requisiti di razionalità, obiettività ed equità. A tale proposito, si deve premettere che:

- non esistono formule o regole definite cui attenersi per effettuare valutazioni di società, aziende o di parti di esse: come già delineato la dottrina e la prassi professionale, nel tempo, hanno sviluppato criteri (e metodologie) che riscontrano generale accettazione presso gli operatori; questi criteri, per quanto corretti sotto un profilo concettuale, si differenziano tra loro, poiché enfatizzano aspetti diversi dell'impresa da valutare, con diverse peculiarità e problematicità in fase di applicazione pratica, a loro volta indefettibilmente correlate alla identificazione delle determinanti essenziali del processo valutativo;
- la società o l'azienda rappresenta un fenomeno contrassegnato dall'azione di molteplici fattori, complessivamente destinati al raggiungimento di un determinato

Dott. Ettore Andreani

Dottore Commercialista/Revisore Legale
e-mail: ettoreandreani@commercialisti.fi.it
Via Frà Domenico Buonvicini, 21
50132 FIRENZE (IT)

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

fine e, come tale, non può essere valutata individuando la semplice somma del valore contabile dei singoli beni patrimoniali che la compongono. Pertanto, i criteri di valutazione (e, all'interno di questi, i metodi di valutazione) debbono essere opportunamente scelti in funzione della natura e delle caratteristiche della società o dell'azienda da valutare, nonché delle finalità della valutazione stessa. Il tutto, col precipuo obiettivo di pervenire ad una stima che rappresenti, attendibilmente, l'attitudine dell'unità produttiva al raggiungimento del suo scopo fondamentale: l'equilibrio economico-finanziario a valere nel tempo.

Tanto doverosamente premesso, appare dunque evidente come l'applicazione di tecniche diversificate consenta, peraltro, di mettere in luce aspetti diversi del potenziale della società o dell'azienda e di offrire diverse prospettive di analisi in merito alla quantificazione del valore della stessa. Prima di illustrare i criteri ed il metodo di valutazione scelti nel caso di specie, si ritiene comunque opportuno tratteggiare brevemente i caratteri fondamentali di quelli che vengono comunemente proposti dalla dottrina e dalla prassi professionale prevalente. I risultati delle varie metodologie saranno poi in generale diversi perché, pur basandosi sulle stesse assunzioni e previsioni economico-finanziarie, differiscono, spesso radicalmente, in quanto alle metodologie di calcolo utilizzate e all'interpretazione di determinate grandezze quali reddito e capitale investito.

Passando da un piano teorico ad uno più propriamente empirico, le metodologie di valutazione del capitale economico dell'azienda impiegate più di frequente sono:

- i **metodi basati su grandezze stock**: detti anche patrimoniali, per i quali il valore dell'azienda da valutare può sintetizzarsi secondo la seguente formula:

$$W = K'$$

dove W esprime il valore dell'investimento sottoposto a stima e K' rappresenta l'investimento, ossia il valore di mercato in ipotesi di continuità di gestione, di tutte le attività materiali ed immateriali (nei casi in cui esse possano essere determinate

Dott. Ettore Andreani

Dottore Commercialista/Revisore Legale
e-mail: ettoreandreani@commercialisti.fi.it
Via Frà Domenico Buonvicini, 21
50132 FIRENZE (IT)

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

singolarmente), diminuite di tutte le passività; tali metodi non prendono in esplicita considerazione gli aspetti inerenti la capacità dell'azienda di produrre risultati economici;

- i **metodi basati su grandezze flusso**: detti anche reddituali e/o finanziari, a seconda che la valutazione tenga conto della dinamica reddituale oppure della dinamica finanziaria. I criteri economico-finanziari si fondano sull'ipotesi che il valore di un bene sia pari al valore attuale dei benefici futuri ottenibili dal suo utilizzo.

  Più precisamente, tali metodi possono classificarsi come segue:

  - metodi reddituali, per i quali il valore di un'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei redditi futuri (considerati per un periodo di tempo limitato, ovvero illimitato), secondo la seguente formula:

$$W = R\ (1+i)^{-1} + R\ (1+i)^{-2} + ... + R\ (1+i)^{-n}$$

    dove W rappresenta il valore dell'investimento, R il reddito atteso ed i il tasso di attualizzazione impiegato (basato, di norma, sul tasso di rendimento del capitale di rischio); questi metodi trovano sovente applicazione nelle aziende commerciali e di servizi, laddove gli aspetti reddituali siano prevalenti rispetto a quelli patrimoniali;

  - metodi finanziari, per i quali il valore di un'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei flussi di cassa che la stessa sarà in grado di generare nel tempo (l'orizzonte temporale può essere in ogni caso limitato o illimitato), secondo la seguente formula:

$$W = F\ (1+i)^{-1} + ... + F\ (1+i)^{-n} + ... + P\ (1+i)^{-n}$$

dove W è il valore dell'investimento, F1 ed Fn sono i flussi finanziari futuri dati dai dividendi relativi agli anni da 1 ad n, mentre Pn è il flusso finanziario derivante dall'ipotetico plusvalore ritraibile in sede di cessione dell'organismo aziendale e i il tasso di attualizzazione utilizzato per scontare al valore attuale i flussi di cassa attesi in futuro (può essere il tasso di rendimento del capitale di rischio, ovvero il costo medio ponderato del capitale, a seconda della configurazione di flusso di cassa considerato);

Dott. Ettore Andreani

Dottore Commercialista/Revisore Legale
e-mail: ettoreandreani@commercialisti.fi.it
Via Frà Domenico Buonvicini, 21
50132 FIRENZE (IT)

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

questi metodi trovano spesso applicazione per imprese in cui sono disponibili proiezioni economiche e patrimoniali di medio-lungo termine;

- **metodi misti**: detti anche "ibridi", combinano opportunamente i diversi elementi ed i tratti metodologici indicati in precedenza, segnatamente quelli propri dei metodi patrimoniali e reddituali. Essi si fondano sull'ipotesi che il valore di un bene dipenda, al contempo, sia dal suo costo di sostituzione (o di riproduzione), sia dalla sua capacità di produrre benefici economici futuri. Nell'ambito di questi metodi, quello più diffuso è sicuramente il metodo "misto con stima autonoma dell'avviamento", per il quale si determina il valore di un'azienda sulla base di una valutazione analitica di tutte le attività, debitamente diminuite di tutte le passività, successivamente rettificata per tenere conto dei redditi generabili dal complesso aziendale;
- i **metodi di mercato**: sono conosciuti anche come metodi "diretti" poiché si basano su grandezze significative desunte dal mercato di riferimento quali, ad esempio, il prezzo corrente dei relativi titoli azionari (nel caso di azienda sottoposta a quotazione) ovvero, nel caso di azienda non quotata, un campione di aziende simili sotto il profilo strutturale ed operativo. Essi si basano pertanto sull'ipotesi che il valore di un bene sia determinabile con riferimento al prezzo registrato in scambi di beni similari avvenuti nel recente passato. Scendendo nel dettaglio, tali metodi possono classificarsi come segue:
  - metodi dei multipli di borsa, per i quali è necessario raffrontare la società da valutare con società quotate similari;
  - metodi delle transazioni comparabili, per i quali è necessario invece riconoscere all'azienda un valore pari ai prezzi registrati in transazioni recenti fuori mercato, aventi per oggetto realtà imprenditoriali comparabili.

7.1. Metodologia valutativa adottata per GBN e TNT

Opportunamente illustrati, seppur per sommi capi, i più diffusi metodi esistenti in dottrina, si rende necessario scegliere il metodo che possa maggiormente adattarsi al contesto specifico. Inoltre, le *best practices* internazionali suggeriscono, da un lato, di individuare non solo un metodo c.d. **"principale"** di valutazione, ma anche di scegliere

Dott. Ettore Andreani

Dottore Commercialista/Revisore Legale
e-mail: ettoreandreani@commercialisti.fi.it
Via Frà Domenico Buonvicini, 21
50132 FIRENZE (IT)

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

uno o più ulteriori metodi alternativi c.d. **"di controllo"** al fine di mediare, confrontare e validare il risultato così ottenuto.

Venendo ai criteri di valutazione, se da un lato è vero che il legislatore lascia piena delega alla tecnica economica aziendale, non indicando alcun criterio di stima, dall'altro lato, è opinione unanime in dottrina e nella prassi, che la valutazione non può comunque considerare valori potenziali, ma solo valori in atto, e che le metodologie impiegate debbano essere appropriate rispetto alle caratteristiche dell'oggetto (beni, aziende etc.), alle specifiche circostanze concrete e il più possibile ispirate a ragioni di cautela, attendibilità e dimostrabilità delle valutazioni condotte. In questa prospettiva, da più parti, si ritiene che sia necessario fornire, oltre che il valore economico complessivo dell'oggetto, anche una rappresentazione del patrimonio in modo di dare evidenza della composizione degli elementi patrimoniali. Tale ultima esigenza non conduce tuttavia alla conclusione che gli unici criteri valutativi adottabili siano quelli analitici di matrice patrimoniale, che presuppongono la puntuale stima e l'espressione a valori correnti dei singoli elementi attivi e passivi, dando in questo modo contezza dei valori attuali di scambio, delle caratteristiche dei beni conferiti e dello stato di ciascuno di essi.

Sebbene in letteratura si trovi di frequente la raccomandazione di privilegiare l'impiego di più metodologie valutative, o quantomeno l'impiego accanto al metodo "principale" di un metodo c.d. "di controllo", non deve in realtà attribuirsi importanza al fatto che possa essere impiegato anche un solo metodo, giacché è stato sottolineato (Guatri – Uckmar, Linee guida per la valutazione delle aziende, p 92) che "l*'ingiustificato ricorso ad un ampio spettro di metodologie spesso appare tuttavia solo un modo di sfuggire alla responsabilità di comporre una scelta ragionata, idonea a riflettere le peculiarità del caso in esame*".

Il sottoscritto, considerando i settori di attività delle società GBN e TNT, nonché i mercati nei quali le medesime operano, ha ritenuto quindi di adottare rispettivamente il metodo patrimoniale semplice (nel caso di GBN) e il metodo misto patrimoniale-reddituale con

Dott. Ettore Andreani

Dottore Commercialista/Revisore Legale
e-mail: ettoreandreani@commercialisti.fi.it
Via Frà Domenico Buonvicini, 21
50132 FIRENZE (IT)

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

stima autonoma dell'avviamento (nel caso di TNT), escludendo l'applicazione di un metodo di controllo.

7.1.1. Metodo patrimoniale semplice (GBN)

Il metodo patrimoniale semplice consente di determinare il valore economico di un'entità aziendale, quale differenza tra il valore corrente delle attività e delle passività alla data di riferimento. Tale metodologia si fonda su una logica di tipo statico, in quanto prescinde dalla capacità dell'azienda di generare reddito futuro, focalizzandosi unicamente sulla consistenza e sulla qualità del patrimonio aziendale esistente.

Ai fini della valutazione, si rende necessario procedere ad una serie di rettifiche (in aumento e/o in diminuzione) per rappresentare correttamente il valore economico corrente delle diverse poste patrimoniali. In particolare, le attività devono essere valutate, tenendo conto del loro presumibile valore di realizzo o del loro valore corrente di mercato, mentre le passività vanno considerate al loro valore effettivamente esigibile, includendo anche passività potenziali, oneri latenti e debiti non iscritti in bilancio, se rilevanti.

Il metodo patrimoniale semplice risulta particolarmente indicato per la valutazione di aziende in fase di liquidazione, società holding o immobiliari, oppure in contesti in cui la redditività non rappresenti l'elemento determinante del valore d'impresa.

7.1.1.1. Stima del patrimonio netto rettificato

Per la stima del patrimonio netto rettificato di GBN, sono state apportate le seguenti rettifiche al bilancio riferito al 31/12/2024, approvato dall'assemblea dei soci in data 27/5 u.s..

1) Il valore corrente dell'immobile

L'immobile di proprietà della GBN (di 3.884 mq) è iscritto nel bilancio chiuso al 31/12/2024, per complessivi € 346.124,00, al netto del relativo fondo ammortamento. Dalla consultazione della banca dati delle quotazioni immobiliari OMI dell'Agenzia delle Entrate, risulta tuttavia che, anche assumendo il valore minimo ivi previsto (€ 350,00/mq)

Dott. Ettore Andreani

Dottore Commercialista/Revisore Legale
e-mail: ettoreandreani@commercialisti.fi.it
Via Frà Domenico Buonvicini, 21
50132 FIRENZE (IT)

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

per immobili con caratteristiche similari e situati nella medesima zona dell'immobile di proprietà della GBN, risulterebbe un valore di mercato pari a circa € 1,3 ML (ossia oltre 950 mila euro circa rispetto al valore contabile iscritto in bilancio). Considerato che l'immobile in questione risulta attualmente locato alla TNT (contratto stipulato nell'ottobre 2024, con durata sessennale), il predetto valore contabile (€ 346.124) risulterebbe finanche inferiore rispetto al valore risultante dall'attualizzazione – utilizzando quale tasso di attualizzazione il wacc medio del settore *real estate*, pari al 6,95% – dei canoni di locazione futuri, in un arco temporale corrispondente alla durata contrattuale della locazione (€ 680.000 circa). Nella fattispecie che c'impegna, posto che l'immobile è stato riscattato dalla società di *leasing* nel corso del 2018 (7 anni fa), e che il valore corrente effettivo potrebbe risultare inferiore a quello risultante dai valore OMI, sia per la zona in cui si trova l'immobile, sia per le attuali condizioni di mercato, sia per gli interventi manutentivi che richiede, il sottoscritto ritiene di assumere prudenzialmente un valore dell'immobile pari ad € 990.000,00 (ossia alla media tra il suddetto valore di mercato derivante dall'applicazione dei valori OMI e il valore attualizzato dei canoni di locazione futuri).

2) <u>L'errata contabilizzazione del maxicanone di leasing del macchinario "agugliatrice"</u>

Il sottoscritto ritiene di dover eliminare dalla voce "*Caparre a fornitori*" l'importo di € 44.000,00, corrispondente al maxi canone pagato nel 2023 per il macchinario "agugliatrice" condotto in leasing e di allocare invece il corretto importo di € 26.400,00 tra i risconti attivi, al netto della quota di competenza degli esercizi 2023 e 2024 (= 44.000 – 8.800 – 8.800).

* * * * *

Nella tabella che segue, sono riportate le rettifiche di cui ai punto 1) e 2) e il valore del patrimonio netto rettificato.

Dott. Ettore Andreani

Dottore Commercialista/Revisore Legale
e-mail: ettoreandreani@commercialisti.fi.it
Via Frà Domenico Buonvicini, 21
50132 FIRENZE (IT)

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

	valori contabili	rettifiche	valori correnti
Terreni	*299.814*	*-2.814*	*297.000*
Fabbricati	*46.310*	*646.690*	*693.000*
Acconto macchinario agugliatrice	*9.500*		*9.500*
Caricatore Exactafeed FBK 536/2250	*61.750*		*61.750*
Impianto elettrico	*51.625*		*51.625*
Arredi da ufficio	*12.373*		*12.373*
Crediti verso clienti	*17.080*		*17.080*
Erario c/iva	*5.608*		*5.608*
Caparre a fornitori	*44.000*	*-44.000*	*0*
Debiti v/fornitori	*3.809*		*3.809*
Denaro in cassa	*282*		*282*
Risconti attivi	*0*	*26.400*	*26.400*
TOTALE ATTIVITÀ	**552.151**	**626.276**	**1.178.427**
Banca Popolare di Spoleto	*3.961*		*3.961*
Fornitori	*4.969*		*4.969*
Fatture da ricevere	*3.706*		*3.706*
Debiti tributari	*504*		*504*
TOTALE PASSIVITÀ	**13.140**	**0**	**13.140**
PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO			**1.165.287**

7.1.1.2. Il valore della quota di partecipazione sociale pignorata nella GBN

Il valore della quota di partecipazione sociale pignorata nella GBN (pari al 33,33%) è dunque pari ad € 388.390,00. Con riferimento alla quota oggetto di pignoramento, occorre tuttavia precisare quanto segue.

In primo luogo, la quota non attribuisce poteri di controllo, conferisce una posizione d'influenza, ma non dominante: la società è infatti partecipata da quattro soci, di cui due detengono una quota del 33,33% ciascuno e due una quota del 16,67% ciascuno. In assenza di patti parasociali o accordi di *governance*, tale configurazione implica che nessun socio disponga individualmente del controllo decisionale. In letteratura[2] e nella

[2] Per tutti si vedano CAVENDISH, R., KAMMERER, CHRISTOPHER W: *Determining the fair value of minority ownership interests in closely held corporations: are discounts for lack of control and lack of marketability applicable*? The Florida bar journal, 2008-02, Vol.82 (2), p.10

Dott. Ettore Andreani

Dottore Commercialista/Revisore Legale
e-mail: ettoreandreani@commercialisti.fi.it
Via Frà Domenico Buonvicini, 21
50132 FIRENZE (IT)

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

prassi valutativa[3], si ritiene congruo applicare uno sconto per mancanza di controllo (c.d. *DLOC*) tra il 15% e il 25%, che sulla base delle caratteristiche della società, il sottoscritto ritiene di considerare nella misura pari al 20%.

Il sottoscritto ritiene inoltre di poter altresì applicare uno sconto, che la medesima prassi e la dottrina definiscono "sconto per mancaza di negoziabilità della quota" (c.d. *DLOM*), per le seguenti ragioni:

- la quota pignorata sarà alienata esclusivamente previa procedura competitiva, i cui esiti sono di per sé incerti;
- l'immobile di proprietà della GBN rappresenta l'unico *asset* patrimoniale, che è stato locato alla TNT (società riferibile ai medesimi soci) e dunque in un contesto in cui il nuovo socio non potrà esercitare alcun potere di controllo (cfr. *supra*) e potrebbe conseguentemente subire passivamente le decisioni assunte dagli altri soci anche – e soprattutto – inerenti all'unico valore aziendale (ossia il contratto di locazione immobiliare), in una situazione nella quale esiste un rilevante, per qquanto potenziale, conflitto allocativo tra le parti del contratto di locazione.

In particolare, lo scrivente professionista ritiene, che, mentre è ragionevole attendersi che chi manifesti interesse per l'acquisto della quota pignorata nella GBN sarà indotto, a valutare l'acquisto della quota pignorata nella TNT, al fine di poter influenzare la gestione dell'*ancor tenant* dell'immobile della GBN, non si può dare per scontato che riesca a conseguire detto risultato in sede di asta competitiva, vedendo quindi confinata la sua posizione a quella di socio minoritario, della GBN .

In tale contesto, il sottoscritto ritiene dunque applicabile uno sconto *DLOM* nella misura del 30%.

Ne consegue che il valore della quota di partecipazione sociale pignorata, al netto del duplice effetto di abbattimento, derivante dall'applicazione dei predetti sconti DLOC e

[3] Cfr. Prof. M. FAZZINI (2018), *Valutazione d'azienda. Premio di maggioranza e sconto di minoranza* (tradotto) in *Business valuation, Theory and practic*e, New York, Palgrave MacMillan,

Dott. Ettore Andreani

Dottore Commercialista/Revisore Legale
e-mail: ettoreandreani@commercialisti.fi.it
Via Frà Domenico Buonvicini, 21
50132 FIRENZE (IT)

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

DLOM, è pari ad **€ 186.427,00**.

La tabella che segue espone sinteticamente la determinazione del valore della quota pignorata.

PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO	1.165.287
VALORE QUOTA 33,33%	388.390
SCONTO PER MANCANZA DI CONTROLLO (DLOC)	-20%
VALORE PER MANCANZA DI CONTROLLO	310.712
SCONTO PER MANCANZA DI NEGOZIABILITÀ (DLOM)	-30%
VALORE PER MANCANZA DI NEGOZIABILITÀ	217.498
VALORE QUOTA 33,33%	**217.498**

7.1.2. Metodo misto con stima autonoma dell'avviamento (TNT)

Il metodo misto patrimoniale-reddituale, con stima autonoma dell'avviamento consente di stimare il valore economico dell'azienda, tenendo conto sia del patrimonio netto della medesima (grandezza *stock*), sia della capacità attesa di produrre redditi nel tempo (grandezza flusso).

Siffatto metodo fa parte della categoria dei metodi valutativi analitici, come il metodo patrimoniale semplice e quello complesso, che si contrappongono invece ai metodi sintetici, come quelli reddituali e finanziari.

Con l'applicazione del metodo misto, il valore economico dell'azienda è così individuato:

$$W = K' + A$$

dove:

W identifica il valore complessivo dell'azienda;

K' il patrimonio netto rettificato;

A l'avviamento, che potrebbe essere anche negativo e quindi rappresentare un *badwill*.

Dott. Ettore Andreani

Dottore Commercialista/Revisore Legale
e-mail: ettoreandreani@commercialisti.fi.it
Via Frà Domenico Buonvicini, 21
50132 FIRENZE (IT)

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

La seconda componente della formula utilizzata per determinare il suddetto valore economico dell'azienda è l'avviamento, ossia la capacità di un'azienda di produrre maggiori profitti, rispetto ad imprese similari operanti nel medesimo contesto di riferimento. L'avviamento è determinato come segue:

$$A = \left(R - K'_j\right) * an|i$$

dove:

R rappresenta il reddito medio atteso, ossia il reddito netto che un'impresa è in grado di conseguire stabilmente nel futuro, tenendo conto dei risultati conseguiti nel passato ed è misurato normalmente dal *Net operative profit after taxes* (*NOPAT*), ossia dall'EBIT al netto dell'imposizione fiscale;

K'_j esprime la remunerazione mediamente conseguita da imprese similari operanti nel medesimo settore;

an|i è il coefficiente di attualizzazione di un tasso *i* per *n* anni.

La redditività media attesa del capitale proprio investito (K'_j), con riferimento al settore di riferimento, è sovente misurata dal *Return On Equity* (ROE) di settore.

Il tasso (*i*) di attualizzazione del sovrareddito sarà individuato e calcolato nel successivo paragrafo.

Con riferimento invece all'orizzonte temporale da adottare per il calcolo dell'avviamento (*n*) è rimesso alla discrezionalità del perito, considerando il contesto specifico in cui opera la società e delle caratteristiche di quest'ultima, pur essendo pacifico che orizzonti temporali eccessivamente lunghi appaiono, del resto, irrealistici.

Prudenzialmente, si utilizza pertanto un arco temporale di riferimento che può variare tra 3 e 5 anni, ancorché per alcune aziende, dotate di stabile ed elevata redditività, si possano ragionevolmente dilatare le tempistiche fino a 8-10 anni.

7.1.2.1. Il patrimonio netto rettificato (K')

Il patrimonio netto rettificato (*K'*) è quantificato come differenza tra gli elementi attivi e passivi del patrimonio, opportunamente rettificati sulla base dei valori correnti di

Dott. Ettore Andreani

Dottore Commercialista/Revisore Legale
e-mail: ettoreandreani@commercialisti.fi.it
Via Frà Domenico Buonvicini, 21
50132 FIRENZE (IT)

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

mercato. Le rettifiche (in aumento o in diminuzione) apportate al patrimonio netto di una società consentono pertanto di adeguare i valori contabili ai valori correnti.

Nella fattispecie concreta, il sottoscritto ha ritenuto opportuno limitarsi ad effettuare una rettifica in diminuzione di € 26.785 della voce "*crediti verso clienti*" dell'attivo patrimoniale, corrispondente alla sommatoria di posizioni che, dall'esame dei partitari clienti al 31/12/2023 e al 31/12/2024, sono risultate "incagliate" e giammai movimentate dalla società.

Il *K'* della TNT è dunque pari ad **€ 943.697**, ossia alla differenza tra il patrimonio netto della TNT al 31/12/2024 (€ 970.482) e la predetta rettifica in diminuzione (€ 26.785).

7.1.2.2. La stima del goodwill/badwill

Per procedere alla stima autonoma dell'avviamento, è innanzitutto necessario calcolare il reddito medio atteso della TNT.

Per la stima del reddito medio atteso, la dottrina e la prassi professionale individuano quattro possibili approcci:

- Metodo dei risultati storici: consiste nel proiettare nel futuro i risultati realizzati negli esercizi passati;
- Metodo di proiezione dei risultati storici: differisce dal precedente metodo, in quanto, pur partendo dai risultati realizzati negli esercizi passati, consente d'individuare quelle variabili che possono maggiormente influenzare i risultati attesi, al fine di misurarne le variazioni ed i conseguenti effetti. Tale criterio considera sia dati oggettivi e certi (i risultati storici) sia dati influenzati, anche marcatamente, da eventi e condizioni prospettici;
- Metodo dei risultati programmati: prevede l'utilizzo esclusivo di dati previsionali, costruiti sulla base di documenti programmatici (budget, piani industriali), strumentali ad esprimere i risultati economici attesi;
- Metodo dell'innovazione: consiste nell'ipotizzare in che modo le modifiche di alcune variabili critiche (adozione di un nuovo mix di prodotti, politiche di prezzo innovatrici, ecc.) possono influenzare le dinamiche reddituali future. Per una stima

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

attendibile, è necessario che le potenzialità innovative siano già considerate nelle potenzialità al momento della valutazione.

Il sottoscritto ha scelto di applicare prudenzialmente il metodo di proiezione dei risultati storici, sulla base del *business* e delle caratteristiche proprie della società.

Il sottoscritto ha poi ritenuto di non effettuare alcun *adjustment*, in quanto i variegati contributi (in particolare, contributi energivori) indicati nei bilanci relativi agli esercizi 2020-2024, hanno avuto funzione meramente compensativa rispetto all'incremento di costi di natura eccezionale e straordinaria.

Alla luce di quanto sin qui precisato, il reddito medio atteso è dunque pari ad **€ 27.426**, ossia alla media dei redditi netti conseguiti dalla TNT nel periodo di riferimento (2020-2025).

Come già segnalato, il reddito medio atteso dev'essere confrontato con la redditività conseguita da imprese similari che operano nello stesso settore della società.

Per calcolare la redditività di settore, dottrina e prassi professionale utilizzano comunemente, quale parametro di riferimento, il ROE di settore.

Nel caso specifico, è stato utilizzato il ROE (*adjusted for R&D*) indicato nella banca dati curata dal Prof. Aswath Damodaran (dati aggiornati a gennaio 2025) per tutti quei settori che ivi non trovano un'esatta indicazione e che pertanto sono confluiti nella categoria residuale *Total market (without financials)*. Il valore in questione è pari al 9,29%.

Dall'analisi settoriale espletata nei paragrafi precedenti, è tuttavia emerso che il ROE generato dalle società comparables facenti parte del *cluster* costruito sulla base dei dati estrapolati dalla banca dati Aida, sia stato nel 2023 pari a circa il 7%.

Volendo effettuare una media tra il ROE tratto dalla banca dati del Prof. Damodaran (9,29%) e il ROE risultante dalla predetta analisi settoriale del tessuto non tessuto (7%), ne deriva che il ROE applicabile alla fattispecie concreta sia dunque pari all'**8,15%**.

La redditività del settore di riferimento è dunque pari al prodotto tra il patrimonio netto rettidicato della società e il ROE di settore, ossia, nel caso concreto, ad **€ 76.864** (= 943.697 * 8,15%).

Dott. Ettore Andreani

Dottore Commercialista/Revisore Legale
e-mail: ettoreandreani@commercialisti.fi.it
Via Frà Domenico Buonvicini, 21
50132 FIRENZE (IT)

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Dal confronto tra il reddito medio atteso della TNT (**€ 27.426**) e la redditività del settore (**€ 76.864**), la TNT non sia in realtà in grado di conseguire alcun sovrarreddito, ma, *a contraris*, un ***badwill*** **di - € 49.438.**

7.1.2.3. Il valore dell'azienda (W) e il valore della quota di partecipazione sociale pignorata nella TNT

Il valore dell'azienda TNT è dunque pari alla somma tra il patrimonio netto rettificato (K') e il *badwill*, per cui avremo che:

$$W = 943.697 – 49.438 = \mathbf{894.259}$$

Il valore della quota di partecipazione sociale pignorata nella GBN (pari al 33,33%) è dunque pari ad € 298.056,00.

Con riferimento alla suddetta quota oggetto di pignoramento, occorre tuttavia precisare quanto segue.

In primo luogo, la quota non attribuisce poteri di controllo, conferisce una posizione d'influenza, ma non dominante: la società è infatti partecipata da quattro soci, di cui due detengono una quota del 33,33% ciascuno e due una quota del 16,67% ciascuno. In assenza di patti parasociali o accordi di *governance*, tale configurazione implica che nessun socio disponga individualmente del controllo decisionale. In letteratura e nella prassi valutativa[4], si ritiene congruo applicare uno sconto per mancanza di controllo (c.d. *DLOC*) tra il 15% e il 25%, che sulla base delle caratteristiche della società, il sottoscritto ritiene di poter stimare prudenzialmente nella misura del 20%, parimenti a quanto effettuato per la quota pignorata nella GBN.

Il sottoscritto ritiene inoltre di poter applicare uno sconto, che la medesima prassi e la dottrina definiscono "sconto per mancaza di negoziabilità della quota" (c.d. *DLOM*), per

[4] Cfr. precedente nota 2

Dott. Ettore Andreani

Dottore Commercialista/Revisore Legale
e-mail: ettoreandreani@commercialisti.fi.it
Via Frà Domenico Buonvicini, 21
50132 FIRENZE (IT)

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

le seguenti ragioni:

- la quota pignorata sarà alienata esclusivamente previa procedura competitiva, i cui esiti sono di per sé incerti;
- la TNT svolge la propria attività presso l'immobile di proprietà della GBN (società immobiliare, riferibile ai medesimi soggetti della TNT), che conduce in locazione dall'ottobre 2024, ove sono stati ragionevolmente trasferiti i principali asset aziendali (attrezzature ed impianti specifici per la produzione e la lavorazione di TNT) che difficilmente potrebbero essere asportati nel breve termine in caso di risoluzione anticipata da parte del locatore.
- In particolare, lo scrivente professionista ritiene, che, non è tautologico che chi manifesti interesse per l'acquisto della quota pignorata nella TNT sia anche effettivamente interessato a valutare l'acquisto della quota pignorata nella GBN, in quanto potrebbe non aver interesse ad investire di una società immobiliare captive ed di fatto mono cliente.

In tale contesto, il sottoscritto ritiene dunque applicabile uno sconto *DLOM* nella misura del 30% (come previsto per la GBN).

Ne consegue che il valore della quota di partecipazione sociale pignorata, al netto del duplice effetto di abbattimento, derivante dall'applicazione dei predetti sconti DLOC e DLOM, è pari ad **€ 166.912,00**.

La tabella che segue espone sinteticamente la determinazione del valore della quota pignorata.

VALORE DELL'AZIENDA	**894.259**
VALORE QUOTA 33,33%	298.056
SCONTO PER MANCANZA DI CONTROLLO (DLOC)	-20%
VALORE PER MANCANZA DI CONTROLLO	238.445
SCONTO PER MANCANZA DI NEGOZIABILITÀ (DLOM)	-30%
VALORE PER MANCANZA DI NEGOZIABILITÀ	166.912
VALORE QUOTA 33,33%	**166.912**

Dott. Ettore Andreani

Dottore Commercialista/Revisore Legale
e-mail: ettoreandreani@commercialisti.fi.it
Via Frà Domenico Buonvicini, 21
50132 FIRENZE (IT)

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

8. Conclusioni

In relazione a tutto quanto sopra esposto, sulla base dei riscontri effettuati e dei diversi accertamenti eseguiti, il sottoscritto perito ha effettuato, come disposto con ordinanza del 05 Febbraio 2025 nel procedimento di cui al n.r.e. 77/2021 presso il Tribunale di Firenze la valutazione delle quote di partecipazione sociale pignorate nelle società GBN e TNT (entrambe pari al 33,33%, come meglio descritte *infra*), sulla base della migliore prassi contabile e professionale, tenendo conto sia degli elementi positivi che negativi e della capacità di reddito della società, intesa come entità autonoma complessa.

In relazione al quesito postomi, laddove il Giudice delle Esecuzioni disponeva che "*quantifichi il presumibile valore di realizzo ad oggi derivante dalla vendita delle quote sociali oggetto di pignoramento*", si indica quanto segue:

Il valore economico della quota di partecipazione sociale pignorata (pari al 33,33%) nella **GBN Immobiliare S.r.l., (C.F. e P.I. 01410000473), è quantificato in € 217.498, che convenzionalmente si arrotondano a €217.500,00 (duecentodiciassettemila cinquecento euro, 00)**

Il valore economico della quota di partecipazione sociale pignorata (pari al 33,33%) nella **Toscana Non Tessuti S.r.l. (C.F. e P.I. 01388370478), è quantificato in € 166.912,00. che convenzionalmente si arrotondano a €166.900,00 (centosessantaseimila novecento euro,00).**

* * * * *

Il sottoscritto confida di aver assolto all'incarico affidatogli e, restando a disposizione per ogni eventuale ulteriore chiarimento, ringrazia per la fiducia accordata.

Firenze, 30 maggio 2025

(Dott. Ettore Andreani)

Dott. Ettore Andreani

Dottore Commercialista/Revisore Legale
e-mail: ettoreandreani@commercialisti.fi.it
Via Frà Domenico Buonvicini, 21
50132 FIRENZE (IT)

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

I seguenti documenti, che sono citati come allegati nel corpo della presente relazione di Stima, vengono acquisiti ai documenti del Custode, e potranno essere messi a disposizione di chi, avendone l'interesse secondo la disciplina applicabile, ne faccia richiesta.

Allegato 1 – atto costitutivo e statuto delle società GBN e TNT;

Allegato 2 – visure camerali storiche delle società GBN e TNT;

Allegato 3 – situazione debitoria complessiva TNT comunicata da Agenzia delle Entrate Riscossione con pec del 07/03/2025;

Allegato 4 – situazione debitoria complessiva TNT comunicata da INPS con pec del 03/03/2025;

Allegato 5 – risposta INAIL alla richiesta informativa dei debiti contributivi TNT e GBN con pec del 06/03/2025;

Allegato 6 – bilanci di esercizio GBN e TNT per gli anni 2020, 2021, 2022, 2023;

Allegato 7 – bilanci di verifica GBN e TNT per l'anno 2024;

Allegato 8 – bozze dei bilanci CEE per l'anno 2024 di GBN e TNT, approvate dall'assemblea dei soci in data 27/05/2025;

Allegato 9 – partitari clienti e fornitori di GBN relativi all'anno 2024;

Allegato 10 – partitari clienti di TNT relativi all'anno 2024

Allegato 11 – registro beni ammortizzabili di GBN relativo agli anni 2023 e 2024;

Allegato 12 – registro beni ammortizzabili di TNT relativo all'anno 2024;

Allegato 13 – contratto di locazione immobiliare tra GBN e TNT dell'ottobre 2024.

Dott. Ettore Andreani

Dottore Commercialista/Revisore Legale
e-mail: ettoreandreani@commercialisti.fi.it
Via Frà Domenico Buonvicini, 21
50132 FIRENZE (IT)

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009