

TRIBUNALE ORDINARIO DI FIRENZE
V SEZIONE CIVILE

LIQUIDAZIONE CONTROLLATA

L.C. N. 25/2025

Giudice Delegato: Dott.ssa Stefania Grasselli

Liquidatore: Dott. Giovan Filippo Scalamandrè

Perito estimatore: Dott. Lorenzo Bandinelli

RELAZIONE DI STIMA

DELLA PARTECIPAZIONE TOTALITARIA NELLA SOCIETÀ
STUDIO CALABRESE COMMERCIALE & TRIBUTARIO S.R.L.S.

(C.F. 07293750480)

1. Introduzione	3
1.1. Disclaimer	3
1.2. Premessa	3
1.3. Oggetto e finalità dell'incarico	3
1.4. Documentazione consultata	4
1.5. Documentazione che non è stato possibile consultare	4
1.6. Data di riferimento	5
1.7. Inquadramento dell'oggetto di valutazione	5
1.7.1. Panoramica della Società partecipata	5
1.7.2. Dati contabili	7
2. Metodi di valutazione	10
2.1. Metodo patrimoniale	11
2.2. Metodo basato sui flussi prospettici	12
2.3. Metodo misto patrimoniale-reddituale	12
2.4. Metodo dei multipli	13
3. Stima del valore della partecipazione	13
3.1. Scelta del metodo e del modello valutativo	13
3.2. Applicazione del metodo principale	14
3.2.1. Orizzonte temporale di riferimento	14
3.2.2. Grandezza reddituale di riferimento	15
3.2.3. Tasso di attualizzazione	18
3.2.4. Valore degli asset aziendali (Enterprise Value)	21
3.2.5. Posizione Finanziaria Netta e passività latenti	21
3.2.6. Surplus asset	22
3.2.7. Determinazione del valore della partecipazione (Equity Value)	23
3.3. Verifica con metodo di controllo	23
3.4. Giudizio di valore della partecipazione	24
4. Conclusioni	26
Allegati	27

1. INTRODUZIONE

1.1. Disclaimer

- Gli esiti e i valori cui si è pervenuti nella presente perizia sono da ritenersi validi limitatamente allo scopo dichiarato e alla data di riferimento della valutazione.
- I dati contabili forniti dalla Società, laddove impiegati nella valutazione, sono stati recepiti sul fondamento della loro rispondenza al vero, salvo, da parte dello scrivente, un generale esame critico della documentazione acquisita. L'incarico conferito allo scrivente non include attività di revisione contabile o *due diligence*.
- Le informazioni settoriali e statistiche sono state acquisite da fonti ritenute attendibili; tuttavia, lo scrivente non garantisce in merito all'accuratezza e alla completezza di tali informazioni, poiché non ha effettuato alcun riscontro per corroborarle.
- Le conclusioni raggiunte sono basate sul complesso delle indicazioni e riflessioni contenute nella presente relazione. Pertanto, nessuna parte della medesima potrà essere considerata, o comunque utilizzata, disgiuntamente dal documento nella sua interezza.
- La valutazione è stata effettuata alla luce di elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili; pertanto, non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e non prevedibile.
- Nessuna parte della presente relazione potrà essere diffusa al pubblico attraverso i media, senza il preventivo consenso scritto dello scrivente.
- Nessun elemento della presente relazione può essere modificato da un soggetto diverso dallo scrivente, il quale declina ogni responsabilità per eventuali variazioni non autorizzate.

1.2. Premessa

Con sentenza del 2/5/2025 il Tribunale di Firenze ha dichiarato l'apertura della liquidazione controllata a carico del Dott. [REDACTED]

Considerato che il [REDACTED] risultava titolare di una partecipazione totalitaria nella società **STUDIO CALABRESE COMMERCIALE & TRIBUTARIO S.R.L.S.**, con sede in Firenze, Piazza Dalmazia n. 19, C.F. 07293750480 (di seguito, per brevità, anche solo "**Società**"), con successivo provvedimento del 17/9/2025, il Giudice Delegato alla procedura, Dott.ssa Stefania Grasselli, ha autorizzato la nomina dello scrivente per la stima del valore delle quote di tale Società (**All. 1**).

1.3. Oggetto e finalità dell'incarico

L'incarico conferito al sottoscritto Dott. Lorenzo Bandinelli – dottore commercialista iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Firenze al n. 1982/A, nonché all'Albo dei C.T.U. per il Tribunale di Firenze – ha lo scopo di determinare il **valore di mercato** della partecipazione totalitaria detenuta dal debitore assoggettato a liquidazione controllata

nella società STUDIO CALABRESE COMMERCIALE & TRIBUTARIO S.R.L.S., in vista di un suo realizzo nell'ambito della procedura concorsuale.

1.4. Documentazione consultata

Per lo svolgimento dell'incarico, oltre alla sentenza di apertura procedura di liquidazione controllata a carico del [REDACTED], il sottoscritto ha consultato la seguente documentazione relativa alla Società partecipata:

- Visura camerale storica (**All. 2**);
- Atto costitutivo;
- Copia ricevuta dallo scrivente di atto di cessione di quota di capitale della Società del 30/1/2024, ai rogiti Notaio Umberto Bonaca Bonazzi di Firenze, Rep. 1911, Racc. 1493 (**All. 2-bis**);
- Bilancio dell'esercizio 2023 (non risulta depositato presso il Registro delle Imprese) (**All. 3**);
- Situazione contabile analitica al 31/12/2023 (**All. 4**);
- Situazione contabile analitica ante imposte al 31/12/2024 (**All. 5**);
- Bilancio infrannuale al 31/3/2025;
- Bilancio infrannuale al 30/9/2025 (**All. 6**);
- Schede contabili relative agli anni 2023 e 2024;
- Conto economico previsionale esercizio 2026 (**All. 7**);
- Copia fatture emesse anni 2023, 2024, 2025 (fino al 30/9/2025) e riepilogo estratto da portale "Fatture & Corrispettivi" dell'Agenzia delle Entrate;
- Dichiarazione Redditi periodi imposta 2023 e 2024 (**All. 8**);
- Dichiarazione Irap periodo imposta 2023 e 2024;
- Dichiarazione Iva periodi imposta 2023 e 2024;
- Liquidazioni Periodiche Iva I e II trimestre 2025;
- Visura catastale negativa dell'8/10/2025;
- Visura nominativa P.R.A. negativa dell'8/10/2025.

Si segnala, inoltre, che sulla base delle informazioni fornite allo scrivente, alla data del 6/10/2025 non risultavano presenti verbali di assemblea dei soci, salvo il verbale di approvazione del bilancio 2023 (fornito allo scrivente in versione priva di firme).

1.5. Documentazione che non è stato possibile consultare

Non è stato possibile acquisire la seguente documentazione, seppur richiesta:

- Documentazione da cui desumere il fatturato dell'ultimo trimestre 2025;

- Schede contabili 2025;
- Visura Centrale Rischi Banca d'Italia;
- Visura CRIF;
- Visura Assilea;
- Certificazione Carichi pendenti Agenzia delle Entrate;
- Situazione debitoria Agenzia delle Entrate Riscossione;
- Risultanze archivio Agenzia delle Entrate conti correnti e rapporti finanziari.

Conseguentemente, il fatturato annuo 2025 è stato stimato mediante opportune proiezioni, mentre non è stato possibile condurre alcuna attività di verifica circa la rispondenza dei saldi contabili delle attività finanziarie e delle passività.

Si evidenzia, inoltre, che non risultano depositati presso il Registro delle Imprese i bilanci d'esercizio degli esercizi 2023 e 2024 e che le schede contabili acquisite presentano disallineamenti rispetto alla situazione contabile 2024 fornita allo scrivente.

1.6. Data di riferimento

Quale data di riferimento della valutazione è stata assunta la data della più aggiornata situazione contabile che si è potuto acquisire, ovvero il 30/9/2025.

1.7. Inquadramento dell'oggetto di valutazione

1.7.1. Panoramica della Società partecipata

La società STUDIO CALABRESE COMMERCIALE & TRIBUTARIO S.R.L.S. è stata costituita con atto del 20/7/2023, iscritto presso il Registro delle Imprese di Firenze il 27/7/2023.

Alla costituzione della Società, il capitale sociale, fissato in € 500,00 ed interamente versato, risultava suddiviso come segue:

- [REDACTED], per una quota di € 450,00, pari al 90% del capitale;
- [REDACTED] per una quota di € 50,00, pari al 10% del capitale.

Successivamente, con atto del 30/1/2024¹, il socio [REDACTED] ha ceduto la propria quota al [REDACTED], che da tale momento è divenuto unico socio. La cessione della quota è avvenuta ad un prezzo pari al suo valore nominale (€ 50,00).

L'amministrazione della Società, sin dalla sua costituzione, è stata affidata ad un Amministratore Unico, nella persona del medesimo [REDACTED].

Non risultano istituiti organi di controllo.

¹ Atto di cessione di quota di capitale di società a responsabilità limitata del 30/1/2024, ai rogiti Notaio Umberto Bonaca Bonazzi di Firenze, Rep. 1911, Racc. 1493

La Società ha per oggetto le seguenti attività: *“consulenza aziendale e societaria, fiscale, contabile e tributaria, elaborazione dati e servizi amministrativi, ed analisi economico-patrimoniale e finanziaria delle imprese”*. La Società può altresì svolgere *“ogni attività commerciale, industriale, finanziaria, non nei confronti del pubblico, utile o necessaria al conseguimento dell’oggetto sociale ed escluse le attività riservate per legge”*.

Anche presso il Registro delle Imprese le attività dichiarate come concretamente esercitate sono rappresentate dalle seguenti: *“consulenza aziendale e societaria, fiscale, contabile e tributaria, elaborazione dati e servizi amministrativi, ed analisi economico-patrimoniale e finanziaria delle imprese”* (ATECO 2025: 69.20.06)².

Sulla base del modello ISA 2025 allegato alla dichiarazione dei redditi 2025 (per l’anno di imposta 2024), la Società ha dichiarato che il 90% dei propri ricavi è relativo a prestazioni rese per *“Contabilità ordinaria, consulenza in materia fiscale (comprese dichiarazioni fiscali) e societaria, calcolo e stampa di documentazione in materia di lavoro”*.

Al riguardo occorre rilevare che talune attività potrebbero in astratto costituire attività riservate a professionisti abilitati ed iscritti agli appositi Albi. Si osserva, peraltro, che:

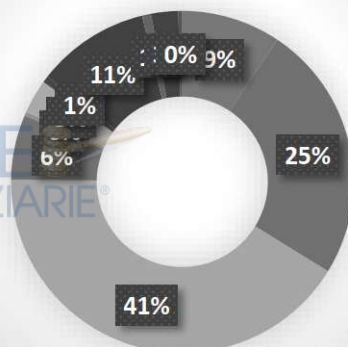
- la Società non possiede la qualifica di Società tra professionisti di cui all’art. 10, Legge 183/2011;
- sulla base delle informazioni acquisite, il [REDACTED] non risulterebbe iscritto ad Albi professionali;
- la denominazione sociale, che richiama quella di uno studio commerciale, potrebbe risultare effettivamente fuorviante per gli interlocutori.

Sulla base delle informazioni acquisite, la Società non risulta aver mai avuto dipendenti in forza, mentre l’attività di consulenza nei confronti dei propri clienti viene *“effettuata unicamente dal [REDACTED], figura di fiducia degli stessi oramai da decenni e non risulta peraltro alcun contratto di consulenza sottoscritto tra la società e i clienti stessi”* (cfr. doc. allegato 2 al provvedimento di nomina dello scrivente).

Nel periodo analiticamente osservato (2023-agosto 2025) il fatturato della Società ha complessivamente mostrato un parco clienti limitato (n. 11 soggetti) e una elevata concentrazione. Il cliente principale ha generato infatti il 41% del fatturato e i primi due clienti coprono 2/3 del fatturato totale.

² Corrispondente al codice ATECO 2007 69.20.13 *“Servizi forniti da revisori contabili, periti, consulenti ed altri soggetti che svolgono attività in materia di amministrazione, contabilità e tributi”*

Concentrazione fatturato

**1.7.2. Dati contabili**

Di seguito vengono esposti i valori di stato patrimoniale tratti dai bilanci e dalle situazioni contabili che si è potuto acquisire, nonché una riclassificazione sintetica dello stato patrimoniale:

ATTIVO	2023	2024 (sit. contabile)	31/03/2025	30/09/2025
Immobilizzazioni Immateriali	0	0	0	0
Immobilizzazioni Materiali	0	0	0	0
Immobilizzazioni Finanziarie	0	0	0	0
Rimanenze	0	0	0	0
Crediti verso clienti	14.545	7.836	19.886	23.448
Crediti verso il socio unico	15.000	105.551	130.120	54.684
Crediti verso altri	3.000	0	0	0
Disponibilità Liquide	3.244	3.022	3.021	15.152
Totale Attivo	35.789	116.409	153.027	93.284

PASSIVO	2023	2024 (sit. contabile)	31/03/2025	30/09/2025
Patrimonio Netto	15.477	71.946	95.876	50.769
Debiti verso fornitori	9.500	14.537	19.536	1.526
Debiti verso banche	0	0	0	0
Debiti tributari	10.812	29.926	37.615	40.989
Debiti diversi	0	0	0	0
Totale Passivo	35.789	116.409	153.027	93.284

STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO	2023	2024 (sit. contabile)	2024 (dich. redditi)	31/03/2025	30/09/2025
Capitale Fisso	0	0		0	0
Crediti finanziari	15.000	105.551		130.120	54.684
CCNc non cash	-2.767	-36.627		-37.265	13.485
Totale Investimenti	12.233	68.924		92.855	68.169
Equity	15.477	71.946		95.876	50.769
PFN ³	-3.244	-3.022		-3.021	17.400
Totale Finanziamenti	12.233	68.924		92.855	68.169

Deve osservarsi, in primo luogo, come parte significativa dell'attivo patrimoniale alla data di riferimento sia costituita da crediti vantati verso il socio [REDACTED] (€ 54.684). In considerazione dell'assoggettamento del medesimo a liquidazione controllata e dell'assenza – per quanto consta allo scrivente sulla base delle informazioni assunte presso il liquidatore – di realistiche probabilità di significativi recuperi del credito, tale posta attiva viene stimata ai presenti fini priva di valore.

Si evidenzia che la riduzione del credito verso il socio dall'importo indicato nella situazione contabile al 31/3/2025 a quello indicato nella situazione contabile al 30/9/2025, sembra derivare, quanto ad € 60.000, dalla registrazione di compensi attribuiti all'amministratore per € 48.000 e per rimborsi spese per pedaggi autostradali, carburante e vitto per ulteriori € 12.000 (registrazione retrodatata al 31/12/2024 ed all'evidenza effettuata successivamente all'elaborazione delle situazioni contabili al 31/12/2024 e 31/3/2025 consegnate allo scrivente, oltretutto in assenza di delibera assembleare in tal senso).

Si consideri, peraltro, che la svalutazione del residuo credito vantato dalla Società nei confronti del socio [REDACTED], ed iscritto in contabilità, condurrebbe alla completa erosione del Patrimonio Netto contabile alla data del 30/9/2025:

PN contabile	30/09/2025
Patrimonio Netto	50.769
Svalutazione crediti v/ socio unico	-54.684
PN contabile rettificato	-3.915

Le passività alla data di riferimento della valutazione sono invece rappresentate per la quasi totalità da debiti tributari.

Anche per il conto economico si riportano di seguito i dati desumibili dai bilanci e dalle situazioni contabili che è stato possibile acquisire, oltre ai dati dell'esercizio 2024 tratti dalla dichiarazione dei redditi e quelli di cui al budget predisposto dalla Società per l'anno 2026. Successivamente viene proposta anche una riclassificazione a valore aggiunto:

³ Per la determinazione della PFN si veda il successivo par. 3.2.5

CONTO ECONOMICO	2023	2024 (sit. contabile)	2024 (dich. redditi)	31/03/2025	30/09/2025	Forecast 2026
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	36.598	103.152	103.152	42.370	103.381	123.600
Altri ricavi e proventi	0	0	0	2.962	0	0
Valore della produzione	36.598	103.152	103.152	45.332	103.381	123.600
Acquisti	4.952	20.829	15.828	2.303	3.473	15.000
Servizi	11.281	24.823	80.421	15.412	65.189	5.000
Godimento beni di terzi	0	0	0	3.166	3.166	
Personale	0	0	0	0	0	0
Ammortamenti e svalutazioni	0	0	0	0	0	0
Variazione rimanenze	0	0	0	0	0	0
Accantonamenti	0	0	0	0	0	0
Oneri diversi di gestione	0	1.030	1.031	456	1.025	1.000
Costi della produzione	16.233	46.682	97.280	21.337	72.853	21.000
Differenza tra valore e costi della produzione	20.365	56.470	5.872	23.995	30.528	102.600
Proventi finanziari	0	0	0	0	0	0
Oneri finanziari	0	0	0	64	199	500
Risultato prima delle imposte	20.365	56.470	5.872	23.931	30.329	102.100
Imposte	5.388	0	1.409	0	0	0
Risultato netto dell'esercizio	14.977	56.470	4.463	23.931	30.329	102.100

CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO	2023	2024 (sit. contabile)	2024 (dich. redditi)	31/03/2025	30/09/2025	Forecast 2026
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	36.598	103.152	103.152	42.370	103.381	123.600
Altri ricavi e proventi	0	0	0	2.962	0	0
Valore della produzione	36.598	103.152	103.152	45.332	103.381	123.600
Costi operativi esterni	16.233	46.682	97.280	21.337	72.853	21.000
Valore aggiunto	20.365	56.470	5.872	23.995	30.528	102.600
Costi del personale	0	0	0	0	0	0
EBITDA	20.365	56.470	5.872	23.995	30.528	102.600
Ammortamenti e svalutazioni	0	0	0	0	0	0
EBIT	20.365	56.470	5.872	23.995	30.528	102.600
Gestione finanziaria	0	0	0	-64	-199	-500
Risultato prima delle imposte	20.365	56.470	5.872	23.931	30.329	102.100
Imposte	5.388	0	1.409	0	0	0
Risultato netto dell'esercizio	14.977	56.470	4.463	23.931	30.329	102.100

Per quanto concerne il conto economico, nel 2024, primo esercizio sociale di durata annuale, la Società ha registrato ricavi per € 103.152, importo che risulta raggiunto nell'esercizio 2025 già al termine del terzo trimestre, per il quale è da pertanto da attendersi una chiusura in crescita. Per il 2026 i dati previsionali elaborati dalla Società indicano ricavi attesi per € 123.600.

Più complessa appare invece la corretta misurazione della redditività, posto che:

- i) la redditività della gestione risulta incisa in misura rilevante dal compenso da riconoscere per l'attività lavorativa professionale prestata dal [REDACTED], strettamente funzionale al conseguimento dei ricavi, nonché per la carica di amministratore. Sia nelle situazioni contabili 2023 e 2024 fornite allo scrivente, sia nel budget 2026, non risultano iscritti costi a tale titolo, né, per quanto potuto acquisire dallo scrivente, risultano delibere assembleari aventi ad oggetto l'attribuzione di un compenso all'amministratore; nel modello di dichiarazione dei redditi e ISA per l'anno 2024, risulta tuttavia indicato tra i costi deducibili un importo di € 48.000,00 per compensi "*compensi corrisposti ai soci per l'attività di amministratore*";
- ii) i costi per servizi indicati nella dichiarazione dei redditi per il 2024 divergono significativamente in aumento rispetto a quelli riportati nella situazione contabile 2024 consegnata allo scrivente, principalmente per effetto della contabilizzazione successiva di compensi (€ 48.000) e rimborsi spese (€ 12.000) riconosciuti all'amministratore;
- iii) il bilancio infrannuale al 30/9/2025 indica costi per servizi in linea rispetto al dato annuale della dichiarazione dei redditi 2024, ma per essi non si dispone di un dettaglio delle voci che li compongono;
- iv) nel conto economico previsionale 2026 non sono appostati significativi importi per costi per servizi;
- v) non risultano contabilizzati costi per l'utilizzo di locali adibiti allo svolgimento dell'attività, né sono state fornite allo scrivente informazioni in ordine al titolo in base al quale la Società dispone dell'immobile presso cui è fissata la sede sociale; ai fini di cui al presente elaborato, occorrerebbe pertanto considerare un costo per fitti figurativi;
- vi) né la situazione contabile infrannuale al 30/9/2025, né il conto economico previsionale 2026 riportano accantonamenti per imposte sui redditi.

Alla luce di quanto sopra illustrato, non disponendo sul punto di informazioni sufficientemente complete ed affidabili, e tenuto conto che la presente valutazione è resa nella prospettiva *Highest and Best Use* di un generico partecipante al mercato, ai fini della presente relazione si è ritenuto di procedere alla stima di una redditività media potenziale ottenibile rispetto al volume di ricavi sulla base dei risultati mediamente registrati da soggetti comparabili.

2. METODI DI VALUTAZIONE

La dottrina aziendalistica riconosce l'esistenza di vari criteri atti a determinare il valore di un'azienda.

In particolare, si individuano le seguenti principali metodologie⁴:

⁴ Cfr. C. CARAMIELLO, *La valutazione dell'azienda. Prime riflessioni introduttive*, Milano, Giuffrè, 1993; L. GUATRI, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, Egea, 1999; L. GUATRI, *Il giudizio integrato di valutazione. dalle formule al processo valutativo*, Milano, Università Bocconi Editore, 2000; S.P. PRATT, *Business valuation*, New York, Wiley & Sons, 2001; T. COPELAND, T. KOLLER, J. MURRIN, *Il valore dell'impresa. Strategie di valutazione e gestione*, IV ed., Milano, Il Sole 24 Ore, 2002; G. GUATRI, M. BINI, *La valutazione delle aziende*, Milano, Egea, 2007; E. GONNELLA, *Logiche e metodologie di valutazione d'azienda*, Pisa, Plus,

- (a) metodi basati sull'analisi delle grandezze di flusso prospettiche (metodo reddituale e metodo finanziario);
- (b) metodi misti basati su grandezze stock e flusso (metodo patrimoniale-reddituale o misto);
- (c) metodi basati sull'impiego di moltiplicatori a grandezze chiave.

2.1. Metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale esprime il valore dell'azienda come sommatoria dei valori dei singoli elementi che compongono il suo patrimonio. Detti valori sono quantificati nella prospettiva di funzionamento aziendale. Si tratta, in altri termini, di determinare qual è l'investimento netto che sarebbe astrattamente necessario per avviare una nuova impresa con una struttura patrimoniale identica a quella oggetto di valutazione.

In particolare, il metodo patrimoniale considera il patrimonio netto e quindi i vari elementi patrimoniali ad un valore opportunamente rettificato rispetto ai criteri contabili di valutazione utilizzati nella predisposizione del bilancio di esercizio. Quindi, la valutazione operata con il metodo patrimoniale potrebbe essere definita:

- analitica, cioè riferita ad ogni singolo elemento del patrimonio aziendale;
- a valori correnti, cioè riferita a valori in essere alla data della valutazione;
- di sostituzione, perché l'ipotesi assunta è quella del riacquisto o della riproduzione per gli elementi attivi, e della rinegoziazione per quelli passivi.

Pertanto, nel caso del metodo patrimoniale non si procede alla valutazione dei flussi di reddito o di cassa. Così facendo, si riduce l'incertezza circa il risultato del processo valutativo.

Il metodo patrimoniale può essere semplice o complesso.

Quello semplice quantifica il valore dell'azienda rettificando opportunamente il valore del patrimonio netto, di modo da rendere attuale e aggiornato il valore relativo al patrimonio aziendale. La formula è la seguente:

$$W = K$$

dove:

- W è il valore dell'azienda; e

2008; M. MASSARI, L. ZANETTI, *Valutazione: fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*, Milano, McGraw Hill, 2008; G. LIBERATORE, *La valutazione delle PMI*, Milano; Angeli, 2010; A. DAMODARAN, *La valutazione delle aziende*, Milano, Apogeo, 2010; T. KOLLER, M. GOEDHART, D. WESSEL, *Valuation*, New York, Wiley, 2010; M.J. MARD, J.R. HITCHNER, S.D. HYDEN, *Valuation for Financial Reporting*, New York, Wiley, 2011; A. DAMODARAN, *Investment Valuation*, New York, Wiley, 2012; G. ZANDA, M. LACCHINI, T. ONESTI, *La valutazione delle aziende*, Torino, Giappichelli, 2013; PIGNATARO P., *Financial Modeling & Valuation*, New York, Wiley, 2013; K.G. PALEPU, P.M. HEALY, E. PEEK, *Business Analysis and Valuation*, London, Cengage, 2013; S. POZZOLI (a cura di), *Valutazione d'azienda*, Milano, Ipsoa, 2013; G. ZANDA, M. LACCHINI, T. ONESTI, *La valutazione dell'azienda*, Torino, Giappichelli, 2013; M. FAZZINI, *Business valuation*, New York, Palgrave MacMillan, 2018.

- K è il valore patrimoniale rettificato.

Per gli elementi che compongono l'attivo patrimoniale destinati allo scambio o risultanti da precedenti scambi, il criterio preso a riferimento è quello del valore di presumibile realizzo; mentre per le immobilizzazioni strumentali, il criterio preso a riferimento è quello del valore di sostituzione. Gli elementi che compongono il passivo patrimoniale vengono invece valutati con il criterio del valore di presunta estinzione.

D'altro canto, il metodo patrimoniale complesso quantifica il valore economico del capitale dell'azienda rettificando opportunamente il valore del patrimonio netto e includendo il valore delle risorse "intangibili", anche se non iscritte a bilancio. La formula è la seguente:

$$W = K + I$$

dove:

- W è il valore dell'azienda;
- K è il valore patrimoniale rettificato; e
- I è il valore degli elementi immateriali.

Ogni bene immateriale deve avere le seguenti caratteristiche: deve originare utilità differite nel tempo, deve essere trasferibile e misurabile.

2.2. Metodo basato sui flussi prospettici

Il metodo basato sui flussi prospettici interpreta il valore di un'azienda in funzione dei risultati attesi che essa è in grado di generare nel futuro.

Il valore economico è calcolato attraverso la sommatoria dei flussi futuri di risultato attualizzati in ragione di un tasso congruo rispetto alla rischiosità dei flussi. La formula è la seguente:

$$W = \sum \frac{Flusso_n}{(1+i)^n}$$

dove:

- W è il valore dell'oggetto di stima;
- $Flusso$ è il flusso di risultato atteso;
- i è il tasso di attualizzazione; e
- n è il periodo cui si riferisce il flusso.

Il flusso può avere diversa natura, a seconda della dimensione chiamata ad indagare le dinamiche gestionali: qualora si privilegi l'ottica economica, è assunta quale grandezza di riferimento il reddito (metodo reddituale); se invece la scelta ricade sulla prospettiva finanziaria occorre fare riferimento al flusso di cassa (metodo finanziario o *Discounted Cash Flow* – DCF).

2.3. Metodo misto patrimoniale-reddituale

Il metodo misto nasce dal confronto tra la dimensione patrimoniale e quella reddituale, espresso

in termini numerici dalla seguente formula:

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

dove:

- W è il valore dell'azienda;
- K' è il patrimonio netto rettificato;
- R è il reddito medio atteso per il futuro;
- n è il numero di anni dell'orizzonte temporale considerato ai fini della stima;
- i è tasso di attualizzazione del profitto o sovra-reddito;
- i' è il tasso di interesse normale rispetto al tipo di investimento considerato.

Il metodo misto patrimoniale-reddituale è considerato un tipico prodotto della cultura mittel-europea. Esso costituisce una soluzione soddisfacente nella ricerca dell'equilibrio tra le esigenze di obiettività e verificabilità (proprie della componente patrimoniale) e quelle di razionalità espresse dall'apprezzamento delle attese di flussi futuri e dei relativi rischi.

2.4. Metodo dei multipli

I multipli rappresentano il rapporto tra un prezzo e una misura di performance realizzata da una società in un dato periodo; tipiche grandezze sono i ricavi, l'utile, l'Ebit, l'Ebitda e il flusso di cassa operativo. Il criterio si basa:

- sulla scelta di società comparabili in funzione del settore, della dimensione, dei rischi finanziari, ecc.; e
- sulla determinazione del valore tenendo conto del valore di mercato espresso da società similari.

3. STIMA DEL VALORE DELLA PARTECIPAZIONE

3.1. Scelta del metodo e del modello valutativo

La scelta del metodo di valutazione da utilizzare dipende, oltre che dalla finalità dell'incarico conferito, dai dati a disposizione e dalla realtà oggetto di valutazione.

Per stimare il valore di un'azienda di micro dimensioni che svolge attività di consulenza (assimilabile a quella di uno studio professionale) con un solo addetto (il socio unico e amministratore unico) è necessario considerare quanto segue:

- la parte preponderante del valore si riconnette generalmente ai redditi connessi alla capacità di mantenimento di relazioni di clientela nel tempo, mentre il valore degli asset materiali risulta tipicamente di scarso (o comunque secondario) rilievo;
- non vi sono rimanenze di magazzino; conseguentemente il valore dell'azienda non risente di variazioni nell'entità del magazzino nell'arco temporale di riferimento;

- in una fase *steady state*, ovvero raggiunta una stabilità nei flussi di ricavo e di costo, le variazioni dell'entità del capitale circolante netto risultano normalmente di scarso rilievo;
- l'attività consulenziale è connotata dalla rilevanza dell'*intuitu personae* e del rapporto fiduciario che si instaura tra cliente e consulente;
- l'impiego di un solo addetto implica l'impiego di una struttura molto snella, con costi operativi fissi contenuti, rappresentati per gran parte dalla remunerazione dell'attività lavorativa prestata da tale addetto;
- il valore può tuttavia risultare fortemente condizionato dalla dipendenza da una sola persona chiave, sia in termini di capitale relazionale (rapporto fiduciario con i clienti), sia in termini di concentrazione e scarsa trasferibilità del *know-how*;
- conseguentemente, sussiste un rischio non trascurabile di perdita di relazioni di clientela in caso di cessazione dell'apporto lavorativo dell'unico addetto all'attività (rischio tipico delle aziende *owner-dependent*).

Tali aspetti hanno indotto a ricorrere, in via principale, ad un approccio basato sull'attualizzazione dei flussi di risultato attesi ed in particolare, tenuto conto della base informativa a disposizione, ad un **metodo reddituale**, tramite il quale si perviene alla stima del valore aziendale come funzione diretta della capacità di riproduzione dei ricavi e della marginalità realizzabile.

Si è inoltre optato per un approccio *asset side*, determinando il valore della partecipazione (W) quale somma algebrica tra valore dell'azienda (*Enterprise Value*) e Posizione Finanziaria Netta (PFN):

$$W = Enterprise Value - passività finanziarie$$

Come meglio esposto nel corso della trattazione che segue, infine, è stato possibile declinare in concreto l'applicazione del metodo reddituale per la determinazione dell'*Enterprise Value* secondo il modello di attualizzazione di una rendita perpetua pari al reddito operativo al netto del carico tributario (NOPAT):

$$EV = \left(\frac{NOPAT}{i} \right)$$

dove:

- EV è il valore dell'azienda al lordo delle passività finanziarie (*Enterprise Value*);
- NOPAT è il reddito operativo al netto delle imposte (*Net Operating Profit After Tax*);
- i è il tasso di attualizzazione.

3.2. Applicazione del metodo principale

3.2.1. Orizzonte temporale di riferimento

Ai fini della presente valutazione si è assunto che il fatturato atteso per l'anno 2026 possa ritenersi espressivo di un volume di attività in una situazione normalizzata di *steady state* e che sia replicabile lungo un orizzonte temporale non limitato.

Si tratta di un'assunzione ipotetica forte, che presuppone la capacità dell'azienda di mantenere e rigenerare nel tempo relazioni di clientela e sostituire progressivamente quelle in via di esaurimento. Tale assunzione, come si vedrà, è stata mitigata tramite l'introduzione di un *additional risk premium*.

3.2.2. Grandezza reddituale di riferimento

L'applicazione del metodo reddituale richiede anzitutto la stima di un flusso di reddito atteso nel corso dell'arco temporale considerato.

Seguendo un approccio *asset-side*, quale grandezza di riferimento è stato assunto il Margine Operativo Netto al netto delle imposte, ovvero il NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*).

Tale grandezza, in particolare:

- rappresenta un flusso destinato a remunerare finanziatori e soci;
- esclude l'effetto della struttura finanziaria, non considerando gli oneri finanziari e concentrandosi esclusivamente sulla redditività operativa dell'azienda;
- considera le imposte, sottraendo le imposte teoriche per rappresentare il flusso effettivamente disponibile per gli investitori e la remunerazione del capitale.

Il NOPAT è espresso dalla seguente relazione:

$$NOPAT = EBIT \times (1 - \text{aliquota fiscale})$$

L'impatto fiscale viene calcolato sulla base delle aliquote teoriche:

- 24,00% per IRES
- 3,90% per IRAP

In conclusione, il NOPAT può essere considerato pari a:

$$NOPAT = EBIT \times (1 - 0,2790) = EBIT \times 0,721$$

Come già in precedenza anticipato, tenuto conto delle limitazioni e criticità riscontrate nella base dati contabile, nonché della prospettiva di un generico partecipante al mercato secondo la quale è resa la presente valutazione, si è provveduto alla stima di un NOPAT medio atteso in condizioni di normalità, applicando al fatturato atteso dalla Società oggetto di stima un coefficiente di redditività operativa (ROS) mediamente riscontrato in soggetti comparabili. La semplicità della struttura aziendale della Società, infatti, rende significativamente realistico un eventuale possibile riorientamento dell'azienda secondo canoni di efficienza riscontrabili negli operatori di mercato.

Per la determinazione del NOPAT medio atteso, pertanto, lo scrivente ha seguito il procedimento di seguito descritto:

a) Stima dei ricavi medi attesi

I ricavi prospettici medi attesi sono stati stimati in un importo di € 123.600, pari a quello di budget indicato dalla Società per l'anno 2026.

Tale valore, infatti, è stato ritenuto verosimile, ponendosi all'interno dell'intervallo compreso tra i ricavi conseguiti nell'anno 2024 (€ 103.152) e una proiezione media dei ricavi formulabile per l'intero anno 2025 (€ 136.094), ed in particolare si colloca di poco al di sopra del valore medio del predetto intervallo dei ricavi dell'intero anno 2025, come più nel dettaglio esposto nella tabella che segue:

	Ricavi	2023	2024	2025	Forecast 2026	Expected
A	Ricavi IV trim 2023	25.417				
B	Ricavi da bilancio 2023	36.598				
C	Ricavi IV trim 2024		33.981			
D	Ricavi da bilancio 2024		103.152			
E	Ricavi 1/1/2025-30/9/2025			103.381		
F	Proiezione ricavi 1/1/2025-31/12/2025 (=E/9*12)			137.841		
G	Proiezione ricavi 1/1/2025-31/12/2025 [=E+media(ricavi IV trim 2023;ricavi IV trim 2024)]			133.080		
H	Proiezione ricavi 1/1/2025-31/12/2025 (=E+ricavi IV trim 2024) = Ricavi anno mobile 1/10/2024-30/9/2025			137.362		
I	Media proiezioni ricavi 2025 [(F+G+H)/3]			136.094		
L	Media ricavi 2024-2025 [(D+I)/2]			119.623		
M	Ricavi da budget 2026				123.600	
N	Media ricavi 2024-2025-2026 [(D+I+M)/3]				120.949	
O	Ricavi annui medi attesi					123.600

b) Individuazione del ROS settoriale

Per stimare il reddito operativo (EBIT) ottenibile dai ricavi medi attesi, è stato utilizzato il ROS (*Return on Sales*), calcolato su un campione di società comparabili operanti nel medesimo settore e di dimensioni similari in termini di volume di ricavi, sulla base dei bilanci d'esercizio 2024 (ultimi disponibili) depositati presso il Registro delle Imprese. Il ROS rappresenta l'indicatore di efficienza operativa che misura la quota di risultato operativo generata per ogni unità di ricavo ed è calcolato rapportando il risultato operativo (EBIT) ai ricavi:

$$ROS = \frac{EBIT}{Ricavi}$$

Il campione comparabile è stato selezionato mediante l'utilizzo della banca dati AIDA⁵, utilizzando i seguenti criteri di ricerca:

⁵ AIDA è una banca dati online, di proprietà di Bureau van Dijk, che contiene informazioni finanziarie, anagrafiche e commerciali su oltre 500.000 società di capitali che operano in Italia.

- Codice Ateco 2007: 69.20.13 “Servizi forniti da revisori contabili, periti, consulenti ed altri soggetti che svolgono attività in materia di amministrazione, contabilità e tributi”;
- Ricavi anno 2024 compresi fra € 90.000 ed € 150.000 (intervallo costruito attorno al valore medio di € 120.000, pari ai ricavi medi attesi stimati per la Società);
- Forma giuridica: società di capitali;
- Area geografica: Toscana.

Sulla base di tale ricerca, sono state individuate n. 10 società (**All. 9**).

Al fine di rendere il campione maggiormente omogeneo rispetto alle caratteristiche della Società oggetto di valutazione ed espressivo di condizioni di normalità operativa, dai n. 10 soggetti individuati sono stati poi esclusi una società che presentava un ROS negativo, ed un soggetto costituito in forma di società cooperativa che presentava un ROS inferiore all'1%.

Il campione composto dai n. 8 soggetti residui, ritenuto rappresentativo, ha registrato nell'esercizio 2024 un ROS medio del 9,29%, che è stato assunto quale coefficiente di redditività operativa di riferimento ai fini della presente stima. Tale coefficiente, peraltro, risulta in linea anche rispetto al valore di 8,63% del *Pre-tax Operating Margin* nel settore “*Business & Consumer Services*”, desumibile dalla consultazione del *dataset* per l'Europa curato dal Prof. Aswath Damodaran (Stern New York University)⁶.

c) Determinazione del NOPAT medio atteso

Applicando il ROS sopra individuato ai ricavi annui medi attesi dalla Società, è stato ottenuto il risultato operativo (EBIT) annuo medio atteso:

$$EBIT \text{ medio atteso} = \text{Ricavi medi attesi} \times \text{ROS}$$

Sottraendo dall'EBIT il carico impositivo sul medesimo gravante (secondo l'aliquota fiscale teorica per le società di capitali⁷), si è pervenuti al NOPAT:

$$NOPAT = EBIT \times (1 - 0,279)$$

NOPAT medio atteso	
Ricavi annui medi attesi	123.600
ROS	9,29%
EBIT atteso	11.483
Tax	27,90%
NOPAT	8.279

⁶ Dataset aggiornato al 5/1/2026

⁷ Con riferimento all'Irap, per le attività esercitate in Toscana e contraddistinte dal codice Ateco 2007 “69”, sarebbe prevista una maggiorazione di aliquota di 0,92%; tale maggiorazione, tuttavia, non è stata applicata al caso concreto, in considerazione dei maggiori effetti sull'aliquota effettiva derivanti dalla deduzione dal valore della produzione di cui al comma 4-bis dell'art. 11 del D.Lgs. 446/1997. I maggiori effetti, inoltre, si ritengono bilanciati dagli effetti sull'aliquota effettiva Ires conseguenti dalla limitazione alla deducibilità di talune possibili voci di costo

Il NOPAT sopra determinato corrisponde alla marginalità operativa netta che, dato il fatturato medio atteso, la Società oggetto di valutazione sarebbe in grado di generare con una gestione in linea con le performance medie del campione di soggetti comparabili.

3.2.3. Tasso di attualizzazione

Nel metodo reddituale, il tasso di attualizzazione svolge due distinte funzioni, esprimendo:

- la misura del valore finanziario del tempo, secondo quanto richiesto dalla logica dell'attualizzazione; e
- la misura della rettifica da apportare ai flussi attesi in funzione del profilo di rischio dell'azienda.

Ai fini della presente valutazione, il tasso di attualizzazione (i) è stato individuato sulla base del costo medio ponderato del capitale ($wacc$), opportunamente maggiorato in considerazione dei fattori addizionali di rischio (arp) che si riscontrano nella fattispecie in oggetto, secondo il seguente modello:

$$i = wacc + arp$$

Il costo medio ponderato del capitale ($wacc$), a sua volta, è espresso dalla seguente relazione:

$$wacc = \left(Ke * \frac{E}{(D + E)} \right) + \left(Kd * \frac{D}{(D + E)} * (1 - t) \right)$$

dove:

- Kd è il costo del capitale di terzi;
- Ke è il costo del capitale proprio;
- $D/(D+E)$ è il peso del capitale di terzi sul totale delle fonti;
- $E/(D+E)$ è il peso del capitale proprio sul totale delle fonti;
- t è l'aliquota fiscale sugli interessi passivi deducibili.

Per la stima del costo del capitale proprio (Ke), inoltre, si è fatto riferimento al modello di rischio-rendimento di più diffuso utilizzo nella prassi valutativa, ovvero sulla base del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), integrato da uno *small size premium* in considerazione del rischio specifico connesso al fattore dimensionale. Il modello impiegato (*modified CAPM*) restituisce una misura razionale del rendimento atteso dagli investitori in capitale di rischio secondo la seguente relazione:

$$Ke = Rf + \beta * (ERP) + ssp$$

dove:

- Rf è il tasso di rendimento delle attività prive di rischio;
- β è il coefficiente di esposizione dell'azienda al rischio di mercato;
- ERP è il premio per il rischio di mercato;

Di seguito vengono presi in esame le singole variabili del costo del capitale.

Il tasso di rendimento delle attività prive di rischio (R_f)

La prima componente della formula del CAPM è rappresentata dal tasso di rendimento delle attività prive di rischio. Benché concettualmente si faccia riferimento a un tasso *risk-free*, è noto che nella realtà non esistono investimenti assolutamente “sicuri”. Non vi sono, in altre parole, soluzioni che consentano di remunerare il capitale in presenza di rischi nulli. Occorre pertanto chiarirne il significato, specificando che esistono forme di investimento la cui componente di rischio è ridotto. Ciò accade, ad esempio, per la maggior parte dei titoli di Stato.

Sulla base di queste premesse è stato individuato un tasso del 3,50%, in linea con il rendimento dei titoli del debito pubblico italiano con scadenza decennale.

Il coefficiente di rischio sistematico (β)

Il coefficiente di rischio sistematico (definito anche coefficiente beta (β)) misura l'esposizione della specifica azienda al rischio di mercato, misurata dalla volatilità del suo rendimento rispetto a quello dell'intero mercato. Esso descrive, in sostanza, la rischiosità legata all'investimento in una determinata realtà imprenditoriale.

Valori di beta > 1 corrispondono ad alti rischi, nel senso che essi eccedono il rischio medio di mercato. Valori di beta < 1 hanno invece significato opposto. Valori di beta $= 1$ indicano invece un rischio neutro rispetto al mercato. La determinazione del beta è legata ad alcune variabili di non sempre agevole quantificazione. Fra esse si ricordano la dimensione dell'impresa, la ciclicità del settore, le prospettive di crescita, il grado di leva operativa e di leva finanziaria.

Per l'identificazione di tale grandezza si è fatto riferimento ad un beta medio di settore ed in particolare al valore riportato nel *dataset* del Prof. Aswath Damodaran (Stern New York University), aggiornato al 5/1/2026, per il settore “*Business & Consumer Services*” in Europa.

Considerato che la configurazione di valore ricercata dalla presente stima è rappresentata dal valore di mercato nella prospettiva di un generico operatore, quale struttura finanziaria di riferimento per il calcolo del costo del capitale è stata assunta una struttura *target* in linea con il mercato. Il beta è stato selezionato quindi nella versione *levered*, ovvero determinato in base alla struttura finanziaria media del settore e risulta pari a 0,84.

Premio per il rischio (ERP)

Viene definito premio per il rischio la differenza fra rendimenti medi delle azioni e rendimenti medi dei titoli privi di rischio.

L'*Equity Risk Premium* è stato assunto in misura pari a 5%, tenuto conto delle indicazioni della più accreditata dottrina e della prassi valutativa⁸.

⁸ Cfr. Massari M., Villani M., Zanetti L., “Valutazione”, EGEA, 2022

Small size and lack of liquidity premium (ssp)

Allo scopo di riflettere la componente di rischio associata alle dimensioni di micro-impresa e all'assenza di un mercato secondario attivo per la rapida conversione della partecipazione in liquidità, è stato applicato un premio aggiuntivo per il rischio⁹ pari al 2,00%.

Al maggior rischio specifico, infatti, corrispondono maggiori rendimenti compensativi richiesti dagli investitori.

Costo del debito (Kd)

Il costo del debito è stato assunto in misura pari a 6,10%, corrispondente al TAEG indicato nella pubblicazione statistica di Banca d'Italia "Condizioni e rischiosità del credito", serie statistica TRI30951, per l'aggregato "società non finanziarie e famiglie produttrici escluse le ditte individuali", sui prestiti di classe dimensionale fino a € 50.000, concessi nel Centro Italia per esigenze di investimento nel III trimestre 2025.

Struttura finanziaria

Coerentemente con la finalità della stima e la configurazione di valore di mercato, quale struttura finanziaria di riferimento è stata assunta la medesima considerata ai fini dell'individuazione del beta, ovvero quella media di settore indicata nel *dataset* del Prof. Aswath Damodaran (Stern New York University), aggiornato al 5/1/2026, per il settore "*Business & Consumer Services*" in Europa:

Industry Name	Number of Firms	E/(D+E)	D/(D+E)
Business & Consumer Services	176	76,39%	23,61%

Aliquota fiscale (t)

Il beneficio in termini di valore associato alla deducibilità fiscale degli interessi passivi è stato considerato sulla base dell'aliquota Ires vigente, pari al 24%.

Premio per ulteriori fattori addizionali di rischio (arp)

In considerazione della concentrazione del fatturato in pochi clienti non contrattualizzati, delle possibili limitazioni allo svolgimento di attività riservate ad iscritti ad Albi professionali, della forte dipendenza dell'azienda dalla figura chiave del [REDACTED], e quindi dell'elevato rischio di perdita della clientela qualora dovesse venir meno il fattore abilitante dato dell'apporto lavorativo e relazionale del [REDACTED], è stata introdotta una maggiorazione del 5% (arp) rispetto al costo del capitale.

Ciò sia in funzione di premio per il rischio di scenario, che in funzione di *transition premium risk*.

⁹ Cfr. OIV, Principi Italiani di Valutazione, III.2.4, 2015; CNDCEC, "I fattori addizionali di rischio nel costo del capitale per le valutazioni di bilancio e l'impairment test", 2025

Calcolo del tasso di attualizzazione

Stimati tutti i parametri di calcolo, il tasso di attualizzazione può essere individuato in ragione del 13,50%, come segue:

Ke	
Rf	3,50%
B	0,84
ERP	5,00%
Ssp	2,00%
ke = Rf + β * ERP + ssp	9,70%

Wacc	
Ke	9,70%
Kd	6,10%
E/(E+D)	76,39%
D/(E+D)	23,61%
Tax	24,00%
Wacc	8,50%

Tasso attualizzazione	
Wacc	8,50%
Arp	5,00%
i = Wacc + rp	13,50%

3.2.4. Valore degli asset aziendali (Enterprise Value)

Individuati il NOPAT medio atteso in € 8.279 ed il tasso di attualizzazione nel 13,50%, impiegando la formula valutativa di cui al modello prescelto:

$$EV = \left(\frac{NOPAT}{i} \right)$$

si ottiene un Enterprise Value, ovvero un valore degli asset aziendali al lordo delle passività finanziarie, pari ad € 61.306, come di seguito meglio illustrato:

Valore asset aziendali	
NOPAT	8.279
I	13,50%
Enterprise Value	61.306

3.2.5. Posizione Finanziaria Netta e passività latenti

Nonostante le richieste documentali formulate, non è stato possibile da parte dello scrivente acquisire una certificazione dei carichi tributari pendenti da parte dell'Agenzia delle Entrate, né documentazione inerente la eventuale situazione debitoria risultante presso l'Agenzia delle

Entrate – Riscossione, né tantomeno visure della Centrale Rischi di Banca d'Italia o della centrale rischi privata CRIF.

Per quanto concerne le passività lo scrivente ha potuto quindi fondare la propria analisi unicamente sulla documentazione contabile di fonte aziendale ottenuta dalla Società oggetto di valutazione, dalla quale non emergono debiti bancari o finanziari in senso stretto.

Si deve tuttavia osservare che i debiti tributari iscritti in contabilità per € 40.989 risultano di entità eccessiva rispetto ad un livello fisiologico connesso al corrente volume di affari e, per la parte eccedente l'importo afferente l'Iva a debito sulle fatture emesse nel trimestre antecedente la data di riferimento della valutazione, si ritengono costituire di fatto un debito di finanziamento oneroso improprio (la Società sembra essersi finanziata – ed aver finanziato i prelevamenti da parte del socio – non pagando le imposte alle scadenze di legge):

Passività finanziarie improprie	
Debiti tributari	40.989
Iva su fatture emesse III trim 2025	-8.437
Passività finanziarie improprie	32.552

Si ritiene, inoltre, di maggiorare tale posta di un importo forfetario di € 10.000 in considerazione dei rischi per sanzioni e interessi conseguenti sia al ritardato versamento delle imposte, sia alla deduzione dall'imponibile fiscale dell'esercizio 2024 di costi per emolumenti dell'organo amministrativo che non risultano deliberati dall'assemblea, sia al mancato deposito dei bilanci di esercizio nei termini di legge.

A seguito di espressa e specifica richiesta formulata dallo scrivente al [REDACTED] ed al suo consulente, non è stata segnalata la sussistenza di ulteriori passività potenziali per contenziosi o rischi di altra natura. **Lo scrivente non è tuttavia in grado di fornire garanzie in merito all'assenza di passività effettive o potenziali superiori a quelle qui considerate sulla base degli elementi informativi che si è potuto acquisire.**

La Posizione Finanziaria Netta viene quindi determinata in - € 27.400, come segue:

PFN	
Disponibilità liquide	+15.152
Passività finanziarie	-32.552
PFN	-17.400
Rischi sanzioni tributarie + interessi	-10.000
PFN + rischi	-27.400

3.2.6. Surplus asset

In considerazione dell'assoggettamento a liquidazione controllata del soggetto che ha ricoperto la carica di amministratore unico sin dalla costituzione della Società (nonché socio di maggioranza e poi unico socio), appare irrilevante ai fini della presente valutazione indagare sulla sussistenza di profili di *mala gestio* che potrebbero in astratto aver generato potenziali crediti risarcitori.

Essendo infatti il suo patrimonio interamente appreso dalla procedura, secondo le informazioni fornite dal Liquidatore, il credito risarcitorio (chirografario), al pari del credito v/socio già iscritto in contabilità (chirografario), non avrebbe comunque modo di essere soddisfatto ed alcun valore potrebbe, allo stato, essergli attribuito.

Dall'analisi compiuta non è emersa, inoltre, l'esistenza di altri potenziali *surplus asset*¹⁰ – ovvero attività aggiuntive (accessorie) rispetto a quelle impiegate nella produzione del NOPAT in precedenza quantificato – da portare in aumento al valore dell'*Enterprise Value*.

Si ricorda, in particolare, che i valori delle attività finanziarie sono stati desunti dalla situazione contabile alla data di riferimento della valutazione, non essendo stati possibili più puntuali riscontri.

3.2.7. Determinazione del valore della partecipazione (Equity Value)

Secondo l'approccio estimativo *asset side* adottato:

$$Equity Value = Enterprise Value + PFN$$

il valore di mercato della partecipazione totalitaria, corrispondente all'*Equity Value*, può quindi determinarsi in misura pari alla differenza tra *Enterprise Value* e Posizione Finanziaria Netta, pervenendo così ad un valore arrotondato di € 34.000,00:

Valore Partecipazione	
NOPAT	8.279
I	13,50%
Enterprise Value	61.306
PFN + rischi	-27.400
Equity Value	33.906
Equity Value (arrotondato)	34.000

3.3. Verifica con metodo di controllo

L'utilizzo di un metodo di controllo a supporto del metodo principale della valutazione è spesso opportuno per garantire maggiore affidabilità, coerenza e robustezza ai risultati ottenuti. Infatti, la convergenza tra i valori ottenuti con metodologie differenti rappresenta un segnale di coerenza e affidabilità della valutazione.

Anche nel presente caso, è stato ritenuto opportuno sottoporre la valutazione ottenuta con il metodo principale (reddituale) ad un *sanity check*. Coerentemente alle indicazioni espresse dai Principi Italiani di Valutazione (2015), a fini di controllo, la valutazione con metodica dei flussi è stata quindi confrontata con i risultati impliciti in termini di multipli di mercato.

¹⁰ L'unica posta patrimoniale attiva valorizzabile, oltre alle liquidità disponibili, è infatti rappresentata dai crediti verso clienti, che alla data di riferimento della valutazione risultano di entità compatibile con i normali tempi di incasso delle prestazioni fatturate, e pertanto da ritenersi inclusa nel fisiologico livello del *working capital*

In particolare, nel caso in esame, come da prassi valutativa degli studi professionali, il multiplo di riferimento è stato individuato nel rapporto tra Enterprise Value e ricavi.

Come visto al precedente par. 3.3, il valore della partecipazione stimato in € 34.000 corrisponde ad un Enterprise Value (ovvero ad un valore dell'attivo aziendale) di € 61.306. Tale Enterprise Value equivale a circa la metà dei ricavi medi attesi (sopra stimati in € 123.600):

Sanity check	
Enterprise Value (reddituale)	61.306
Ricavi annui medi attesi	123.600
EV/Ricavi	0,50

Il multiplo di 0,50, implicitamente corrispondente alla valutazione reddituale, si colloca, anche se al limite inferiore, entro un intervallo riscontrabile nella prassi valutativa degli studi professionali, compreso tra un minimo di 0,50 ed un massimo di 1,50¹¹. La collocazione all'estremità più bassa risulta peraltro coerente con le caratteristiche dell'azienda, quali la significativa dipendenza dalla figura chiave del titolare, l'alta concentrazione della clientela con dipendenza dal cliente principale, l'assenza di una strutturata organizzazione, il contesto di vendita forzata ed il rischio di discontinuità della clientela nel caso di mancata proficua collaborazione (o comportamenti opportunistici) dell'attuale titolare (c.d. *rainmaker*).

Pur rilevando come nella prassi professionale e nelle operazioni di mercato possano riscontrarsi anche multipli superiori applicati al fatturato (previamente individuato come trasferibile)¹², si evidenzia che tali valori risultano applicabili in contesti negoziali non forzati, all'esito di *due diligence* e, per i valori più elevati, a studi strutturati, con clientela contrattualizzata e autonomia operativa rispetto al professionista titolare.

Nel caso oggetto di stima, tali presupposti non appaiono soddisfatti e, pertanto, in conclusione, un multiplo di 0,5 volte i ricavi attesi deve ritenersi coerente con il profilo di rischio ed il contesto valutativo.

3.4. Giudizio di valore della partecipazione

La metodologia basata sull'applicazione di multipli è stata utilizzata quale riscontro semplificato, avendo presente che i metodi diretti di mercato possono essere adottati purché supportati da adeguata motivazione economica e da una valutazione del rischio specifico. In tale ottica, la corrispondenza dell'*Enterprise Value* ad un multiplo contenuto riflette il rischio di continuità reddituale della Società ed il contesto valutativo.

¹¹ Cfr. Cecchetto A., La valutazione economica dello studio professionale, in Il Commercialista Veneto, n. 224, Associazione dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili delle Tri Venezie

¹² Sulla base della statistica pubblicata da Bavagnoli F, Buzzoni G., Mandirola C., Salinelli E, "Venturing beyond the Rule of Thumb in the Valuation of Small Accounting Practices: an Exploration in the Italian Market", 2017, papers.ssrn.com id 3091103, basata su operazioni di compravendita di studi commerciali avvenute tra il 2012 ed il 2016, il multiplo prezzo di cessione su fatturato è risultato compreso tra un minimo di 0,8 ed un massimo di 1,5

La stima di un *Enterprise Value* (EV) al 30/9/2025 pari a € 61.306, ottenuta con il metodo principale, in particolare, risulta coerente con l'applicazione di un multiplo EV/Ricavi di 0,50, ritenuto congruo per la fattispecie in esame per le ragioni già espresse.

L'*Equity Value*, corrispondente al valore della partecipazione totalitaria, viene quindi confermato nella misura già individuata al par. 3.2.7, ovvero nella differenza tra *Enterprise Value* e Posizione Finanziaria Netta, pervenendo così ad un valore arrotondato di **€ 34.000,00**:

Valore Partecipazione	
Enterprise Value	61.306
PFN	-27.400
Equity Value	33.906
Equity Value (arrotondato)	34.000

4. CONCLUSIONI

Alla luce di tutto quanto è stato esposto e illustrato nella presente relazione, **il valore di mercato della partecipazione totalitaria nella società STUDIO CALABRESE COMMERCIALE & TRIBUTARIO S.R.L.S. (C.F. 07293750480), alla data di riferimento del 30/9/2025, viene stimato in € 34.000,00.**

Tale stima è stata ottenuta mediante applicazione del metodo reddituale, ritenuto il più appropriato per le caratteristiche dell'oggetto della valutazione, del contesto valutativo e della base informativa a disposizione. La verifica attraverso un metodo di controllo basato sui multipli EV/Ricavi ha confermato la ragionevolezza del processo valutativo compiuto.

Il valore dipende peraltro in misura decisiva dall'eventuale collaborazione del soggetto sottoposto a liquidazione controllata nel consentire ed agevolare il mantenimento delle relazioni di clientela. Il rischio associato alla perdita di clientela è stato comunque mitigato attraverso l'applicazione di uno specifico *risk premium*.

Lo scrivente ritiene, nel complesso, che il risultato raggiunto rappresenti un giudizio di valore equilibrato, anche se condizionato dalle limitazioni e dalle criticità cui è affetta la base informativa, evidenziate nel corpo della presente relazione (cfr., in particolare, parr. 1.5 e 1.7.2).

Laddove si proceda ad una vendita competitiva della partecipazione (anziché percorrere eventuali opzioni realizzative alternative, quali, ad esempio, la liquidazione della Società con realizzo dei singoli asset, tra cui il pacchetto clienti), apparirebbe opportuno il preventivo esperimento di una *due diligence* patrimoniale, contabile e fiscale, i cui risultati potrebbero avere un impatto sulle conclusioni valutative cui si è giunti.

Il sottoscritto confida di aver assolto all'incarico affidatogli e, rimanendo a disposizione degli Organi della procedura per quanto occorrer possa, ringrazia per la fiducia accordatagli.

Firenze, 31 gennaio 2026

Con osservanza

Dott. Lorenzo Bandinelli



Lorenzo Bandinelli
2026.02.04.15:50:51

CN=Lorenzo Bandinelli
C=IT
O=DOCC FIRENZE/94152840487
2.5A.46-2023503580702

RSA/2048 bits

- 1) Provvedimento di nomina Dott. Bandinelli
- 2) Visura camerale storica
- 2-bis) Atto cessione quote
- 3) Bilancio dell'esercizio 2023 (non risulta depositato presso il Registro delle Imprese)
- 4) Situazione contabile analitica al 31/12/2023
- 5) Situazione contabile analitica ante imposte al 31/12/2024
- 6) Bilancio infrannuale al 30/9/2025
- 7) Conto economico previsionale esercizio 2026
- 8) Dichiarazione Redditi periodo imposta 2024
- 9) Campione comparabili Toscana