

**TRIBUNALE DI FIRENZE
SEZIONE FALLIMENTARE**

Liquidazione Giudiziale RF 68/2023

*con sede legale in
Partita IVA*

RELAZIONE DI STIMA DI RAMI DI AZIENDA

Giudice Delegato: Dott.ssa Rosa Selvarolo
Curatore: Dott. Giovanni Greco
Stimatore: Dott. Ranieri Villi

1. Premessa
2. Descrizione dell'azienda ed indicazione della base dati
3. Descrizione e scelta della metodologia valutativa
4. Valutazione delle aziende (rami di azienda)
5. Conclusioni

1. PREMESSA

La società _____, C.F. e P.IVA _____, con sede legale in _____ ha subito la dichiarazione di apertura della Liquidazione Giudiziale dal Tribunale di Firenze con Sentenza n. 73/2023 del 03.05.2023, pubblicata il successivo giorno 11. Nella medesima sentenza, il Collegio delegava alla procedura il Giudice Dott.ssa Rosa Selvarolo e nominava Curatore il Dott. Giovanni Greco, iscrivendo la Procedura con R.F. 68/2023. Nelle more del proprio incarico, il Curatore ha ravvisato la necessità di effettuare la stima di due rami di azienda componenti l'attività, concessi in affitto di azienda come di seguito dettagliato, richiedendo pertanto la nomina di un perito. Il Giudice Delegato, recependo la richiesta del Curatore e nominava quale stimatore il sottoscritto Ranieri Villi, nato a Bagno a Ripoli (FI) il 03.07.1983, codice fiscale VLL RNR 83L03, Dottore Commercialista iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Firenze al n. 2085/A, Revisore Legale iscritto presso il Registro detenuto dal Ministero dell'Economia e delle Finanze con DM del 03.07.2014 al n. 172960 pubblicato in G.U. n. 55 del 15.07.2014, Professore a contratto presso l'Università Telematica degli Studi IUL, settore scientifico disciplinare SECS-P07 (Economia Aziendale), nella materia "Contabilità e Bilancio".

Acquisito l'incarico (all. A), attraverso il confronto con gli Organi della Procedura veniva acquisita la documentazione necessaria allo svolgimento del compito assegnato, delimitando i perimetri necessari richiesti dal Giudice al fine di valutare, distintamente tra loro, i due rami di azienda costituenti, di fatto, il valore produttivo della società oggetto di Liquidazione Giudiziale.

2. DESCRIZIONE DELL'AZIENDA ED INDICAZIONE DELLA BASE DATI

La società _____ è stata costituita in Firenze nel gennaio del 1995 e svolgeva principalmente l'attività di acquisto e vendita, sia all'ingrosso che al minuto, di articoli di cartoleria, prodotti in carta e materiali affini personalizzati e realizzati da terzi, ovvero così come meglio dettagliato nella visura storica riportata (all. B). Così come emerso dalla Sentenza 73/2023 con la quale si è aperta la Liquidazione Giudiziale, la Società fu ammessa dal Tribunale di Firenze in

data 21.05.2014 alla procedura di concordato preventivo, omologato con decreto del 01.10.2014 e successivamente risolto in data 22.11.2017 dal Tribunale di Firenze e chiuso in data 22.10.2020 per inadempimento dello stesso, ovvero, così come ivi indicato, dimostrando *"...l'assoluta impossibilità della società di far fronte alle proprie obbligazioni e costituisce un chiaro indice della mancanza delle condizioni di liquidità necessarie al regolare adempimento delle proprie obbligazioni, nonché per continuare ad operare proficuamente sul mercato."* Dette informazioni, se non altro, risultano confermate anche dall'analisi della documentazione contabile – tanto le situazione di dettaglio messe a disposizione dalla curatela, quanto dai bilanci depositati presso la Competente Camera di Commercio, dalle quali si evince come al 31/12/2022, a fronte di un patrimonio netto poco superiore ai 275.000 euro, la perdita patita nell'esercizio pari ad €1.707.315,20 lo abbia completamente eroso.

L'attività si realizzava, con la società in bonis, unicamente attraverso l'affitto dei seguenti due rami di azienda, oggetto tutt'ora degli unici ricavi aziendali:

- in _____ alla via _____ n. _____, concessa alla società _____ (c.f. & p.iva _____, con sede in _____ via _____ n. _____) attraverso atto del Notaio Daniela Auricchio del 30/10/2020 e per un canone annuo di euro 2.400 (all. C);
- in Campi Bisenzio, alla via Einstein n. 34/4-5, concessa alla società _____ (C.F. & P.IVA _____, con sede in _____ via _____ n. _____), attraverso atto del Notaio Elena Staderini del 28/09/2020 e per un canone annuo di euro 12.000 (all. D).

Dall'analisi della documentazione succitata come dalle visure camerali, si nota come:

entrambi i rami di azienda prevedono l'esercizio di attività di "acquisto e vendita, sia all'ingrosso che al minuto, di articoli di cancelleria, cartoleria, libri, prodotti editoriali e beni strumentali per l'industria, il commercio, l'artigianato, l'agricoltura, uffici tecnici ed amministrativi in genere, enti pubblici e morali;

la società _____, oltre ad esercitare nei medesimi locali di _____, è interamente partecipata da quest'ultima ed è stata costituita il 22.10.2020, ovvero otto giorni prima della stipula del contratto di affitto di azienda;

La società _____, pur vedendo una diversa compagine sociale, opera nei locali già a suo tempo condotti dalla società in Liquidazione, nonché ha come unità locale ad uso deposito il medesimo luogo in cui _____ ha avuto la sede sociale. La _____ è stata costituita il 23.01.2018 e prima del contratto di affitto di azienda ai rogiti del notaio Staderini precedentemente identificato, ha esercitato la propria attività attraverso diverso contratto di affitto di ramo di azienda sempre sottoscritto con la _____ ed intercorso dal 22.02.2018 (un mese dopo la sua costituzione) e fino alla sua risoluzione datata 28.09.2020, stesso giorno della sottoscrizione di quello attualmente in essere.

In ultimo, ma non di minore importanza, è rilevante come la società _____

Sia sottoposta a liquidazione giudiziale dal Tribunale di Firenze con sentenza del 27 giugno 2024.

Visto quanto sopra, il perimetro valutativo della presente perizia non può che individuato nella valutazione non tanto dei due rami di azienda, intesi come contratti sottoscritti al di fuori di una valutazione terza del mercato, bensì nell'accezione di una coincidenza tra i due rami e le aziende che li conducono.

A tal fine sono stati assunti i bilanci depositati tanto dalla _____ quanto dalla _____ nonché le situazioni contabili messe a disposizione dello scrivente

dagli organi della procedura e dal Professionista tanto delle due società coinvolte negli affitti di ramo di azienda, quando della società oggetto di Liquidazione Giudiziale. Altresì sono state considerate e valutate le informazioni di natura extracontabile che influiscono, di fatto, nel valore dei rami.

3. DESCRIZIONE E SCELTA DELLA METODOLOGIA VALUTATIVA

Secondo i prevalenti indirizzi della dottrina, le metodologie di valutazione d'impresa si distinguono fondamentalmente in patrimoniali, reddituali e finanziarie. Mentre i metodi del primo tipo stabiliscono il valore dell'azienda in funzione dei valori correnti degli elementi che ne compongono il complesso patrimoniale, pervenendo quindi ad una stima "analitica" del valore dell'impresa, basato su quello delle voci di capitale singolarmente considerate, i metodi di flusso, fondandosi sul principio dell'attualizzazione dei flussi monetari ed economici attesi, indicano il valore dell'azienda in termini sintetici, come espressione quantitativa delle capacità di attivazione prospettica dell'attività.

La scelta dei criteri di valutazione dipende da due elementi cardine, ovvero il fine per cui la stima è formulata ed i dati a disposizione. Dato il primo, ovvero l'individuazione del valore di mercato al quale la Procedura Concorsuale può liquidare quella parte di beni (ndr rami) unitamente identificata, maggiore rilevanza assume il quadro di riferimento applicabile al caso di specie e la documentazione a supporto del valutatore. Come anticipato al paragrafo precedente, la base dati a disposizione non è tanto quella della impresa oggetto di Procedura quanto i riferimenti delle due aziende che conducono i due rami.

Per entrambe le posizioni, data la specifica attività e la difficoltà di trovare transazioni comparabili con le presenti, sono escluse le applicazioni di metodi comparativi quali i multipli di mercato. Il confronto con aziende di dimensioni significativamente diverse, infatti, porterebbe ad una distorsione del valore individuato. Tra essi, anche il metodo reddituale potrebbe non rappresentare lo strumento ideale. Senza dubbio non potrebbe esserlo per l'attività condotta in via posto che i dati indicano come la stessa non sia capace ad oggi di produrre un reddito; ma lo stesso lo si dica per l'altro ramo, per il quale metodi alternativi permettono di valorizzare più compiutamente il ramo nel suo complesso.

Vista l'esclusione dei metodi reddituali e dei multipli, l'unica possibilità ai fini della valutazione rimane l'utilizzo dei metodi patrimoniali.

Entrambi i rami in questione presentano alcuni beni materiali e nessun bene immateriale autonomamente identificabile. Pertanto, il sottoscritto ritiene opportuno affidarsi al metodo patrimoniale misto o con stima autonoma dell'avviamento. Il metodo misto patrimoniale-reddituale permette di determinare il valore aziendale attraverso un'analisi del patrimonio esistente alla data di stima, alla quale viene aggiunta la stima dell'avviamento. La formula per la determinazione del valore dell'azienda è la seguente:

$$We = PN + A$$

dove:

We rappresenta il valore dell'azienda;

PN rappresenta il patrimonio netto (nel caso di specie, coincidente con il valore di mercato dei beni materiali);

A rappresenta l'avviamento.

Detto metodo parte dall'assunto che il valore attribuibile ad una azienda, in grado di svolgere una attività economicamente redditizia, può essere diverso rispetto a quello derivabile dalla somma algebrica dei valori delle singole attività e passività, attribuendogli un valore di extraprofitto (avviamento). ovvero di svalutazione in caso

di avviamento negativo, che costituisce una posta contabilmente inespressa ma economicamente dotata di un valore. In altre parole l'avviamento rappresenta la capacità dell'azienda di produrre nel tempo un sovra-reddito futuro, ovvero di generare, per come è formato il complesso aziendale, una creazione di disavanzo (avviamento negativo). La pratica professionale ha individuato alcune alternative per la stima di tale elemento, secondo la selezione della stima dei sovra-redditi, attraverso la redditività operativa ed il confronto con la redditività interna o esterna. Vi è altresì anche la possibilità di assumere i dati attraverso un'analisi di mercato e con l'applicazione di un moltiplicatore ad un dato espressivo dei volumi di attività dell'azienda. Questa procedura però risulta essere indicata in presenza a una vasta gamma di imprese di servizi, normalmente di grandi dimensioni. E' necessario, in ogni caso, sottolineare come l'effettivo multiplo utilizzabile dipende altresì dalla diversa qualità attribuibile a società operanti nello stesso settore, nonché dalla diversa capacità contrattuale delle parti. Altresì è possibile determinarlo come differenza tra la redditività della società in questione e la redditività considerata normale per il settore di riferimento, ovvero ritenuto adeguato dagli investitori per compensare il rischio di investimento in imprese appartenenti allo stesso settore. Assumendo che nel medio periodo la redditività dell'azienda tenda ad allinearsi a quella del settore, la differenza di redditività determinata è proiettata nel tempo per un periodo di N anni, a seconda della futuribilità del settore di investimento. Il valore attuale della differenza di redditività rilevato nell'arco temporale adottato per le proiezioni costituisce il valore dell'avviamento così come esposto.

Per le caratteristiche del caso, è possibile esporre il calcolo dell'avviamento secondo la seguente formula:

$$A = (R - i K) \cdot an - i'$$

dove:

K = capitale netto rettificato;

R = reddito medio normale atteso;

n = numero definito e limitato di anni;

i = tasso di remunerazione del capitale investito (tasso d'interesse normale rispetto al tipo d'investimento considerato);

i' = tasso di attualizzazione del profitto o sovrareddito.

E di conseguenza, la formula di calcolo del valore dell'azienda (ndr, per ciascun ramo) sarà:

$$We = K + (R - i K) an - i'$$

4. VALUTAZIONE DELLE AZIENDE (RAMI DI AZIENDA)

Illustrate le metodologie applicabili, nel presente paragrafo vengono riepilogate le assunzioni e gli aspetti tecnici necessari ai fini della valutazione dei due rami, distinguendoli secondo le proprie caratteristiche.

– Patrimonio netto: dal momento che ciascun ramo viene ceduto senza alcune passività, il valore del patrimonio è coincidente con quello dei beni materiali così come oggetto di inventario eseguito dagli Organi della Procedura, che alla presente si acclude (all. E). Si precisa come il suddetto documento indichi in maniera analitica quanto di competenza di ciascun ramo, distinguendo gli altri beni che dovranno vedere una liquidazione assestante. Alla luce di questo avremo:

- Il reddito medio prospettico, per ciascuno dei rami, è stato analizzato acquisendo i risultati ottenuti nell'ultimo triennio dai due rami, normalizzandoli ed epurandoli da fattori esogeni, straordinari o comunque capaci di inquinare il risultato normalizzato. A seguito di questo avremo:

esercizi	2021	2022	2023
Ricavi	234.381	320.947	167.128
Materie prime e consumo	118.913	125.078	81.502
servizi	58.208	38.454	21.665
godimento beni 3i	14.976	15.022	14.972
personale dipendente	63.921	47.819	7.832
ammortamenti	2.400	2.400	2.400
oneri diversi	12.603	26.333	28.468
proventi oneri finanziari/straordinari	3.477	1.806	1.493
Risultato lordo	-40.117	64.035	8.796
imposte (stima)	0	24.924	8.683
Risultato netto	-40.117	39.111	113
Reddito medio		-298	

valori espressi in migliaia di euro

esercizi	2021	2022	2023
Ricavi	1.194.083	1.443.552	1.425.896
Materie prime e consumo	817.160	990.862	911.256
servizi	106.582	150.837	140.566
godimento beni 3i	20.023	29.770	32.954
personale dipendente	135.730	164.896	200.661
ammortamenti	8.565	7.182	2.544
oneri diversi	50.558	56.735	62.631
proventi oneri finanziari/straordinari	836	10.767	6.742
Risultato lordo	54.629	32.503	68.542
imposte (stima)	15.241	5.131	19.123
Risultato netto	39.388	27.372	49.419
Reddito medio		38.726	

valori espressi in migliaia di euro

Il tasso di attualizzazione esprime il rapporto tra reddito e capitale che viene reputato conveniente per l'investimento nell'impresa, fornendo contenuti economici alle attese di remunerazione del capitale. Per determinare il tasso si procede partendo dal tasso di interesse puro, cioè dal tasso di rendimento degli investimenti finanziari a rischio nullo o comunque molto basso. Operativamente,

per quantificare la remunerazione del capitale nel settore di riferimento prendiamo a base il rendimento da investimenti a rischio nullo "risk free" che si sviluppano lungo un determinato arco temporale, a cui si aggiunge un premio di rischio "risk premium", connesso all'attività imprenditoriale, tenuto conto del settore nel quale l'azienda opera e delle condizioni generali del mercato.

Il tasso utilizzato nella valutazione è perciò la sommatoria di due componenti ideali, in particolare, il "rendimento" ed il "grado di rischio" inteso sia come rischio specifico dell'azienda sia come rischio legato all'intero settore in cui l'azienda opera.

Dal sito web del Ministero del Tesoro si rileva che il rendimento di un BTP quinquennale, come valore medio per le emissioni del 2024, è del 3,376 %. (all. F).

In considerazione di ciò, si assume il rendimento del tasso "risk free" pari al 2,95% (considerando la ritenuta fiscale, pari a 12,50%).

Dal sito web del Dipartimento del Tesoro (Ministero dell'Economia e delle Finanze-Tasso di Inflazione Programmata-TIP) si evince che il tasso di inflazione medio atteso per il 2024 è pari a 1,1% (all. G).

La maggiorazione percentuale del rischio di impresa rappresenta il rischio di non conseguire in futuro redditi. Per la stima di tale fattore di rischio si è ricorso al metodo del CAPM, il quale consente la stima di un tasso di rendimento plausibile considerando che il rischio d'impresa è composto da un elemento specifico e da un elemento di origine macroeconomica (rischio sistematico), ponderato per il settore ed il mercato di riferimento. Applicando dati open source ottenuti dal sito del Prof. Aswath Damodaran, docente di valutazione d'azienda presso la New York University e fonte di dati e strumenti inerenti la valutazione mondiale a livello globale si giunge quindi a determinare la maggiorazione e quindi il tasso di attualizzazione "i" nella misura del 6,16%, (all. H).

– L'orizzonte temporale è una scelta annosa e per definizione mai certa, poiché realisticamente non risolvibile salvo che non siano presenti condizioni oggettive che permettano di circoscrivere la presunta durata dei sovra-redditi. Nel caso in oggetto tali condizioni, acquisite anche le informazioni con gli organi della procedura ed i professionisti che hanno assistito la società fallita, risulta chiaro come l'attività posta alla via San Gallo, stante la mancanza di extrareddito, come di seguito indicato, vista la procedura concorsuale alla quale è soggetta per il tramite della società che la conduce e posto che non abbia beni immateriali apprezzabili (quali, ad esempio, licenze/autorizzazioni specifiche) e sia attualmente in essere in un locale per il quale non ha un titolo, non è possibile considerarla con alcuna vita utile. Discorso differente riguarda il ramo condotto in località Campi Bisenzio. Detta attività, in ogni caso redditizia anche al netto delle integrazioni e normalizzazioni oggetto della procedura suindicata, vede un volume d'affari, un impiego di risorse economiche e di personale tale per cui, al netto del plusvalore acquisibile grazie all'intervento di una imprenditoria sana e di una gestione maggiormente proficua, che non giustifica un arco temporale così limitato. In detti frangenti, posto che i metodi di valutazione – escludendo un valore infinito – stabilizzano una durata attorno ai quattro anni, al fine di considerare le tempistiche necessarie alla riorganizzazione, considerando questo valore temporale.

5. CONCLUSIONI

Alla luce della documentazione visionata, dell'attività di apprezzamento della base dati e del percorso razionale seguito, nonché dei risultati ottenuti riepilogati nei documenti di supporto (all. I), è possibile sintetizzare i valori ottenuti come segue e pertanto il sottoscritto perito

il Ramo di Azienda posto in **via**
 pari al valore dei beni al suo interno contenuti, arrotondabile nel

Valore del ramo di azienda = € 8.950

ed il Ramo di Azienda posto in **CAMPI BISENZIO, via EINSTEIN**
 $We = K + (R-i K) an-i'$
 pari a € 11.830 + € 131.665 = 143.495, arrotondabile nel

Valore del ramo di azienda = € 143.500

Considerato tutto quanto sopra esposto, il sottoscritto ritiene di aver adempiuto all'incarico affidato, ringraziando per la fiducia affidata e rimanendo a disposizione degli Organi della Procedura per quanto occorrer possa.

Firenze, 29/06/2024

PROF. DOTT. RANIERI VLLI

~~Dottore Commercialista, Revisore Legale~~
~~Professore c/o Università Federatica degli Studi IUL~~
~~in materia di contabilità e bilancio~~

Allegati alla presente:

- A) incarico allo scrivente;
B) visura storica della società oggetto di Procedura;
C) contratto di affitto di ramo di azienda Firenze, via San Gallo;
D) contratto di affitto di ramo di azienda Campi Bisenzio, via Einstein;
E) inventario;
F) estratto Ministero del Tesoro, BTP 5 anni_2024;
G) estratto del Tasso di Inflazione Programmata (TIP) dato 2024;
H) tasso risk free Prof. Damodaran;
I) fogli di calcolo.