



DOTT. MARCO GULOTTA
Corso Vittorio Emanuele 670 – 80122 Napoli
MAIL: marco.gulotta@studiogulotta.it
PEC marco.gulotta@odcecnapoli.it



LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE

TRIBUNALE DI NAPOLI, SEZ. VII N. 124/2025

ILL.MO G.D. DOTT.SSA LOREDANA FERRARA



RELAZIONE DI STIMA DEL VALORE DELL'AZIENDA



Stimatore - Dott. Marco Gulotta





1. PREMESSE ED INCARICO. – 1.1. *RICOSTRUZIONE FATTUALE.* – 1.2. *DOCUMENTAZIONE ACQUISITA.* – **2. PRESUPPOSTI METODOLOGICI: LA RICERCA DI UN APPROCCIO NUMERICO.** – 2.1. *LE CRITICITÀ DEL CASO.* – 2.2. *GLI OBIETTIVI E I LIMITI DEL LAVORO PERITALE.* – 2.3. *LE ASSUMPTIONS.* – 2.4. *UNA PRIMA ANALISI DEI DATI.* – **3. LA VALUTAZIONE DELL'AZIENDA.** – 3.1. *METODI DI VALUTAZIONE (CENNI).* – 3.2. *L'ANALISI DELLA BASE INFORMATIVA E LA SCELTA DEL METODO.* – 3.3. *LA STIMA DELLA COMPONENTE PATRIMONIALE* – 3.4. *LA STIMA SECONDO IL METODO DEI MULTIPLI SUGLI AGGI.* – **4. CONCLUSIONI.**





1. PREMESSE ED INCARICO.

Lo scrivente dott. Marco Gulotta, dottore commercialista in Napoli, con studio al Corso Vittorio Emanuele n. 670, iscritto all'Albo dei Consulenti Tecnici d'Ufficio del Tribunale di Napoli al n. 3188, è stato nominato – nell'ambito della procedura di liquidazione giudiziale n. 124/2025 a carico [REDACTED] nato [REDACTED] c.f. [REDACTED] titolare dell'omonima ditta corrente in Napoli al Centro Direzionale Isola E, int. 26 [REDACTED] giusta autorizzazione dell'Ill.mo G.D. Dott.ssa Loredana Ferrara del 23.10.2025 (**doc. 1**), su istanza del Curatore Avv. Manuela Avino del 22.10.2025 – per effettuare «la stima del valore dell'azienda di titolarità di [REDACTED] corrente in Napoli al Centro Direzionale, isola E/4, interno 21» (**doc. 2**).

Lo scrivente, al fine di ricostruire le vicende e adempiere all'incarico, ha anzitutto dato il via all'attività istruttoria, provvedendo all'acquisizione e all'esame della documentazione contabile e amministrativa messa a disposizione dalla Curatela. Sin dalle fasi iniziali di queste operazioni preliminari, e a seguito di specifici colloqui con il Curatore, è emersa una significativa carenza informativa, nonché profili di parziale inattendibilità delle risultanze contabili storiche. Come verrà illustrato nei paragrafi che seguono, tali elementi – in uno alle naturali peculiarità della fattispecie concreta – hanno inciso in modo sostanziale sulla possibilità di effettuare una valutazione economica secondo criteri tecnici ordinari.



L'inattendibilità parziale ed ancor di più l'insufficienza della base informativa, infatti, hanno reso impraticabile l'elaborazione di un'analisi fondata su dati oggettivi e verificabili, tali da rispondere ai requisiti di affidabilità e rigore comunemente richiesti in ambito peritale.

Alla luce di siffatte circostanze, giova immediatamente precisare che **l'attività peritale non ha incluso, in quanto non rientrante nell'oggetto dell'incarico**, le seguenti operazioni: **(a)** la verifica della fattibilità giuridica di siffatta operazione di trasferimento dell'azienda in corso di liquidazione giudiziale, che non compete allo scrivente; **(b)** l'accertamento della regolare tenuta della contabilità e della veridicità della documentazione prodotta; **(c)** la stima del valore dell'azienda relativa alla rivendita di generi di monopolio, che difatti, ai sensi dell'art. 31 della l. 1293/1957, giammai può dirsi oggetto di cessione¹, ferma peraltro la sospensione dal servizio del [REDACTED] [REDACTED] (di seguito, per brevità, anche [REDACTED] e la contestuale chiusura della rivendita n. 585 di cui egli è titolare (come meglio chiarito *infra*), giusta comunicazione dell'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli (**doc. 3**).

In considerazione di tali limiti, la determinazione del valore aziendale è stata effettuata mediante l'assunzione di un quadro fattuale ipotetico, ma allo stesso tempo ragionevole ancorché non verificato e/o verificabile, in relazione al quale sono stati applicati modelli di valutazione semplificati, orientati alla determinazione di un valore indicativo dell'azienda. Il risultato così ottenuto non può considerarsi una stima in senso tecnico-strutturato (non potendo soddisfare, per quanto sinora accennato e *infra* meglio dettagliato), ma costituisce un **parametro di riferimento di natura orientativa**, utile a supportare le valutazioni della Curatela e dell'Autorità Giudiziaria nell'ambito della suddetta procedura.

Premesso quanto sopra, e considerate le peculiarità del presente incarico, si ritiene opportuno illustrare sin da subito la struttura del lavoro svolto.

La presente stima si articola in due sezioni distinte.

¹ «Le rivendite ordinarie e speciali non possono a qualsiasi titolo essere cedute. Quando si verifichi cessione dell'azienda ubicata nello stesso locale della rivendita, l'Amministrazione può consentire che il rivenditore rinunci alla gestione ed il cessionario consegua, alle condizioni in vigore, l'assegnazione della rivendita a trattativa privata» (art. 31, l. 1293/1957).

La **prima sezione** – di natura descrittiva – comprende una sintetica ricostruzione delle vicende riguardanti le attività svolte [REDACTED] e delle operazioni di analisi preliminare condotte. L'intento perseguito è quello di contestualizzare l'incarico conferito alla data di inizio lavori e illustrare la natura e l'estensione della documentazione esaminata, sì da evidenziarne criticità e limiti derivanti dalla qualità e dalla completezza delle informazioni disponibili.

La **seconda sezione** – di natura valutativa – si concentra sull'elaborazione di una stima orientativa del valore aziendale, da considerarsi come parametro di riferimento di massima. A tal fine, vengono illustrati i criteri di valutazione potenzialmente applicabili e quelli effettivamente adottati, insieme al percorso metodologico seguito, motivandone la scelta in relazione al contesto informativo e alla natura dell'attività oggetto di valutazione. Il tutto è preceduto da una precisa definizione delle assunzioni di base che si rendono necessarie per superare le criticità connesse alle carenze informative e alle limitazioni della documentazione e sono pertanto presupposto imprescindibile per l'applicazione dei modelli di valutazione e per l'interpretazione dei risultati conseguiti.

1.1 RICOSTRUZIONE FATTUALE

Prima di entrare nel vivo delle considerazioni, si procede brevemente di seguito ad una preliminare ricostruzione dei fatti, al fine di disporre del quadro delle vicende che hanno dato origine alla presente relazione in adempimento dell'incarico conferito:

- in data 24.09.2025 – su ricorso presentato [REDACTED] (n. 469/2025 R.G.P.U.), creditore dell'importo di € 414.932,12 (oltre rivalutazione monetaria, interessi legali e spese di lite) in forza della sentenza n. 577/2025 (munita di attestazione di passaggio in giudicato) resa dal Giudice del Lavoro del Tribunale di Napoli nel giudizio n. 22099/2022 R.G. – il Tribunale di Napoli, sez. settima, con sentenza n. 161/2025, dichiarava aperta la procedura di liquidazione giudiziale a carico [REDACTED] nato [REDACTED] c.f. [REDACTED] titolare dell'omonima ditta corrente in Napoli al Centro Direzionale, isola E, interno 26, per [REDACTED] nominando G.D. la Dott.ssa Loredana Ferrara e Curatore l'Avv. Manuela Avino;
- in data 26.09.2025, il Curatore Avv. Manuela Avino, accettato l'incarico, si recava presso la sede dell'impresa indicata nella sentenza di apertura della procedura per riscontrare che non vi era alcun locale distinto con l'interno 26 e che al locale di cui

- all'interno 21 era apposta l'insegna "TABACCHI RIV. 585 [REDACTED]";
- dalle indagini del Curatore, emergeva che – tra maggio e giugno 2025 – la rivendita ordinaria n. 585, intestata a [REDACTED] era stata trasferita dall'interno n. 26 all'interno n. 21, sempre in Via Giovanni Porzio Isola E/4 del Centro Direzionale di Napoli, previa autorizzazione da parte dell'ADM;
 - in data 04.10.2025, l'Ill.mo G.D. Dott.ssa Loredana Ferrara autorizzava la procedura di vendita, richiesta dalla Curatela in data 02.10.2025, in lotto unico, della merce deperibile inventariata nel corso dell'accesso del 30.09.2025, ancor prima dell'approvazione del programma di liquidazione, con modalità telematiche e con termine ridotto per la pubblicità stante l'assoluta urgenza (**doc. 4**);
 - in data 20.10.2025, la Curatela chiedeva di essere dispensata dal costituirsi nel procedimento di reclamo al r.g. n. 2891/2025 *ex* art. 51 CCII proposto dal debitore (**doc. 5**);
 - in data 23.10.2025, l'Ill.mo G.D. Dott.ssa Loredana Ferrara autorizzava il sottoscritto al suddetto incarico sulla scorta della relazione-istanza presentata dalla Curatela in data 22.10.2025 per la stima del valore dell'azienda commerciale di titolarità di [REDACTED] corrente in Napoli al Centro Direzionale, isola E/4. Interno 21, nel quale è ubicata la rivendita di generi di monopolio, la cui licenza è in scadenza alla data del 31.12.2025, il che – con le precisazioni di cui si dirà circa l'impossibilità di cessione ma la necessità di tenerla in considerazione per ogni opportuna valutazione – impone una certa *immediatezza* nelle valutazioni (**doc. 6**);
 - sempre in data 23.10.2025, perveniva la comunicazione da parte del SUAP (Sportello Unico attività produttive) del Comune di Napoli riportante i dati presenti nell'archivio informatico riferibili al [REDACTED] ove si legge di un'autorizzazione per "esercizi di vicinato non alimentare" relativa all'attività sita in Napoli, al Centro Direzionale isola E4, interno n. 26, con la precisazione che "non risultano trasferimenti di attività in corso" (**doc. 7**).
 - in data 28.10.2025, è pervenuta, dall'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli, la comunicazione di sospensione dal servizio [REDACTED] e la contestuale chiusura della rivendita n. 585 di Napoli fino all'esito del giudizio di appello (cfr. **doc. 3**);
 - sebbene più volte compulsato dal curatore, il debitore non ha immediatamente depositato le scritture fiscali e contabili, né ha trasmesso alla curatela la licenza relativa alla rivendita di tabacchi e l'ulteriore documentazione richiestagli (elenco dei creditori, copia dei contratti in corso, documentazione bancaria, documentazione riguardante





- il personale dipendente, documentazione relativa ai giudizi pendenti), né si è presentato alle convocazioni da parte della Curatela per i giorni 14.10.2025 e 23.10.2025 al fine di rendere l'audizione ex art. 49 CCII, sino all'incontro tenutosi in data 30.10.2025 davanti al GD (**doc. 8**) ed all'audizione del 05.11.2025 (**doc 8 – bis**);
- in questa ultima sede il debitore ha depositato (i) i registri iva 2022-2023-2024; (ii) contratto di locazione dell'immobile interno 21; (iii) fattura n. 1226 del 18.06.2025 della [REDACTED] (iv) conto economico 2022-2023-2024; (v) dichiarazioni fiscali 2022-2023-2024. Ha altresì dichiarato: (vi) che l'attività è stata esercitata a decorrere dal 20.06.2025 sino al 31.07.2025 e dal 1.10.2025 alla data di apertura della liquidazione giudiziale; (vii) che non sussistono debiti diversi da quelli di natura tributaria e previdenziale; (viii) di non aver mai avuto personale dipendente; (iv) di non vantare alcun credito; (ix) che non sussistono giudizi civili e tributari, né procedure esecutive, in corso; (x) di non essersi avvalso di un commercialista (dal 2024) né di un consulente del lavoro;
 - in data 30.10.2025, sono state concluse le operazioni di inventario per il locale interno n. 21 (**doc. 9**).

1.2. DOCUMENTAZIONE ACQUISITA

La base informativa consegnata dal curatore è rappresentata dai seguenti documenti:

- a. visura camerale storica;
- b. autorizzazione dell'ADM di trasferimento della rivendita;
- c. autorizzazione dell'ADM di nomina del coadiutore;
- d. pec da parte del legale del [REDACTED] del 14.10.2025;
- e. pec da parte del legale del [REDACTED] del 22.10.2025;
- f. fascicolo telematico del giudizio volto all'apertura della liquidazione giudiziale;
- g. fascicolo telematico del reclamo alla sentenza di apertura della liquidazione giudiziale al 13.10.2025;
- h. verbali di II, III, IV, V, VI accesso e inventariazione;
- i. prospetti di stima dei beni inventariati;
- j. istanza del curatore per la vendita della merce deperibile con relativo provvedimento del G.D.;
- k. informativa ex art. 216, co. 9, CCI con relativi allegati e provvedimento del G.D.;
- l. istanza del curatore per la richiesta di dispensa dalla costituzione del giudizio di reclamo;





- m. reclamo proposto dal [REDACTED] in uno al decreto di fissazione dell'udienza;
- n. conto economico e dichiarazione fiscale del [REDACTED] per gli anni 2022-2023-2024;
- o. progetto di riparto parziale della procedura esecutiva R.G.E. n. 256/04;
- p. verbale di pignoramento negativo a carico del [REDACTED];
- q. comunicazione da parte dell'ADM con indicazione dei riferimenti relativi alla rivendita n. 585 (licenza per la gestione della rivendita generi di monopolio n. 585 in Napoli, intestata al [REDACTED] rilasciata in data 29/10/2018 con numero 201805935 con decorrenza 01/01/2017 e scadenza 31/12/2025);
- r. comunicazione da parte dell'ADM con indicazione degli aggi maturati nel periodo 2022-2025;
- s. comunicazione da parte dell'ADM avente ad oggetto la sospensione del [REDACTED] e la contestuale chiusura della rivendita;
- t. relazione del curatore a seguito della comunicazione da parte dell'ADM avente ad oggetto la sospensione del [REDACTED] e la contestuale chiusura della rivendita con relativo provvedimento del G.D.;
- u. verbale di udienza del 30.10.2025 (audizione del [REDACTED]);
- v. estratto dell'anagrafe tributaria relativo ai dati del contratto di locazione del 18.06.2024;
- w. modello IRAP 2011;
- x. modello IRAP 2017;
- y. modello IRAP 2019;
- z. modello IVA 2020;
- aa. modello IVA 2024;
- bb. modello IVA 2025;
- cc. modello PF 2019;
- dd. modello PF 2023;
- ee. modello PF 2024;
- ff. situazione economica al 31.12.2022 con modelli PF 2023 e ISA 2023;
- gg. situazione economica al 31.12.2023 con modelli PF 2024 e ISA 2024;
- hh. situazione economica al 31.12.2024 con modelli PF 2025;
- ii. comunicazione pec da parte del SUAP Comune di Napoli con riferimento ai dati presenti nell'archivio informatico per l'attività riferibile al [REDACTED]



- jj. Registri iva anni 2022-2023-2024;
- kk. Contratto di locazione dell'immobile interno 21;
- ll. Verbale audizione del 05.11.2025

2. PRESUPPOSTI METODOLOGICI: LA RICERCA DI UN APPROCCIO NUMERICO

La scarsità quali-quantitativa delle informazioni e le incertezze ricostruttive degli eventi, come sopra rapidamente evidenziate, rendono necessarie l'elaborazione di una serie di presupposti metodologici, preliminari e assolutamente imprescindibili all'espletamento dell'incarico.

In particolare, ai fini di una intellegibile rappresentazione dei risultati cui si perverrà, si procede come segue: (1) schematizzazione delle criticità caratterizzanti il caso di specie; (2) individuazione dei limiti e degli obiettivi del presente lavoro; (3) elaborazione delle *assumptions*; (4) identificazione di una prima analisi dei dati disponibili.

2.1. LE CRITICITÀ DEL CASO

Le peculiarità (*rectius* criticità) che contraddistinguono il caso che qui ci occupa assurgono a fondamentali punti di partenza di ogni possibile valutazione, che necessariamente ne risente. Occorre pertanto muovere da una loro schematizzazione, sì da chiarire gli effetti invalidanti delle stesse, capaci di minare in radice la portata delle conclusioni di una siffatta stima:

- a) non si dispone della copia dell'autorizzazione per la rivendita al dettaglio di generi diversi da quelli di monopolio. Più in particolare, dalla comunicazione SUAP acquisita dal Curatore (cfr. **doc. 7**), si è appreso dell'esistenza di una semplice comunicazione di vicinato per l'esercizio di attività di commercio di generi non alimentari, riferibile ai locali di cui all'interno 26 (locale precedente al trasferimento di cui si è detto sopra), ma non si rileva alcuna comunicazione relativa al trasferimento dell'attività presso l'interno 21;
- b) la documentazione contabile e fiscale in possesso dello scrivente è parsa sin da subito estremamente carente e parzialmente inattendibile, sicché le analisi quantitative elaborate nel prosieguo, risentendo di tale grave deficienza, si manifestano prive di quel sufficiente grado di attendibilità che dovrebbe caratterizzare un lavoro estimatorio di tal fatta;
- c) le analisi quantitative che saranno declinate *sub* par. 2.4 sembrano evidenziare la presenza di minimi e inconsistenti ricavi diversi da quelli afferenti alla rivendita di





generi di monopolio, i quali, se da un lato provano la sussistenza di tale attività nonostante l'assenza della comunicazione del trasferimento, dall'altro offrono l'evidenza della non materialità dei valori a fondamento della stima dell'azienda in osservazione;

- d) l'attività commerciale esercitata presso l'interno 21 è svolta in virtù di un contratto di locazione nel quale è pattuito un canone iniziale di euro di 7.800 annui (poi rimodulato al rialzo negli anni successivi al primo²) che – raffrontato all'esiguità dei valori reddituali dell'azienda in osservazione – restituisce, come si chiarirà *infra*, un ipotetico, e neppure quantificato, valore negativo dell'azienda in osservazione, se avulsa dalla stima autonoma dell'avviamento generato dall'attività di rivendita di generi di monopolio, e fatto proprio dalla prima.



2.2. GLI OBIETTIVI E I LIMITI DEL LAVORO PERITALE

È opportuno ricordare che ogni valutazione aziendale costituisce, per sua natura, un esercizio estimativo e, in quanto tale, non può fornire un risultato assoluto o definitivo, ma solo un valore valido in relazione a specifiche finalità e limitatamente al momento temporale in cui è espresso; e tanto non deve mai essere trascurato da chi utilizza il presente elaborato.

Ebbene, la determinazione del valore si posa inevitabilmente su una serie di ipotesi preliminari, le quali definiscono i limiti applicativi della stima e ne individuano le variabili principali. Tali variabili, spesso imprevedibili ed estranee al controllo diretto del valutatore, vengono assunte *ex ante* come condizioni date, non verificabili in concreto ma necessarie per la costruzione del modello valutativo.

In altri termini, la valutazione è un processo che conduce ad un risultato non univoco, bensì relativo, in quanto condizionato da elementi di carattere tecnico, temporale ed informativo.

I principi cardine del processo valutativo, pertanto, sono la razionalità e l'obiettività, sicché la metodologia adottata deve, rispettivamente, seguire un percorso logico, coerente, ricostruibile e fondato su presupposti teorici consolidati, nonché basarsi su dati certi, verificabili e attendibili. L'efficacia di una valutazione, d'altronde, non dipende unicamente dalla correttezza formale del metodo utilizzato, ma anche e

² Il contratto prevede un canone di euro 7.800,00 dal 04/07/2024 al 05/07/2026, euro 8.400,00 dal 06/07/2026 al 06/07/2028 ed euro 9.000,00 dal 07/07/2028 fino al termine della locazione



soprattutto dalla qualità e affidabilità dei dati sottostanti. Un metodo perfettamente corretto, se applicato su basi informativo-contabili inattendibili, compromette la validità dell'intera analisi.

Sulla scorta di ciò, si evidenzia sinteticamente quanto segue.

- **Finalità della stima.** La presente valutazione è stata redatta esclusivamente per gli scopi connessi alla suddetta procedura di liquidazione giudiziale a carico di [REDACTED] e **non può essere utilizzata per finalità diverse** da quelle previste dal mandato conferito.
- **Oggetto della stima.** Il presente lavoro peritale avrà ad oggetto la **stima del valore dell'azienda commerciale** del [REDACTED] corrente in Napoli al Centro Direzionale, isola E/4, interno 21, ove è ubicata altresì la rivendita di generi di monopolio, la quale, sebbene estranea a qualsiasi valutazione qui si stia conducendo per impossibilità di cessione *ex art.* 31 della l. 1293/1957, giova chiarire sin da ora, assume rilevanza per la stima autonoma dell'avviamento da questa generato, che potrà essere beneficiato dal soggetto acquirente dell'azienda esercente il commercio di generi diversi dal monopolio ubicata nei medesimi locali, al verificarsi delle condizioni previste dal richiamato art. 31 della l. 1293/1957 (*i.e.* rinuncia e autorizzazione della rivendita in capo al cessionario) e secondo le *assumptions* di cui infra par. 2.3. La scadenza al 31.12.2025 della suddetta rivendita contribuirebbe peraltro a spiegare la necessità di procedere tempestivamente ad una (pur sommaria) valutazione del valore aziendale prima dell'elaborazione del programma di liquidazione, fermo in ogni caso l'insorgenza del provvedimento di sospensione dell'attività da parte dell'ADM (cfr. **doc. 3**).
- **Riferimento temporale.** Il valore stimato è valido **unicamente alla data di riferimento indicata** nella presente relazione e non tiene conto di eventi successivi che possano incidere in modo sostanziale sulla consistenza patrimoniale o economica dell'azienda.
- **Assenza di verifica documentale.** Lo scrivente **non ha svolto attività di revisione** né ha effettuato verifiche circa la **veridicità, completezza o regolare tenuta** della (comunque estremamente carente) documentazione contabile e amministrativa messa a disposizione. Le dichiarazioni, i registri e le altre informazioni fornite sono state accettate senza una specifica verifica (trattandosi di documenti la cui attendibilità non è verificabile). Le analisi e le conclusioni sono basate **sull'assunzione di correttezza delle informazioni**



e sono formulate in assenza di ulteriori elementi informativi che, se noti, avrebbero potuto condurre a valutazioni e conclusioni differenti.

- **Esclusione di valutazioni giuridiche.** L'incarico non prevede l'analisi della **legittimità giuridica o della fattibilità tecnica** del trasferimento della azienda in parola. La valutazione si limita al profilo economico e patrimoniale.
- **Modelli semplificati e valore orientativo.** In ragione delle **carenze informative riscontrate**, sono stati adottati **modelli di valutazione semplificati** e assunzioni ipotetiche, al fine di pervenire a una **stima orientativa del valore** dell'azienda, da intendersi come **parametro di riferimento e non come valore definitivo**.
- **Incertezza valutativa.** La significativa **incertezza sulla qualità e affidabilità dei dati disponibili**, unita ai **tempi limitati** per l'elaborazione della relazione, comporta un margine di **approssimazione elevato**, superiore a quello fisiologicamente tollerabile in un ordinario processo di stima. La valorizzazione di alcuni elementi sarà riferita a canoni di presumibilità, non potendo, sulla base delle informazioni acquisite e astrattamente acquisibili, assumere connotazioni certe.
- **Base informativa incompleta.** La base informativa disponibile **non contiene alcune delle leve fondamentali (*key drivers*)** necessarie per una valutazione prospettica fondata, pregiudicando l'applicazione di modelli analitici di tipo evoluto.
- **Assenza di specifici approfondimenti e indagini.** Il pochissimo tempo a disposizione dello scrivente (in ragione delle esigenze di celerità che caratterizzano la procedura di cui si è detto sopra) non ha reso possibile ulteriori approfondimenti o richieste integrative di informazioni.

Giova rilevare, infatti, che la base informativa costituisce (con l'analisi fondamentale) la condizione necessaria per tradurre i modelli ed i multipli in valutazioni efficaci, cioè affidabili e dimostrabili. In tal senso, essa include tutti i dati, quantitativi e qualitativi, funzionali alla stima, tra cui particolare rilievo assumono le cosiddette leve fondamentali (*key drivers*), ossia i fattori determinanti della generazione di valore, la cui individuazione richiede analisi approfondite e proiezioni coerenti.

In conclusione, il presente lavoro sconta una incertezza valutativa rilevante, superiore a quella che normalmente accompagna ogni attività estimativa, e della quale occorrerà tenere debitamente conto nelle determinazioni finali. L'obiettivo



dell'elaborato è dunque quello di offrire una ricostruzione ipotetica del valore di massima dell'azienda, da intendersi come base informativa preliminare, utile per supportare le scelte della Curatela e dell'Autorità Giudiziaria nell'ambito della procedura in corso.

2.3 LE ASSUMPTIONS

Quanto ai presupposti del lavoro, deve da subito chiarirsi che esso si muoverà sul solco della astratta ricostruzione operata sinora.

Lo scrivente deve porsi, in via convenzionale, nell'ottica di presumere come sussistenti taluni elementi fattuali, pur laddove, come visto, esiste una rilevante incertezza sulla effettività degli stessi. D'altronde non si hanno alternative, giacché attribuire all'incertezza la corretta valorizzazione (*rectius* il peso che – soprattutto in questa circostanza – assume) generebbe un limite invalicabile e preclusivo a qualsivoglia valutazione, che contrasterebbe con le richieste comunque formulate allo scrivente e di cui non si può prescindere.

Per tale verso, si rende necessario produrre le seguenti assunzioni fondamentali:

1. la composizione quantitativa e qualitativa dell'azienda è quella risultante dagli accertamenti compiuti dal Curatore alla data della presente relazione;
2. i dati reddituali storici, ancorché estremamente frammentari e parziali, sono da considerarsi veri e reali e concorreranno a formare le componenti delle eventuali formule matematiche applicate;
3. oggetto del potenziale trasferimento (e quindi di valutazione) è l'azienda esercitata sotto l'insegna [REDACTED] corrente in Napoli al Centro Direzionale, isola E/4, int. 21, consistente nel complesso di beni organizzati per l'esercizio di vendita al dettaglio di generi non alimentari;
4. l'attività esercitata presso l'interno 21 è svolta in forza della comunicazione presentata presso il SUAP con riferimento all'interno 26, il cui trasferimento non risulta giammai comunicato, sì da integrare, tuttavia, una semplice irregolarità amministrativa;
5. la stima, pur riferita all'azienda esercente l'attività di rivendita di generi non alimentari, pressoché priva di elementi patrimoniali e reddituali storici, terrà conto della potenzialità generata dalla attività non cedibile (i.e. rivendita generi di monopolio), assumendo che la condizione prevista dal richiamato art. 31 della l. n. 1293/1957 si verifichi effettivamente – ossia che sussista l'autorizzazione dell'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli alla rinuncia del rivenditore e l'assegnazione della rivendita al cessionario – che la stessa Agenzia provveda in senso contrario rispetto alla

comunicazione di cui si è detto sopra (cfr. **doc. 3**) circa la chiusura della rivendita n. 585 come meglio *infra* chiarito.

2.4 UNA PRIMA ANALISI DEI DATI

L'analisi della scarna documentazione acquisita offre un quadro critico delle risultanze, sia in termini di numerosità dei dati che di loro affidabilità.

Il confronto è avvenuto tra le seguenti categorie di documenti:

- situazioni patrimoniali consegnate al Curatore;
- quadro RG delle dichiarazioni fiscali;
- dati contabili contenuti nei quadri ISA integrati nelle dichiarazioni fiscali (**doc. 10**);
- dati degli aggi comunicati dall'ADM (**doc. 11**).

La risultante di tale analisi a confronto è meglio rappresentata dalla seguente tabella riassuntiva.

2022	Situazione patrimoniale	euro	Quadro RG	euro	ISA	euro	ADM	euro	IVA	euro
	Ricavi delle vendite	25.852,00	Ricavi	25.852,00	Ricavi da aggio monopoli	24.000,00	Aggio tabacchi	22.963,19	operazioni attive soggette a iva	ND
					ricavi da aggio altre attività	1.852,00	Aggio Lotto	1.851,56		
	TOTALE RICAVI	25.852,00	TOTALE RICAVI	25.852,00	TOTALE RICAVI	25.852,00	TOTALE RICAVI	24.814,75		
	Acquisti beni per la rivendita	3.866,00	Costi acquisto materie prime	3.866,00	Costi acquisto materie prime	3.866,00				
	Costi per servizi	1.414,00	Altri componenti negativi	7.314,00	Costi per servizi	1.414,00				
	Oneri diversi di gestione	5.900,00			Costi godimento beni di terzi	5.900,00				
	TOTALE COSTI	11.180,00	TOTALE COSTI	11.180,00	TOTALE COSTI	11.180,00				
	UTILE	-14.672,00	REDDITO	-14.672,00	REDDITO	-14.672,00				
2023	Situazione patrimoniale	euro	Quadro RG	euro	ISA	euro	ADM	euro	IVA	euro
	Ricavi delle vendite	20.073,00	Ricavi	20.073,00	Ricavi da aggio monopoli	19.848,00	Aggio tabacchi	22.053,00	operazioni attive soggette a iva	225
					ricavi da aggio altre attività		Aggio Lotto	1.409,28		
					ricavi vendita beni non soggetti ad aggio	225,00				
	TOTALE RICAVI	20.073,00	TOTALE RICAVI	20.073,00	TOTALE RICAVI	20.073,00	TOTALE RICAVI	23.462,28		
	Acquisti beni per la rivendita	8.228,00	Costi acquisto materie prime	8.228,00	Costi acquisto materie prime	8.228,00				
	Costi per servizi	411,00	Altri componenti negativi	7.373,00	Costi per servizi	1.473,00				
	Oneri diversi di gestione	3.076,00			Costi godimento beni di terzi	5.900,00				
	spese varie	3.886,00								
	TOTALE COSTI	15.601,00	TOTALE COSTI	15.601,00	TOTALE COSTI	15.601,00				
	UTILE	-4.472,00	REDDITO	-4.472,00	REDDITO	-4.472,00				
2024	Situazione patrimoniale	euro	Quadro RG	euro	ISA	euro	ADM	euro	IVA	euro
	Ricavi delle vendite	15.094,00	Ricavi	15.094,00	Ricavi da aggio monopoli	ND	Aggio tabacchi	12.019,40	operazioni attive soggette a iva	2295
					ricavi da aggio altre attività		Aggio Lotto	779,24		
					ricavi vendita beni non soggetti ad aggio	ND				
	TOTALE RICAVI	15.094,00	TOTALE RICAVI	15.094,00	TOTALE RICAVI	-	TOTALE RICAVI	12.798,64		
	Acquisti beni per la rivendita	2.570,00	Costi acquisto materie prime	2.570,00	Costi acquisto materie prime	ND				
	costi per il godimento di immo	2.600,00								
	Costi per servizi	1.919,00	Altri componenti negativi	6.345,00	Costi per servizi	ND				
	Oneri diversi di gestione	1.786,00			Costi godimento beni di terzi	ND				
	spese varie	40,00								
	TOTALE COSTI	8.915,00	TOTALE COSTI	8.915,00	TOTALE COSTI	-				
	UTILE	-6.179,00	REDDITO	-6.179,00	REDDITO	-				
2025	Situazione patrimoniale	euro	Quadro RG	euro	ISA	euro	ADM	euro	IVA	euro
	Ricavi delle vendite	ND	Ricavi	ND	Ricavi da aggio monopoli	ND	Aggio tabacchi	6.829,60	operazioni attive soggette a iva	ND
					ricavi da aggio altre attività	ND	Aggio Lotto			
					ricavi vendita beni non soggetti ad aggio	ND				
	TOTALE RICAVI	-	TOTALE RICAVI	-	TOTALE RICAVI	-	TOTALE RICAVI	6.829,60		
	Acquisti beni per la rivendita	ND	Costi acquisto materie prime	ND	Costi acquisto materie prime	ND				
	costi per il godimento di immo	ND								
	Costi per servizi	ND	Altri componenti negativi	ND	Costi per servizi	ND				
	Oneri diversi di gestione	ND			Costi godimento beni di terzi	ND				
	spese varie	ND								
	TOTALE COSTI	-	TOTALE COSTI	-	TOTALE COSTI	-				
	UTILE	-	REDDITO	-	REDDITO	-				

L'analisi dei dati aggregati nella suesposta tabella offre lo spunto per formulare le seguenti considerazioni:

- a) gli aggi dichiarati non risultano conformi a quelli comunicati dall'ADM, il che incide sulla attendibilità complessiva delle, pure scarse, informazioni contabili acquisite;

- b) il raffronto tra ricavi complessivi e aggi (dichiarati o risultanti dalle informazioni acquisite dall'ADM) evidenzia la non materialità delle componenti reddituali per l'attività diversa da quella dei generi di monopolio;
- c) il reddito conseguito è relativamente modesto, il che dà l'idea della limitata valorizzazione di un potenziale avviamento.

Le informazioni raccolte e messe a sistema rappresenteranno la base informativa contabile fondamentale per le successive analisi numeriche e determinative.

3. LA VALUTAZIONE DELL'AZIENDA

Fermo restando i limiti oggettivi che vive la fattispecie (quanto all'applicazione dei modelli matematici sulla base di una analisi fondamentale qui carente), nel suindicato "tentativo" di individuare un necessario approccio numerico (*rectius* individuare un astratto e solo potenziale valore dell'azienda in osservazione quale punto di riferimento per le determinazioni che la Curatela vorrà assumere), giova cennare in via preliminare ai principali metodi di valutazione di azienda, riconosciuti dalla prassi aziendalistica, sì da cogliere potenzialità e limiti degli stessi applicati al caso in esame.

3.1. METODI DI VALUTAZIONE (CENNI)

La dottrina individua diversi criteri per la valutazione del **capitale economico** di un'azienda, che si distinguono in **criteri assoluti** e **criteri relativi**. I primi mirano a determinare il valore intrinseco dell'impresa, cioè il suo valore "in sé", mentre i secondi si basano sul confronto con realtà simili presenti sul mercato.

Tra i **criteri assoluti**, si possono distinguere due grandi gruppi di metodi: i **metodi reddituali** e i **metodi patrimoniali**.

I **metodi reddituali** stimano il valore dell'azienda attualizzando i flussi reddituali (o, talvolta, finanziari) che la gestione futura sarà in grado di generare. In questa prospettiva, l'impresa è valutata come un investimento: quanto più elevata è la sua capacità di produrre redditi, tanto maggiore sarà il valore economico attribuito al capitale. Tuttavia, questo approccio è condizionato da un elemento cruciale, ossia il **grado di prevedibilità dei flussi futuri**. L'esperienza dimostra che i flussi reddituali presentano, di norma, un andamento più regolare e prevedibile rispetto ai flussi finanziari, i quali risentono maggiormente di fattori contingenti, come la gestione dei

tempi di incasso e pagamento. Proprio per questa ragione, la stima dei flussi di cassa è spesso esclusa o considerata meno affidabile.

In ogni caso, come insegna illustre dottrina³ sul tema, la previsione dei flussi attesi può essere ancorata, alternativamente, alle capacità in atto ovvero alle capacità solo potenziali dell'azienda.

Un altro elemento determinante nei metodi reddituali è costituito dalle **assumptions**, ovvero le ipotesi di base sulle condizioni future (ambientali, strategiche e operative) in cui l'azienda si troverà a operare. Esse condizionano non solo le proiezioni future, ma anche la lettura dei dati storici, soprattutto quando questi non risultano stabili o attendibili. A seconda che la stima si fondi su capacità reddituali già dimostrate o su capacità potenziali ancora da sviluppare, il metodo può fornire rispettivamente il **valore economico effettivo** o il **valore potenziale del capitale**.

In questi termini, la valutazione dell'azienda viene assimilata a quella di un qualsiasi altro investimento il cui valore è tanto maggiore quanto più alto è il rendimento che essa sarà in grado di assicurare – in termini di remunerazione – ai soci che hanno deciso di impiegare la propria disponibilità finanziaria nell'attività aziendale, ovvero è tanto minore quanto maggiore è l'apporto richiesto⁴.

I **metodi patrimoniali**, invece, determinano il valore economico dell'impresa partendo dalla valutazione a **valori correnti** degli elementi attivi e passivi del patrimonio aziendale. Essi possono essere applicati in forme più o meno complesse, ma in ogni caso attribuiscono rilievo alla consistenza economica dei beni e dei diritti che compongono l'impresa. In tal modo, si evidenzia non solo la somma dei singoli elementi patrimoniali,

³ Per una più compiuta disamina del tema cfr. L. GUATRI, M. BINI, *La valutazione delle aziende*, Milano, 2007, 247 ss.

⁴ L. POTITO, *Economia delle operazioni straordinarie d'impresa*, Padova, 2000, 15. L'A. precisa che, in virtù di tale metodo, concorrono a determinare il valore economico dell'azienda non soltanto gli elementi materiali che caratterizzano la struttura produttiva aziendale, ma qualsiasi altro fattore intangibile che permette all'azienda di generare nuova ricchezza o disperderne nel caso di perdite. In altri termini, con tale metodo, l'azienda viene valutata nella sua entità di "complesso economico" unitario che si differenzia da un semplice aggregato di beni e che riesce, in definitiva, ad attribuirle un valore che tenga conto non solo degli elementi costituenti il capitale contabile, ma anche di altri (spesso numerosi) fattori immateriali, di condizioni particolari, di capacità organizzative e imprenditoriali, nonché dell'esistenza di eventuali altre qualità o prerogative di natura diversa: insomma di tutti gli elementi complementari e interdipendenti, materiali e non, rappresentati in bilancio e non, che insieme danno vita a un sistema in funzionamento, qual è l'azienda. Il modello reddituale viene usualmente utilizzato per effettuare una valutazione *equity side*. Ciò posto, per applicare il metodo reddituale occorrerebbe stimare, sia i flussi di reddito prospettici che l'azienda in futuro sarà in grado di mettere a disposizione dei propri azionisti, sia il tasso di attualizzazione da utilizzare per trasformare la redditività futura nel valore economico attuale del capitale aziendale.

ma anche il valore derivante dalla loro **coordinazione unitaria** all'interno del sistema aziendale.

Il limite principale di questo approccio consiste nel fatto che esso fotografa la situazione patrimoniale in un determinato momento, senza considerare la capacità dell'azienda di generare redditi futuri. Per evitare **sopravvalutazioni** del patrimonio rivalutato, la summenzionata dottrina suggerisce di affiancare a questo metodo una verifica della redditività prospettica.

L'applicazione dei criteri patrimoniali risulta comunque particolarmente utile nel caso di imprese a **forte componente patrimoniale** o che non svolgono un'attività produttiva autonoma, come nel caso di società immobiliari o *holding*. Quando invece l'impresa produce beni o servizi, la valutazione non può prescindere dall'analisi della capacità di reddito.

Dal punto di vista operativo, la stima patrimoniale richiede una ricognizione dettagliata di tutte le voci dell'attivo e del passivo: i crediti devono essere valutati secondo la loro effettiva esigibilità, i debiti secondo la loro entità reale, le rimanenze devono essere depurate da materiali obsoleti, e le immobilizzazioni tecniche devono essere espresse al valore di riproduzione o di mercato, tenendo conto dell'obsolescenza. Il valore così determinato prende il nome di **capitale netto rettificato (K)**.

Vanno menzionati altresì i metodi misti patrimoniali-reddittuali che tendono a coniugare l'approccio patrimoniale con quello basato sui flussi attesi, in genere quelli reddituali, nel solco della prospettiva dell'*"economic profit"*, ossia della differenza tra il reddito conseguito dall'azienda e il reddito normale prevalente nel settore di attività in cui la stessa opera⁵. Due sono i metodi che utilizzano il detto approccio: il primo è quello che si fonda sulla stima autonoma dell'avviamento, inteso come valore attuale del sovrareddito futuro che l'azienda è in grado di generare rispetto al rendimento normale atteso da coloro che hanno investito nel business in cui opera l'azienda; il secondo metodo è invece noto come *Economic Value Added* (EVA) e misura la capacità dell'azienda di creare valore - che va ad aggiungersi al capitale effettivamente messo a disposizione dai finanziatori aziendali (C) - come spread tra il rendimento monetario effettivamente ottenuto dalle attività aziendali (NOPAT) e il costo ponderato del capitale totale (WACC) fornito sia dai terzi finanziatori che dagli azionisti. Uno *spread*

⁵ M. DALLOCCHIO, A. SALVI, *Finanza d'azienda*, Milano, 2004, 740 ss.

positivo esprime non solo la capacità del *management* dell'azienda di generare nuova ricchezza - sì da metterlo a disposizione dei propri azionisti - ma costituisce anche la condizione necessaria per rendere concretamente perseguibili progetti di crescita dimensionale⁶. L'applicazione di tale criterio va attentamente ponderata in quanto assume a riferimento un'ipotesi forte ovvero quella secondo la quale "l'andamento dei sovrarredditi è regolare e definito nel tempo e non è soggetto a ciclicità determinata da fattori di varia natura...quando la capacità di produrre reddito si caratterizza per forti irregolarità l'EVA risulta fortemente indebolito a causa della configurazione normalizzata di reddito cui si fa ricorso"⁷.

Accanto ai criteri assoluti, la dottrina riconosce i **criteri relativi** o **metodi di mercato**, noti anche come **metodi dei multipli**. Questi si basano sul confronto con aziende simili, facendo riferimento a indicatori (i cosiddetti *multipli*) ricavati dal mercato, come ad esempio i rapporti tra valore dell'impresa e parametri come EBITDA, EBIT, fatturato o utile netto. Applicando tali multipli alle grandezze economiche dell'impresa oggetto di valutazione, si ottiene un valore stimato coerente con le condizioni di mercato. Tali metodi si caratterizzano per la loro **immediatezza** e **semplicità applicativa**, poiché non richiedono né previsioni dettagliate di flusso né una completa rettifica patrimoniale.

In sintesi, ciascun metodo presenta vantaggi e limiti propri, e la **scelta del criterio valutativo più adeguato** dipende dalle caratteristiche dell'impresa e dallo scopo della valutazione.

3.2. L'ANALISI DELLA BASE INFORMATIVA E LA SCELTA DEL METODO

Fatta questa doverosa premessa di ordine generale, volta a rappresentare – seppur rapidamente – i principali metodi di valutazione del capitale economico di una azienda, occorre allora definire quale metodologia sarà applicata alle valutazioni in esame perché idonea a garantire la **razionalità, dimostrabilità e neutralità** del risultato, come pacificamente accolto in dottrina e in giurisprudenza, fermi obiettivi e limiti del lavoro sub par. 2.2 e assunte per vere e condivisibili le *assumptions* sub par. 2.3.

La complessità e la specificità del caso di specie, in uno all'assenza della base informativa fondamentale, rendono necessario adottare un **approccio pragmatico**,

⁶ A. MARRONE, *Modelli analitici di valutazione aziendale*, Milano, 2004, 93.

⁷ M. DALLOCCIO, A. SALVI, *Finanza d'azienda*, cit., 746.

basato su una combinazione di metodi alternativi, in concreto solo parzialmente applicabili (e, quindi, solo parzialmente adatti) da soli. In particolare, si ritengono idonei alla valutazione che qui ci sta occupando i metodi patrimoniali e reddituali – questi ultimi attraverso l'applicazione del criterio dei multipli – ciascuno con alcune doverose precisazioni e con adeguate considerazioni circa il valore dell'avviamento, quale valore derivante dal potenziale trasferimento dell'azienda esercente l'attività di commercio di generi non alimentari, unitamente alla “potenzialità” di esercitare l'attività legata ai tabacchi. Più in dettaglio: (i) i metodi patrimoniali – in linea di principio parzialmente inadeguati al caso di specie in assenza di dati e/o probabilmente di elementi concretamente valutabili (senza contare l'asimmetria informativa che caratterizza la fattispecie) – sono richiamati per stimare la parte dell'azienda relativa alle immobilizzazioni ed alle rimanenze di generi diversi dai monopoli, così come risultante dalle operazioni inventariali, che potranno in ogni caso essere oggetto di trasferimento; (ii) il metodo reddituale – anch'esso a monte privo di utilità per la stima oggetto dell'incarico per l'incertezza e l'inattendibilità della base informativa tali da rendere vano ogni sforzo ricostruttivo del valore aziendale – è idoneo, nella sua formulazione più complessa, a valorizzare il predetto avviamento, assumendo la ricostruzione fattuale evidenziata *sub* parr. 1.2.1 e 2.3 come dato certo, a cui sommare la parte relativa alle suddette immobilizzazioni e rimanenze. In particolare, il valore autonomo dell'avviamento, ossia la “componente immateriale” generata dall'attività di vendita dei tabacchi e “fatta propria” dall'azienda esercitata presso i medesimi locali, va presa in considerazione onde evitare una sua dispersione a causa della – più volte ripetuta – impossibilità di cedere l'azienda relativa ai generi di monopolio e a tali fini occorre privilegiare il **criterio dei multipli sugli aggi**, ossia facendo riferimento agli unici valori ritenuti affidabili perché certificati e comunicati dall'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli (e peraltro anche parzialmente coerenti con le limitate scritture contabili disponibili)⁸.

A valle di siffatta ricostruzione quali-quantitativa, sarà separatamente indicato il valore dei generi da monopolio inventariati dalla Curatela, eventualmente ceduti nelle

⁸ Sul ricorso ad una simile impostazione si rinvia a F. LANDUZZI, *La difficile valutazione delle piccole attività commerciali*, in *ecnews.it*. Cfr. anche la Commissione Tributaria Regionale della Lombardia, 9 dicembre 2015, n. 5289.

modalità e forme concesse dalla legge e/o che il Curatore riterrà opportuno adottare previa istruzione e autorizzazione dell'Ente preposto.

3.3 LA STIMA DELLA COMPONENTE PATRIMONIALE

Dall'inventario redatto dal Curatore (cfr. **doc. 9**), e dai prospetti riepilogativi da questa consegnati (**doc. 12**), risulta quanto di seguito riportato:

Categoria	Valore di stima curatore
Totale arredi-beni vari inventariati	813,00
Totale merce inventariata non deperibile	4.945,20
Totale merce deperibile	328,55
Totale generi di Monopolio	1.997,80
Totale componente patrimoniale azienda generi diversi	5.758,20
Totale generi di Monopolio	1.997,80

Dalla tabella sopra riportata si evince che:

- la stima della componente patrimoniale riferibile all'azienda in osservazione assume un valore pari a complessivi euro 5.758,20, non potendosi tener conto della merce deperibile per complessivi euro 328,55 data la loro prossima vendita separata e/o perdita totale di valore;
- la stima dei beni relativi ai generi da monopolio assume un valore pari ad euro 1.997,80, valorizzato a prezzo di listino e a cui pertanto andrebbe detratto l'aggio pari al 10%.

Per quanto detto, il valore da prendere a riferimento ai fini della valutazione dell'azienda in osservazione è pari ad euro 5.758,20 che sarà sommato all'avviamento stimato in via autonoma al paragrafo seguente (par. 3.4).

L'importo relativo al valore beni dei generi da monopolio sarà, come anticipato, indicato separatamente per essere valorizzato dal Curatore solo ove questi individui, secondo le istruzioni della competente amministrazione, modalità e forme per procedere al relativo ed eventuale trasferimento.

3.4 LA STIMA SECONDO IL METODO DEI MULTIPLI SUGLI AGGI⁹

In primo luogo, è necessario individuare il valore medio degli **aggi**.

Come evidenziato nella tabella di cui al par. 2.4 e come risulta dalla comunicazione dell'ADM (**cfr. doc. 11**), gli aggi della rivendita presentano le seguenti determinazioni:

	ADM	euro
2022	Aggio tabacchi	22.963,19
	Aggio Lotto	1.851,56
	TOTALE AGGI	24.814,75
2023	ADM	euro
	Aggio tabacchi	22.053,00
	Aggio Lotto	1.409,28
	TOTALE AGGI	23.462,28
2024	ADM	euro
	Aggio tabacchi	12.019,40
	Aggio Lotto	779,24
	TOTALE AGGI	12.798,64
2025	ADM	euro
	Aggio tabacchi	6.829,60
	Aggio Lotto	
	TOTALE AGGI	6.829,60

Sotto un profilo metodologico si è proceduto come segue: *(i)* si è preso a riferimento solo il valore degli aggi relativi ai tabacchi (data la revoca della licenza afferente al lotto per “raccolta del gioco inferiore al limite annuo stabilito per gli anni 2023 e 2024” – cfr. **doc. 6⁹**); *(ii)* si è escluso dal calcolo l’anno 2025, trattandosi di un esercizio parziale e, peraltro, influenzato dall’avvio della procedura concorsuale; *(iii)* nel calcolo della media ponderata dei periodi precedenti, si è attribuito un peso minore all’esercizio 2024 (pari ad 1), poiché in tale anno si è verificato il trasferimento dell’attività, rispetto al peso attribuito agli aggi conseguiti negli esercizi precedenti (pari a 2).

Le determinazioni della media ponderata sono riassunte nel prospetto di seguito riportato.

⁹ Tale fatto rappresenta uno dei segnali – da unirsi agli altri di cui si è detto nel corso del presente elaborato – del limitato flusso di clientela attribuibile all’azienda in osservazione.

	ADM	euro		peso	
2022	Aggio tabacchi	22.963,19		2	45.926,38
	Aggio Lotto	1.851,56			
	TOTALE AGGI	24.814,75			
2023	ADM	euro			
	Aggio tabacchi	22.053,00		2	44.106,00
	Aggio Lotto	1.409,28			
	TOTALE AGGI	23.462,28			
2024	ADM	euro			
	Aggio tabacchi	12.019,40		1	12.019,40
	Aggio Lotto	779,24			
	TOTALE AGGI	12.798,64			
2025	ADM	euro	somma pesi	5,00	102.051,78
	Aggio tabacchi	6.829,60			
	Aggio Lotto				
	TOTALE AGGI	6.829,60	media ponderata		20.410,36

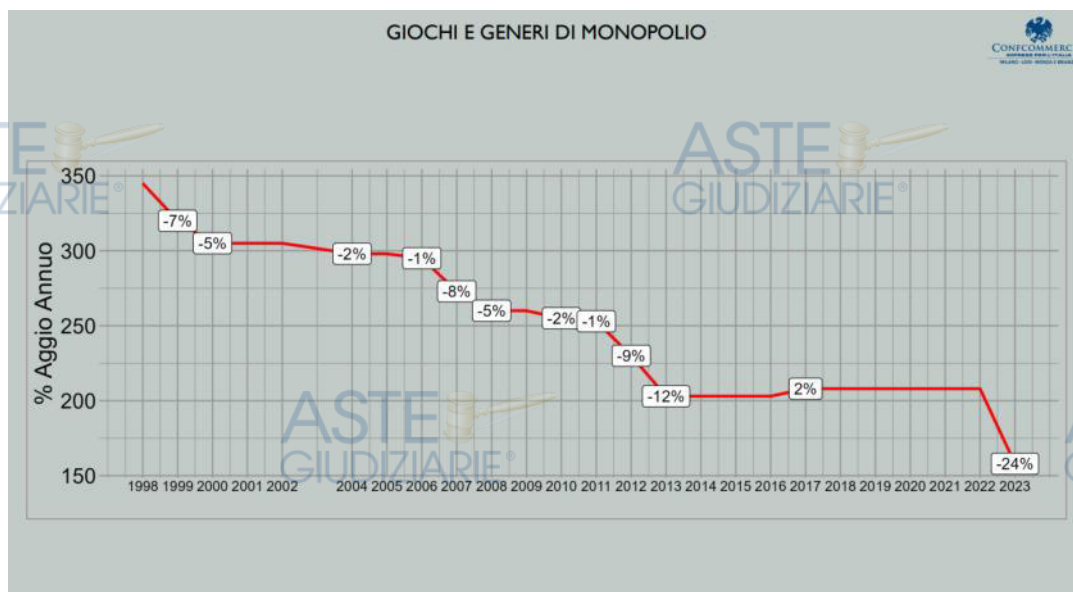
Pertanto, operando la media ponderata degli aggi dei precedenti 3 esercizi, con il peso minore all'esercizio 2024, il valore medio degli aggi può essere ragionevolmente stimato, con le opportune approssimazioni, in **euro 20.410,36**.

A questo punto, occorre individuare il coefficiente del multiplo. La prassi e la dottrina aziendalistica non forniscono parametri di riferimento facilmente reperibili. Tuttavia, un'indicazione attendibile può essere tratta dall'analisi elaborata dalla **FIMAA di Milano**, a cura del **Centro Studi Confcommercio Imprese di Milano, Lodi, Monza e Brianza**, condotta su un campione di imprese appartenenti al medesimo settore e ambito territoriale di riferimento.

Pur essendo consapevoli che tale indagine non riguarda direttamente l'area geografica in cui opera l'azienda oggetto di analisi, essa offre comunque un valido contributo in termini comparativi. Dallo studio risulta che *«alla fine degli anni Novanta il valore di queste aziende era pari al 350% dell'aggio annuo. Erano attività molto ambite, tutelate dal Monopolio di Stato e, per questo, tra le più care tra le piccole imprese. A partire dal 2000 si è registrata una progressiva riduzione dei valori di mercato: inizialmente lenta (fino al 2007), poi più marcata nei sette anni successivi, trainata dal calo dei valori degli esercizi pubblici ad esse collegati. Negli ultimi dieci anni si è osservata una fase di stabilità, interrotta tuttavia da una significativa contrazione tra il 2022 e il 2023 (pari al -24%)»*¹⁰.

¹⁰ Listino aziende Elaborato da FIMAA MiLoMB del 2023, reperibile all'indirizzo <https://www.fimaamilano.it/public/filetiny/Listini%20immobili/milano-rilevazioneaziende-edizione25simo2024-concover.pdf>.

Sulla base di tali evidenze, il **moltiplicatore** può essere stimato intorno al **175% dell'aggio annuale**, come rappresentato nel grafico riportato nello studio di riferimento, tenendo altresì in considerazione che il contratto di locazione dei locali ove, nel giugno del 2024, si è trasferito l'esercizio commerciale prevede la corresponsione di un canone annuale iniziale di euro 7.800, che – raffrontato all'esiguità dei valori reddituali dell'azienda in osservazione – svislisce ancor di più le determinazioni quantitative finali.



Il *trend* discendente del mercato trova ulteriore conferma nella **Relazione per la convocazione della VI Commissione Finanze della Camera del 18.09.2024**¹¹, redatta dalla **Unione Italiana Tabaccai (UIT)**, dalla quale si rileva che «oggi, purtroppo, l'attività di rivendita tabacchi attraversa un momento delicato della propria storia imprenditoriale, caratterizzato da una crisi crescente del settore. Dai dati pubblici emerge un netto calo nelle vendite di tabacco lavorato: negli ultimi quindici anni si è passati da circa 120 milioni di kg commercializzati a poco più di 61 milioni. Tale contrazione comporta una riduzione significativa della pedonabilità all'interno delle tabaccherie, con conseguente diminuzione anche delle vendite di beni e servizi diversi dai prodotti del tabacco. Per restare competitive, molte rivendite hanno ampliato l'offerta con servizi complementari (pagamenti, abbonamenti, biglietterie, ecc.), tuttavia la riduzione dei flussi di clientela rende difficile compensare la perdita».

¹¹ Reperibile al seguente link:

<https://documenti.camera.it/leg19/documentiAcquisiti/COM06/Audizioni/leg19.com06.Audizioni.Memoria.PUBBLICO.ideGes.45137.18-09-2024-12-41-14.243.pdf>.



Alla luce delle considerazioni sopra esposte, e tenuto conto delle caratteristiche specifiche dell'azienda in esame, si ritiene opportuno assumere un **coefficiente di multiplo non superiore al 175%**.

Assumendo dunque:

- un valore medio dell'aggio (**A**) pari a **€ 20.410,36**;
- un coefficiente di multiplo (**m**) pari a **175%**,

il valore dell'azienda può essere determinato come segue:

$$V = A \times m = 20.410,36 \times 1,75 = \text{€ } 35.715,12$$



Giova agli scopi, pertanto, operare una serie di considerazioni di seguito riportate che possano coadiuvare la curatela nelle scelte che le competono, ponendosi nell'ottica delle alternative praticabili e della minimizzazione del rischio.

- La collocazione sul mercato di una piccola azienda come quella in osservazione è una alternativa difficilmente percorribile in concreto, stando ad elementi empiricamente osservati nella pratica concorsuale.

- I potenziali acquirenti, nel valutare un eventuale prezzo da offrire, devono necessariamente porsi nell'ottica di vedere astrattamente possibile la continuazione dell'attività di rivendita dei generi di monopolio¹², alla luce della scarsa "appetibilità" dell'azienda in osservazione avulsa dall'avviamento qui calcolato.

- Nel caso di vendite coattive, occorre considerare l'esistenza di un "costo di realizzo" o di una "perdita da trasferimento". Si tratta di elementi correttivi difficilmente quantificabili in modo preciso, che possono quindi essere più opportunamente rappresentati come componenti probabilistiche del rischio di perdita e/o di costo; più in particolare, il valore dell'azienda dovrà essere ridotto tenendo conto della possibilità

¹² Infatti, qualunque acquirente razionale stabilisce il prezzo massimo di acquisto di un bene strumentale o di un'azienda sulla base dei benefici che può attendersi dall'uso di quella attività. Tali principi inducono a prendere in considerazione non solo elementi di tipo contabile, ma altresì parametri diversi, proprio in virtù della patologia che caratterizza l'impresa. Nelle imprese, infatti, è noto che il valore del capitale può assumere diverse configurazioni, che spaziano tra il valore di continuità (*going-concern value*) e il valore di liquidazione (*liquidation value*). A queste considerazioni, si aggiunga che le imprese in difficoltà hanno una scarsa probabilità di rigenerare la capacità di reddito precedente, nonché trovano molti ostacoli all'individuazione di nuove opportunità di sviluppo sia per la ristrettezza delle risorse finanziarie, sia per le difficoltà di attrarre o mantenere talenti e/o risorse e/o relazioni chiave. In caso di perduranti risultati reddituali in diminuzione o addirittura negativi, la convenienza alla continuità potrebbe essere messa in discussione. Pertanto, la dottrina aziendalistica è concorde nel ritenere che il valore minimo dell'impresa in declino tendenzialmente è rappresentato dal valore di liquidazione delle attività della stessa sul mercato secondario, il quale è indipendente dalla strategia dell'impresa in declino, ma che è funzione del grado di diffusione dello stato di crisi all'interno del settore in cui l'impresa opera.



che, tra le opzioni valutabili dalla curatela, vi sia quella di accettare offerte che prevedano l'assunzione, da parte dell'offerente, del rischio di mancata autorizzazione da parte dei monopoli. In tal modo, il valore dell'azienda tende inevitabilmente a discostarsi (al ribasso) dalla stima iniziale, poiché potrebbe risultare più conveniente per la procedura ottenere un corrispettivo inferiore, ma certo, eliminando il rischio di non poter concludere la vendita, piuttosto che mirare a un prezzo più elevato subordinato a condizioni – come le autorizzazioni – non sotto il controllo della stessa procedura.

- La mancata celere cessione dell'azienda comporterebbe l'immediata maturazione di oneri prededucibili derivanti dal canone di locazione dell'immobile (circa euro 7.800,00 annuali);

4. CONCLUSIONI

Nell'ottica di ottemperare alle istanze della curatela, lo scrivente riepiloga di seguito le conclusioni rassegnate nell'ambito della presente relazione.

Per quanto detto, richiamando opportunamente le considerazioni espresse nella prima sezione dell'elaborato, relativamente al (i) deficit informativo, alla (ii) carenza di idonea base documentale e fattuale per l'analisi documentale, al conseguente (iii) tentativo di individuazione di un risultato quantitativo di massima che assurga a parametro di riferimento, tenuto conto degli (iv) obiettivi e dei limiti che si prefigge il presente lavoro, può concludersi che il più probabile valore che può assumere l'azienda in osservazione, (v) in costanza delle assunzioni operate, risulta determinato dalla sommatoria della componente patrimoniale pari ad euro 5.758,20 e della stima autonoma dell'avviamento pari ad euro 35.715,12, per un totale complessivo di euro 41.473,32, sì da generare un valore di stima che si colloca intorno all'importo di **euro 41.500,00.**

Quanto alla componente relativa ai **generi di monopolio**, che lo si ripete ancora una volta, sono da considerarsi estranei al suddetto calcolo per impossibilità di cessione nell'ambito del suddetto trasferimento, va comunque precisato che essa assume un valore pari ad euro **1.997,80**, comprensivo dell'aggio al 10% non decurtato¹³, sì da

¹³ La determinazione assume valore forfettario giacché non si è tenuto conto dell'aggio sui prodotti non a prezzo imposto, come analiticamente indicati nel verbale di inventario dalla curatela. Il dato, tuttavia, non è connotato da rilevante materialità.

fornire il dato eventualmente d'ausilio al Curatore per la determinazione che vorrà e/o potrà assumere, sulla base dell'indicazione della competente amministrazione.

L'analisi quantitativa – condotta secondo un approccio analitico e pur limitata nella sua portata – presenta diversi limiti e criticità essenzialmente connessi al *deficit* informativo e al ridotto tempo a disposizione, come ricostruito a più riprese nei paragrafi che precedono; nondimeno, si ritiene che – **ove la ricostruzione fattuale assunta a riferimento sia confermata – il valore stimato possa costituire un valido e ragionevole supporto alle valutazioni che la Curatela intenderà effettuare.**

* * *

Lo scrivente, auspicando di avere offerto un utile supporto al percorso decisionale che la Curatela è chiamata ad attivare, ringraziando per la fiducia accordata, resta a disposizione per ogni eventuale richiesta di chiarimenti e/o integrazione.

Napoli, 07.11.2025

Dott. Marco Gulotta