

TRIBUNALE CIVILE E PENALE DI FIRENZE
SEZIONE FALLIMENTARE

FALLIMENTO RF 35/2019

VALUTAZIONE D'AZIENDA

Giudice Delegato

Curatore Fallimentare

Stimatore

INDICE

ARGOMENTO	PAG.
PRIMO CAPITOLO	
ITER PROCEDURALE E STORIA DELLA SOCIETÀ	4
1. Iter procedurale	4
2. Storia della società fallita	5
3. Storia del marchio “*****”	8
SECONDO CAPITOLO	
ASPETTI METODOLOGICI DELLA VALUTAZIONE	10
1. Adesione ai Principi Italiani di Valutazione (PIV)	10
2. Incarico e tipologia di valutazione	10
3. Perimetro valutativo	11
4. Base dati e processo di revisione	12
5. Mappatura del business aziendale	14
6. Metodi di valutazione applicabili e scelta del metodo	17
TERZO CAPITOLO	
APPLICAZIONE DEL METODO VALUTATIVO	20
1. Data di riferimento della valutazione	20
2. Stima degli elementi necessari all'applicazione del metodo principale	20
3. Stima degli elementi necessari all'applicazione del metodo di controllo	27
4. Sintesi valutativa	28
QUARTO CAPITOLO	
CONCLUSIONI	30

ELENCO DEI DOCUMENTI ALLEGATI

ALLEGATO	DESCRIZIONE
A	Provvedimento del GD per la nomina di uno stimatore dei marchi e del complesso aziendale
B	Visura storica della società fallita
C	Visura marchi di proprietà de ***** srl
D	Mappatura dei contratti aziendali
E1-E5	Individuazione dei competitor per attività distributiva e produttiva
F	Ripartizione dei ricavi per tipologia di attività
G	Fogli di calcolo utilizzati per la valutazione con il metodo principale (attività distributiva)
H	Dati per il calcolo del tasso di attualizzazione dell'attività distributiva
I	Fogli di calcolo utilizzati per la valutazione con il metodo principale (attività produttiva)
L	Dati per il calcolo del tasso di attualizzazione dell'attività produttiva
M	Fogli di calcolo utilizzati per la valutazione con il metodo di controllo
N	Inventario fallimentare contenente il valore dei beni mobili
O	Perizia del marchio "*****"
P	Parere in merito al valore della rete commerciale
Q	Analisi di sensibilità della valutazione

PRIMO CAPITOLO
ITER PROCEDURALE E STORIA DELLA SOCIETÀ

- 1. Iter procedurale – 2. Storia della società fallita –
3. Storia del marchio “*****”*

1. ITER PROCEDURALE

La società *****

*****, con sede legale in Firenze, Via Cavour 49R, è stata dichiarata fallita dal Tribunale di Firenze con Sentenza n. 39/19 del 26.02.2019, depositata in cancelleria in data 04.03.2019. Nella medesima sentenza, il Collegio Fallimentare delegava alla procedura il Giudice Dott***** e nominava Curatore la Dott***** (R.F.

35/2019), disponendo l’esercizio provvisorio dell’azienda.

Visto quanto sopra, il Curatore ha ravvisato la necessità di effettuare la stima del complesso aziendale al fine dell’alienazione dello stesso. Il Giudice Delegato in data 28.03.2019 recepiva la richiesta del Curatore e nominava quale stimatore il sottoscritto Dott. *****

nato a ***** il*****, Codice Fiscale *****

Dottore Commercialista iscritto all’Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Firenze al n. 2027/A, Revisore Contabile iscritto con DM del 02.12.2011 al n. 164547 pubblicato in G.U. n. 98 del 13.12.2011, Ricercatore a tempo determinato ai sensi dell’art. 24, comma 3, lettera b), L. 240/2010, presso l’Università degli Studi di Firenze, settore scientifico disciplinare SECS-P07 (Economia Aziendale), telefono *****, fax *****, email ***** Posta Elettronica Certificata (PEC) *****.

Preso atto della propria nomina il sottoscritto si è messo in contatto con la Curatela al fine di ottenere tutta la documentazione e le informazioni utili per lo svolgimento del proprio incarico. A tal riguardo, sono emerse alcune criticità in merito a due aspetti fondamentali che saranno più approfonditamente descritti nel prosieguo del presente elaborato.

In primo luogo, l'attività della fallita si sostanzia non solo nella produzione di articoli di carta e cartone, ma anche nell'attività di commercializzazione che avviene attraverso una rete multicanale (punti vendita in proprietà diretta, punti vendita in franchising, punti vendita in affitto d'azienda, web, ecc.). Il sottoscritto ha ritenuto opportuno esaminare approfonditamente i dati insieme alla Curatela, anche al fine di operare una valutazione in linea con la multicanalità sopra evidenziata.

In secondo luogo, è emerso che la proprietà dei marchi "*****" ad oggi risulta essere della società ***** , mentre l'effettivo utilizzo degli stessi viene effettuato dalla fallita. La Curatela ha ravvisato alcune criticità nel trasferimento della proprietà dei marchi, avvenuto per il tramite di una scissione parziale nella seconda metà del 2005. Ad oggi è in corso lo studio di una soluzione transattiva volta al recupero della proprietà del marchio da parte della fallita. A tal riguardo, il sottoscritto segnala al lettore che il presente elaborato assume che i marchi "*****" siano acquisiti all'attivo fallimentare. Nel caso in cui tale ipotesi non dovesse verificarsi, le considerazioni di seguito effettuate dovranno essere adeguate al fine di incorporare la necessità del pagamento di una royalty al proprietario dei marchi.

Visto l'iter e le criticità di cui sopra, è stato fondamentale il dialogo tra il sottoscritto e la Dott.ssa Caramella al fine di comprendere le tempistiche di espletamento dell'incarico. Il sottoscritto, anche con riferimento ai ridottissimi tempi di redazione della presente, rimarca il pieno spirito di collaborazione con gli Organi della Procedura.

2. STORIA DELLA SOCIETÀ FALLITA

In questo paragrafo il sottoscritto ripercorre brevemente la storia della Società, con il fine di illustrare le peculiarità della realtà valutativa oggetto dell'incarico. Una disamina di tali aspetti è infatti fondamentale al fine di valutare l'approccio metodologico più corretto al caso valutativo di specie, nonché delimitare il perimetro valutativo. A tal fine, si allega alla presente copia della visura camerale storica estratta il giorno 15.05.2019 (all. "B").

2.1 Principali informazioni sulla fallita

Nella tabella che segue sono riportate le informazioni riguardanti la Società alla data del fallimento, così come conosciute dal sottoscritto e desunte dalla visura storica allegata.

*Principali informazioni su ***** S.r.l. alla data del fallimento*

<i>Denominazione</i>	
<i>CF e PIVA</i>	
<i>REA</i>	
<i>Sede legale</i>	
<i>Capitale sociale (euro)</i>	-
	-
<i>Compagine sociale</i>	-
	-
	-
<i>Organo amministrativo (C.d.A.) (Curatore Fallimentare)</i>	- - -
<i>Collegio sindacale e Revisore legale</i>	La società non è mai stata dotata di Collegio Sindacale, né di Revisore Legale
<i>Oggetto Sociale</i>	“La società ha per oggetto lo svolgimento delle seguenti attività: la decorazione artistica della carta e di articoli da regalo in legno, la produzione di articoli da regalo in carta, cartone, pelle, e altri materiali, nonché l'importazione e l'esportazione di materiali analoghi e affini, e lo svolgimento di attività similari in Italia e all'Estero; la produzione e la vendita al dettaglio e all'ingrosso di oggetti di pelletteria, tessuti in genere, articoli di vetro e di cristallo, terracotta, ceramiche, porcellane e plastica, articoli di cartoleria e per il gioco, gadget, oggetti in marmo, metallo, componenti e complementi di arredamento; [...]”.

2.2 Storia della società

Il sottoscritto riporta alcune notizie in merito alla storia della società, così come desunte dalla visura camerale. L'analisi si limiterà agli accadimenti storici intervenuti nel corso degli ultimi 10 anni, in quanto indagare il periodo precedente risulterebbe complesso ed appesantirebbe il presente lavoro senza apportare un beneficio significativo per lo svolgimento dello stesso.

***** inizia la propria attività nel 1976, trasformandosi da società in nome collettivo a società a responsabilità limitata in data 04.10.1984. L'attuale compagine sociale si costituisce in data 01.12.2010 a seguito di una duplice operazione di conferimento delle società e che vede il contestuale aumento del capitale sociale da euro 100.000,00 ad euro 112.000,00. Per quanto attiene l'Organo Amministrativo si rileva che la società nel corso dell'ultimo decennio è sempre stata dotata di un Consiglio di Amministrazione, che nel 2009 era composto dai seguenti membri:

Il C.d.A. rimane invariato fino al 18.07.2017, data in cui il Sig. _____ cessa dalla carica di Consigliere. Con atto del 02.11.2017 cessano dalle rispettive cariche di Consiglieri anche i Sigg. _____. In data 04.03.2019 viene dichiarato il fallimento della società e nominato quale Giudice Delegato la Dott.ssa _____ e quale Curatore la Dott.ssa _____.

L'attività della fallita si sostanzia nella produzione di articoli di carta e cartone e nella loro distribuzione che avviene attraverso una rete commerciale multicanale (punti vendita in proprietà diretta, punti vendita in franchising, punti vendita in affitto d'azienda, web, ecc.). Una mappatura accurata del business aziendale sarà fornita nel capitolo successivo, anche al fine di selezionare il metodo valutativo più adatto al caso di specie.

3. STORIA DEL MARCHIO “*****”

Come si può notare dall'immagine riprodotta alla pagina successiva, il marchio “*****” consiste sostanzialmente nelle parole “Il Papiro” associate alla sottostante indicazione “Firenze” ed al disegno di un fiore stilizzato. Al fine di accertare la registrazione del diritto, il sottoscritto ha effettuato apposita visura su European



Trame Mark Design and Network (www.tmdn.org) (all. “C”)¹. Relativamente al territorio italiano, il marchio in questione risulta essere stato registrato inizialmente dalla società Il Papiro srl con domanda n. 2003901152440 presentata in data 15.10.2003 (n. registrazione 0001066070) e rinnovato con domanda n. 2013902199995 presentata in data 18.10.2013 dalla Società ***** (n. registrazione 0001568944). La durata della tutela del marchio è di 10

anni e pertanto la registrazione ha validità fino al 18.10.2023. Dalla visura allegata si evincono anche alcune registrazioni internazionali che, tuttavia, non appaiono essere state oggetto di specifico rinnovo. I prodotti tutelati dal marchio ***** sono quelli identificati ai numeri 16 (articoli di carta e di cartone e rivestiti in carta portagioie in legno), 18 (portadocumenti per uso domestico) e 20 (portagioie in legno rivestiti in carta, cornici in legno rivestite in carta, porta documenti da tavolo in legno più carta). Con riferimento alla proprietà del marchio il sottoscritto rileva che con atto di scissione parziale del 24.11.2005 ai rogiti Notaio Roberto Romoli (rep. 26527 e racc. 12999) la società ***** srl si è scissa ed è stata costituita la società *****. Alla neo costituita veniva trasferita anche la titolarità dei marchi di proprietà della società scissa. Tuttavia, la società fallita ***** srl ha continuato ad utilizzare il marchio anche successivamente all'atto di scissione parziale e per tale utilizzo non risulta essere mai stato

¹ European Trade Mark Design and Network è una rete europea dei marchi, disegni e modelli e costituisce il punto di contatto tra gli uffici nazionali e regionali della proprietà intellettuale, che collaborano per realizzare un autentico sistema dei marchi, disegni e modelli in Europa. A tale network, tra i molteplici organismi nazionali ed internazionali, aderisce anche l'Ufficio Italiano Brevetti e Marchi.

stipulato alcun contratto scritto.

Relativamente al trasferimento di proprietà dei marchi avvenuto con l'atto di scissione sopra menzionato, la Curatela ha ravvisato alcune criticità ed ha ritenuto opportuno chiedere il parere dell'Avv. *****, legale della procedura. Quest'ultimo ritiene che sia ragionevolmente sostenibile quanto segue: *i*) il trasferimento dei marchi è avvenuto in violazione dell'art. 2506 bis c.c.; *ii*) esistono i margini per poter ritenere proponibile un'azione di rivendica/restituzione degli stessi. In quest'ottica, gli Organi della Procedura hanno instaurato un contraddittorio con l'Avv. *****, legale della società *****, Da tale confronto, avvenuto in data 13.05.2019, è emersa la volontà delle parti di addivenire ad una soluzione transattiva, previa stima del marchio da farsi da parte del sottoscritto perito della procedura. Tale stima è già stata consegnata agli organi della procedura.

Relativamente alla disputa sulla proprietà dei marchi "Il Papiro", il sottoscritto ribadisce che il presente elaborato assume che tali asset siano acquisiti all'attivo fallimentare. Nel caso in cui tale ipotesi non dovesse verificarsi, le considerazioni effettuate dovranno essere adeguate al fine di incorporare la necessità del pagamento di una royalty al proprietario dei marchi.

SECONDO CAPITOLO

ASPETTI METODOLOGICI DELLA VALUTAZIONE

1. *Adesione ai Principi Italiani di Valutazione (PIV)* – 2. *Incarico e tipologia di valutazione* –
3. *Perimetro valutativo* – 4. *Base dati e processo di revisione* – 5. *Mappatura del business aziendale* –
6. *Metodi di valutazione applicabili e scelta del metodo*

1. ADESIONE AI PRINCIPI ITALIANI DI VALUTAZIONE (PIV)

Il sottoscritto per lo svolgimento del presente incarico si è uniformato ai principi adottati dalla prassi professionale affidandosi nello specifico ai “Principi Italiani di Valutazione” (PIV)² emanati dall’Organismo Italiano di Valutazione (OIV). Per conseguenza, il sottoscritto aderisce al Code of Ethical Principles for Professional Valuers emanato da International Valuation Standard Committee (IVSC), dichiarando la propria competenza relativamente all’oggetto ed allo scopo della valutazione in esame.

Secondo OIV, l’adesione ai PIV è utile a “[...] *garantire gli utilizzatori finali delle valutazioni [...] della affidabilità delle valutazioni stesse [...]*”³. Inoltre, OIV ritiene che l’adesione ai Principi possa “[...] *costituire un punto di riferimento anche per le Autorità di Vigilanza e per il legislatore [...]*”⁴. A tale obiettivo si giunge appunto attraverso il rispetto del dettato dei PIV, l’adesione al codice etico di IVSC e la dichiarazione di competenza professionale.

2. INCARICO E TIPOLOGIA DI VALUTAZIONE

Secondo i PIV “*l’esperto deve precisare la tipologia di lavoro svolto*”⁵, poiché a tipologie di valutazione diverse corrispondono diverse finalità ed obblighi per il valutatore. I Principi di

² Organismo Italiano di Valutazione (OIV). PIV – Principi Italiani di Valutazione. Egea, Milano, 2015.

³ Ibid, p. XII.

⁴ Ibid, p. XIII.

⁵ Ibid, p. 11

Valutazione prevedono cinque tipologie di lavoro: a) valutazione; b) parere valutativo; c) parere di congruità; d) calcolo valutativo; e) revisione del lavoro di un altro esperto.

Al fine di identificare la tipologia di lavoro affidata dal Giudice Delegato, il sottoscritto riepiloga brevemente la genesi del proprio incarico. In data 28.03.2019, il Giudice Delegato nominava il sottoscritto quale consulente della procedura, dietro istanza della Curatela per “[...] la nomina di un consulente per la valutazione dei marchi e del complesso aziendale [...]”. Visto quanto sopra riportato, l’incarico affidato al sottoscritto è identificabile come valutazione piena. Infatti, i PIV a riguardo prevedono che “[...] una valutazione è un documento che contiene un giudizio sul valore di un’attività (azienda, partecipazione, strumento finanziario, bene reale, bene immateriale) o una passività fondato su uno svolgimento completo del processo valutativo [...]”⁶.

Visto quanto sopra, nel rispetto del dettato dei PIV per gli incarichi di valutazione piena, la presente relazione è organizzata come segue. Dopo aver identificato il perimetro valutativo, il sottoscritto analizzerà la base dati a propria disposizione, fornendone un apprezzamento conclusivo. Successivamente, sarà effettuata una disamina delle tecniche valutative applicabili al caso di specie con l’obiettivo di selezionare motivatamente la metodologia ritenuta più idonea alla valutazione del marchio in oggetto. In seguito, il sottoscritto applicherà il metodo prescelto, cercando di apprezzare i principali fattori di rischio e fornendo un’analisi di sensibilità della valutazione effettuata. La presente relazione si concluderà con una sintesi valutativa.

3. PERIMETRO VALUTATIVO

Il perimetro valutativo della presente perizia è individuato nell’intera azienda di proprietà della fallita. Relativamente al marchio “*****”, il sottoscritto ricorda che lo stesso è stato inizialmente registrato dalla fallita, ma risulta attualmente di proprietà della società Il Giaggiolo Immobiliare srl. Tuttavia, la società fallita ***** ha continuato ad utilizzare il marchio anche successivamente al trasferimento di proprietà avvenuto attraverso atto di scissione, pur in assenza di contratto scritto. Rimandando al precedente capitolo, par. 3, il

⁶ Ibid, p. 11.

sottoscritto ricorda che la Curatela ha rilevato alcune criticità in merito al sopra menzionato passaggio di proprietà del marchio ed ha pertanto instaurato un contraddittorio con la Società ***** ***** *****, volto alla definizione transattiva della vicenda. Il presente elaborato assume che tale asset sia acquisito definitivamente all'attivo fallimentare. Nel caso in cui tale ipotesi non dovesse verificarsi, le considerazioni effettuate dovranno essere adeguate al fine di incorporare la necessità del pagamento di una royalty al proprietario del marchio.

4. BASE DATI E PROCESSO DI REVISIONE

Secondo i PIV, *“La valutazione deve esprimere un giudizio informato. L'esperto deve dunque precisare la base informativa di cui ha fatto uso e le eventuali limitazioni rilevate”*⁷. Per rispettare tale postulato, nel presente paragrafo viene quindi rappresentata l'attività svolta dal sottoscritto in merito alla raccolta delle informazioni, alla loro analisi in termini di adeguatezza e completezza ed alle conclusioni che da esse possono desumersi.

Oltre ai documenti allegati, il sottoscritto ha ottenuto la seguente documentazione utile per la valutazione, che rimane all'interno delle carte di lavoro:

- Bilanci contabili al 31.12.2015, 31.12.2016, 31.12.2017, 31.12.2018 di ***** srl;
- Bilanci civilistici al 31.12.2015, 31.12.2016, 31.12.2017 di ***** srl;
- Contratti di locazione dei seguenti beni immobili (relativi a punti vendita)
 - o Firenze, via Cavour 49R
 - o Firenze, Piazza Duomo 24R
 - o Firenze, Piazza Duomo 6
 - o Firenze, via Tavolini 13R
 - o Firenze, via Guicciardini 45R
 - o Firenze, via Guicciardini 47R
 - o Firenze, Lungarno Acciaiuoli 42R
 - o Roma, via del Pantheon 50 angolo via delle Colonnelle 16-17

⁷ Ibid, p. 11.

- Venezia, San Marco 2763-2764
- Venezia, Castello 5275
- Siena, via di Città 37
- Cortona, via Nazionale 8
- Roma, via Salita de' Crescenzi 28
- Contratti di affitto di ramo d'azienda relativi ai seguenti punti vendita
 - Cortona, via Nazionale 8
 - Roma, via Salita de' Crescenzi 28
- Contratti di franchising
 - Borgo San Lorenzo
 - Firenze, Lungarno Acciaiuoli
 - Australia, Melbourne, Shop 5 Degraes Street
 - Regno Unito, Londra, Unit 14 The Market Covent Garden
 - USA, Palm Beach.

Inoltre, il sottoscritto ha ottenuto dal Curatore una serie di chiarimenti e informazioni sia qualitative che quantitative, tra le quali:

- descrizione qualitativa dell'attività de Il Papiro srl, con particolare riferimento all'eterogeneità del business suddiviso tra attività produttiva e distributiva;
- descrizione delle cause della crisi de ***** srl;
- analisi di bilancio 2015-2018 della società ***** srl;
- analisi del ricarico sui beni prodotti internamente da ***** , con relativa suddivisione tra ramo produttivo e distributivo.

La documentazione sopra menzionata è tutta quella che era possibile ottenere e risulta adeguata allo svolgimento dell'incarico. Una volta definita la base informativa e le sue eventuali limitazioni, il perito deve svolgere “[...] un’analisi della base informativa a disposizione con il necessario spirito critico (*professional skepticism*) [...]”⁸. Tuttavia, i PIV reputano che esulino “[...] dal processo valutativo attività di accertamento e/o di attestazione della veridicità delle informazioni

⁸ Ibid, p. 11.

*(quali la revisione contabile, la due diligence, le indagini patrimoniali, le certificazioni, ecc...), ancorché l'esperto possa doversene talvolta fare carico [...]*⁹.

Pertanto, ulteriore aspetto critico da considerare nell'adozione della base dati è riconducibile alla qualità della stessa. Nel caso di specie, manca una revisione dei dati contabili, aspetto che costituisce una teorica limitazione per lo stimatore. Tuttavia, gli unici dati contabili utilizzati nella stima in oggetto (cfr. par. 6 con riferimento agli elementi che compongono la formula del metodo prescelto) sono il fatturato ed il valore di locazione dei punti vendita. Il primo dato è difficilmente sottoponibile a politiche contabili, mentre il secondo è stato estrapolato direttamente dai contratti di locazione. Gli altri dati contabili necessari alla stima sono stati oggetto di ricostruzione in base ad un campione di società comparabili sul mercato. Pertanto, il sottoscritto ha concluso di poter ritenere affidabili i dati aziendali e di poterli utilizzare quale base informativa su cui poggiare la propria perizia.

5. MAPPATURA DEL BUSINESS AZIENDALE

La mappatura del business aziendale è stata effettuata principalmente attraverso l'esame della documentazione contabile e dei contratti in essere elencati al paragrafo precedente. Tale attività risulta fondamentale al fine di comprendere al meglio la dinamica di creazione del valore aziendale, al fine di poter scegliere il metodo valutativo più adatto. Il processo di mappatura ha portato all'emersione di due principali criticità. In primo luogo, il sottoscritto ha appurato che l'attività della fallita si sostanzia sia nella produzione (wholesale) che nella distribuzione (retail) di prodotti di carta e cartone. Le due attività sopra evidenziate costituiscono il classico esempio di integrazione verticale in una filiera produttiva. In secondo luogo, l'attività di distribuzione viene svolta per il tramite di quattro tipologie di punti vendita: negozi di proprietà, negozi concessi in affitto d'azienda, negozi in franchising, canali web. Pertanto, si è di fronte ad una rete commerciale multicanale. Gli aspetti di cui sopra, da un punto di vista di approccio valutativo, impongono delle riflessioni. Pur rientrando nello stesso macrosettore, le attività wholesale e retail si

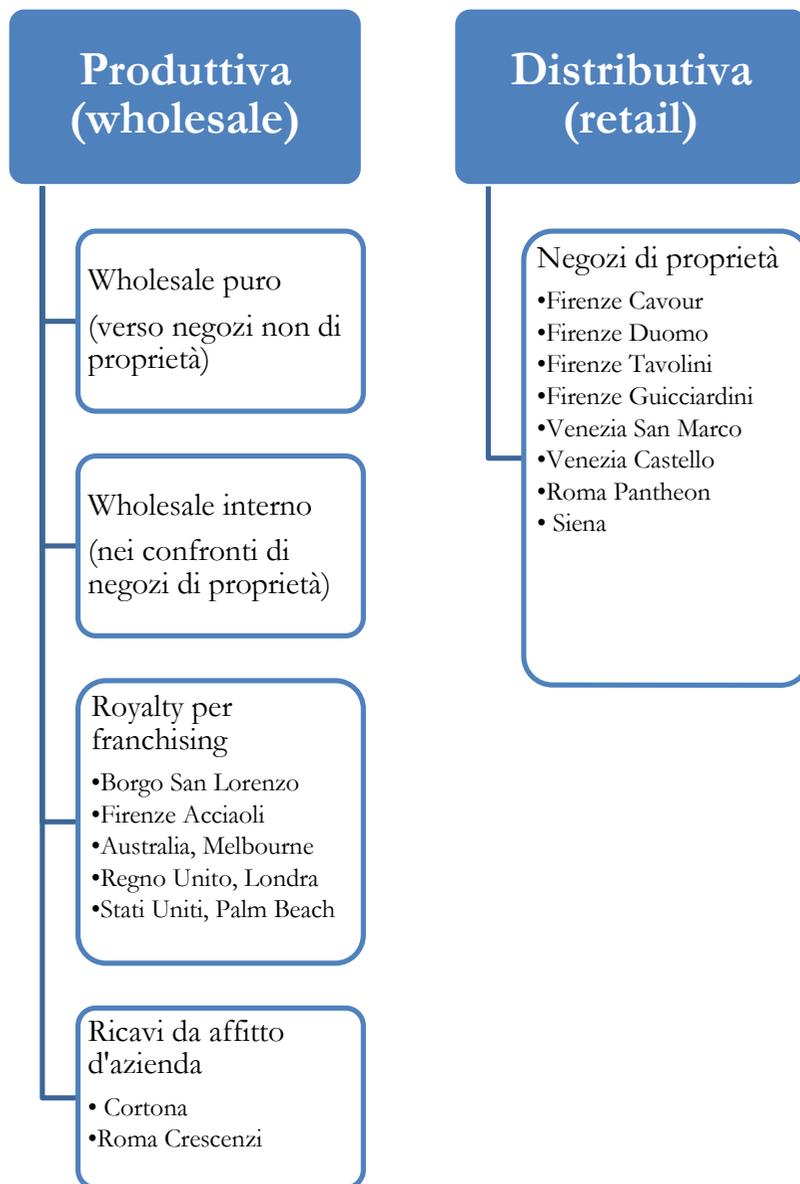
⁹ Ibid, p. 12.

differenziano per una dinamica di creazione del valore completamente differente. La prima avrà una marcata presenza di costi relativi alla struttura produttiva (i.e., personale, ammortamenti, ecc.); la seconda, invece, si distinguerà per un contenimento dei costi di struttura e per uno spiccato valore di consumo di merci atte alla rivendita. Inoltre, trattandosi di un processo di integrazione verticale, si deve considerare che i ricavi dell'attività di produzione, costituiscono i costi dell'attività di distribuzione. Quando riunite all'interno della stessa entità aziendale, le due partite di cui sopra si compensano in modo naturale, imponendo una riflessione approfondita circa la ricostruzione del dato contabile ai fini valutativi.

Come anticipato, la spiccata eterogeneità del business aziendale si riflette anche nella multicanalità dei punti vendita. Infatti, la vendita dei prodotti avviene per il tramite di 8 punti vendita di proprietà, 2 in affitto d'azienda, 5 in franchising, oltre che attraverso il canale web¹⁰. L'unica attività facilmente separabile dall'attività produttiva, sia per questioni teoriche che per disponibilità di dati, è quella del retail in negozi di proprietà. Per tale business, infatti, si hanno a disposizione i ricavi dei singoli negozi attraverso i quali può essere stimata una struttura dei costi. Per quanto invece attiene i negozi in franchising e quelli oggetto di affitto di ramo di azienda, i dati economici relativi ai ricavi sono in possesso delle società affittuarie e pertanto risulta difficile operare la ricostruzione di cui sopra.

A seguito della mappatura di cui sopra, il sottoscritto ha predisposto una rappresentazione del business aziendale. La figura di pagina seguente mostra come l'attività della fallita possa suddividersi in due macro-aree: produttiva (wholesale) e distributiva (retail). Inoltre, l'attività produttiva può essere ulteriormente declinata in: wholesale puro, ossia vendite all'ingrosso effettuate nei confronti di negozi non di proprietà; wholesale interno, ossia l'attività produttiva svolta internamente per fornire le merci ai negozi di proprietà; ricavi da royalty per franchising; ricavi da affitto d'azienda.

¹⁰ Le vendite attraverso il canale web hanno un ammontare non significativo. Pertanto, le stesse non vengono esaminate singolarmente, ma vengono accorpate ai ricavi dell'attività produttiva.



Infine, a completamento dell'attività di mappatura, il sottoscritto ha ricostruito la rete di contratti di locazione immobiliare, affitto d'azienda e franchising (all. "D"). Tale prospetto è fondamentale, anche al fine di comprendere le scadenze di tali contratti, i corrispettivi in essi pattuiti, nonché evidenziare eventuali necessità di ricontrattazione.

6. METODI DI VALUTAZIONE APPLICABILI E SCELTA DEL METODO

Nel presente paragrafo vengono riepilogati i metodi che permettono di stimare l'azienda di proprietà della fallita. L'esposizione è suddivisa secondo le tipologie di declinazione del valore, in modo da raggruppare i metodi in classi omogenee.¹¹ Al termine dell'esposizione, viene indicato quale tra questi metodi è quello scelto dal sottoscritto e che meglio si adatta al presente incarico.

6.1 Metodi patrimoniali

I metodi patrimoniali si possono distinguere in semplice, complesso, e con stima autonoma dell'avviamento. Il metodo patrimoniale semplice prevede che il valore dell'azienda sia dato dagli asset iscritti in bilancio, opportunamente rettificati per tener conto della differenza tra valore contabile e valore corrente:

$$WWW = CCC'$$

dove:

W_e rappresenta il valore dell'azienda;

CN' rappresenta il capitale netto rettificato.

Il metodo patrimoniale complesso, prendendo spunto dal patrimoniale semplice, prevede invece che il valore dell'azienda sia ulteriormente integrato con la stima di beni immateriali opportunamente identificati dal valutatore:

$$WWW = CCC' + BBBB$$

dove:

BI rappresenta il valore dei beni immateriali identificati.

Il valore dei beni immateriali è individuato, secondo la tipologia di bene prescelto, attraverso le tecniche valutative previste dalla dottrina economico aziendale.

Viceversa, il metodo patrimoniale con stima autonoma dell'avviamento (c.d. metodo misto) prevede che il valore dell'azienda sia integrato con la stima dell'avviamento:

¹¹ Non si effettua la disamina dei metodi empirici (i.e. metodo dei multipli), poiché si ritiene tale caso non facilmente applicabile alla fattispecie concreta.

$$WWW = CCCC' + AA$$

dove:

A rappresenta il valore dell'avviamento.

Secondo tale metodo l'avviamento costituisce la capacità dell'azienda di produrre nel tempo un sovra-reddito futuro. Si potrà quindi avere un avviamento positivo (i.e., goodwill) nel caso sussistano buone prospettive; viceversa si otterrà un avviamento negativo (i.e., badwill).

6.2 Metodi basati sull'attualizzazione di flussi

I metodi basati sull'attualizzazione dei flussi prevedono che il valore dell'azienda sia dato dai flussi (reddituali o finanziari) che la stessa è in grado di generare in futuro, opportunamente scontati per riflettere la rischiosità ed il trascorrere del tempo. La declinazione degli stessi può assumere carattere levered o unlevered, secondo che la valutazione si concentri maggiormente sul core business oppure sull'azienda nel suo complesso. Nel primo caso, la formula del valore prevista è la seguente:

$$WWW = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1 + K_c)^t}$$

dove:

F_t rappresenta il flusso prescelto levered da attualizzare (reddituale o finanziario) disponibile al tempo t ;

n rappresenta l'orizzonte temporale di proiezione dei flussi;

K_c è il tasso di attualizzazione individuato nel costo del capitale proprio.

Nella versione unlevered, invece, la formula del valore prevista è la seguente:

$$WWW = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1 + WACC)^t} + CCCC - PPFN$$

dove:

$WACC$ è il tasso di attualizzazione individuato nel costo medio ponderato del capitale;

$CEIN$ è il valore corrente del capitale extraoperativo;

PFN è il valore di mercato della posizione finanziaria netta.

6.3 Scelta del metodo valutativo

La scelta del metodo di valutazione deve essere una logica conseguenza degli elementi presi in considerazione nei paragrafi precedenti, con particolare riferimento alla mappatura del business aziendale di cui al paragrafo 5. Nella fattispecie in oggetto il sottoscritto ha rilevato un'evidente eterogeneità nel business aziendale, la quale necessariamente si riflette su molteplici aspetti numerici, quali ad esempio il profilo di rischio, la dinamica di creazione del valore, la struttura dei costi, ecc. Considerata la complessità dell'azienda oggetto di valutazione, il sottoscritto ha ritenuto opportuno applicare due metodi ai fini della valutazione dell'azienda della fallita, facendo riferimento a due diverse categorie tra i metodi sopra descritti.

Il metodo principale è costituito dal metodo reddituale nella sua declinazione levered. Tale metodo consente una suddivisione dei flussi reddituali tra i due business principali della fallita (produzione e distribuzione), ricostruendo inoltre un'adeguata struttura dei costi basata su un campione di aziende comparabili opportunamente individuato. Pertanto il sottoscritto ha proceduto alla stima dell'azienda attualizzando al costo del capitale i flussi di reddito netto opportunamente normalizzati.

Il metodo patrimoniale complesso è stato invece individuato come metodo di controllo. Tale metodo, diversamente dal precedente, non è esposto alle criticità presenti nella documentazione contabile. Di contro, non consente la rappresentazione dell'eterogeneità del business aziendale emersa attraverso la mappatura del paragrafo precedente. Secondo tale approccio, al valore dei beni inventariati è stato aggiunto il valore dei beni immateriali prevalenti individuati nel marchio e nella rete commerciale, intesa come buonuscita percepibile in caso di dismissione di un punto vendita. Non si è ritenuto applicare il metodo patrimoniale con stima autonoma dell'avviamento, in quanto tale metodo non permette una puntuale individuazione degli intangibili principali e potrebbe risultare in una sovra-sotto valutazione dovuta soltanto alla tecnica valutativa utilizzata e difficilmente applicabile al caso di specie.

TERZO CAPITOLO

APPLICAZIONE DEL METODO VALUTATIVO

1. *Data di riferimento della valutazione –*
2. *Stima degli elementi necessari all'applicazione del metodo principale –*
3. *Stima degli elementi necessari all'applicazione del metodo di controllo –*
4. *Sintesi valutativa*

1. DATA DI RIFERIMENTO DELLA VALUTAZIONE

Secondo i PIV, “[...] la data di riferimento della valutazione definisce il momento temporale al quale è riferita la stima. Assume rilievo perché la valutazione deve riflettere i fatti e le circostanze riferibili a quella specifica data, che talora possono modificarsi anche significativamente in un intervallo di tempo molto ristretto [...]”¹². A riguardo, il sottoscritto evidenzia che la data di valutazione è sostanzialmente definita dalla base dati a disposizione del valutatore. Infatti, la più recente situazione contabile a disposizione è datata 31.12.2018. Pertanto, essa costituisce anche la data di riferimento del presente elaborato.

2. STIMA DEGLI ELEMENTI NECESSARI ALL'APPLICAZIONE DEL METODO PRINCIPALE

Nel presente paragrafo viene esplicitata l'attività svolta dal sottoscritto trattando distintamente e nel dettaglio tutti i singoli elementi necessari all'applicazione del metodo principale prescelto al capitolo precedente. Di seguito si riporta la formula di determinazione del valore secondo il metodo reddituale levered, secondo cui il valore

¹² Organismo Italiano di Valutazione (OIV). PIV – Principi Italiani di Valutazione. Egea, Milano, 2015, pp. 39-40.

dell'azienda è dato dall'attualizzazione dei flussi reddituali netti futuri al costo del capitale proprio:

$$WWW = \sum_{t=1}^n \frac{RR_t}{(1 + K_e)^t}$$

dove:

- n rappresenta l'orizzonte temporale su cui proiettare i flussi;
- RR_t rappresenta il reddito netto al tempo t ;
- K_e è il tasso di attualizzazione individuato nel costo del capitale proprio.

Ricalcando la mappatura del business aziendale effettuata al capitolo precedente, il metodo viene applicato distintamente per l'attività produttiva (wholesale) e l'attività distributiva (retail).

2.1 Individuazione di competitor

Per applicare il metodo reddituale levered in modo separato per i due business aziendali è necessario costruire flussi economici prospettici distinti per le due attività. Tale processo si basa necessariamente sull'individuazione di adeguati competitor per ciascuno dei due business.

Al fine di ottenere un paniere di potenziali competitor, il sottoscritto ha ritenuto opportuno raccogliere indicazioni sia dal management (all. "E1"), che dalla Curatela (all. "E2"), oltre ad operare una ricerca personale. Per distinguere le aziende comparabili in base alla tipologia di attività prevalente tra distribuzione e produzione, il sottoscritto ha operato una scrupolosa analisi basata sul seguente procedimento logico (all. "E3"):

- sono state selezionate solo le società di capitali, in modo da poter ottenere i dati contabili;
- sono state eliminate le società non comparabili per tipologia di prodotti venduti o per area geografica;
- sono state eliminate le società in forte perdita, in quanto i dati contabili possono essere viziati da accadimenti straordinari o da politiche di bilancio degli anni precedenti;

- attraverso la Banca Dati AIDA (Analisi Informatizzata delle Aziende Italiane, Bureau Van Dijk) è stata verificata la struttura dell'attività produttiva (incidenza del costo per il personale e per servizi sul fatturato), classificando come “produttive” le aziende con un valore superiore al 50% e come “distributive” le rimanenti.

Attraverso il processo logico sopra indicato, sono state individuate le seguenti società comparabili, suddivise per tipologia di business prevalente:

- Distributive:

- Produttive:

L'incidenza della struttura per il paniere di società a vocazione produttiva è pari al 64,76%, mentre per le società a prevalente attività distributiva è pari al 32,78%. I dati mostrano come si sia di fronte a due tipologie di business complementari, spesso svolte anche all'interno della stessa azienda, ma con una struttura dei costi connaturatamente diversa. Infine, sono stati estratti da AIDA i dati contabili completi delle società comparabili al fine della ricostruzione del conto economico per le due attività (all. “E4-E5”).

2.2 Ripartizione dei ricavi per tipologia di attività

Per applicare il metodo reddituale levered in modo separato per i due business aziendali è necessario suddividere i ricavi generati dalla fallita in base alla mappatura effettuata al capitolo precedente. Sulla base dell'analisi di bilancio fornita dalla Curatela, il sottoscritto ha operato una distinzione dei ricavi per il periodo 2015-2018 (all. “F”). Tale dato costituisce la base di partenza per la costruzione di un conto economico per le due attività (cfr. par. 2.3.2 e 2.4.2).

2.3 Stima dei dati necessari alla valutazione dell'attività distributiva

Per una corretta lettura dei paragrafi successivi, si rimanda al foglio di calcolo utilizzato per effettuare la valutazione dell'attività distributiva (all. “G”).

2.3.1 Orizzonte temporale (n)

L'orizzonte temporale è stato individuato in 10 anni, mentre non si è ritenuto opportuno prevedere un orizzonte temporale sintetico oltre quello analitico. L'individuazione del periodo analitico risiede nel fatto che i beni oggetto di distribuzione sono fortemente caratterizzati dal marchio "*****". A riguardo, risulta complicato prevedere quale sarà l'evoluzione della brand awareness, specialmente per la tipologia di beni in oggetto facilmente sostituibili dalla tecnologia digitale. Pertanto, un orizzonte temporale di dieci anni appare adeguato. Cosciente della discrezionalità nella stima del dato in oggetto, il sottoscritto ha effettuato un'analisi di sensibilità riguardo tale elemento con il fine di informare l'utilizzatore dei potenziali rischi di un'oscillazione del dato.

2.3.2 Reddito netto (RN_t)

Il reddito netto è stato ricostruito attraverso le seguenti assunzioni:

- Ricavi delle vendite pari alla media tra 2015 e 2018 (cfr. all. "F"), senza considerare l'effetto dei punti vendita di Roma Crescenzi e Firenze Acciaiuoli. Tali negozi, infatti, non sono stati gestiti in proprietà durante tutto l'arco temporale e risultano ad oggi rispettivamente in affitto d'azienda e franchising. Pertanto, i ricavi medi generati da tali negozi non sono stati considerati, portando così ad un valore di ricavi delle vendite medio pari ad euro 2.144.378;
- Assenza di altri ricavi considerati straordinari;
- Consumo delle materie prime (acquisti sommati alla differenza delle rimanenze), costi per servizi, costi per il personale, ammortamenti e oneri diversi di gestione in linea con l'incidenza del settore rispetto al fatturato;
- Costi per godimento beni di terzi calcolati in base ai contratti di locazione degli immobili dove viene svolta l'attività di vendita tramite negozi di proprietà;
- Assenza di altri costi considerati straordinari;
- Imposte calcolate su una base imponibile pari alla differenza fra valore e costi della produzione, applicando la somma dell'aliquota IRES ed IRAP.

Attraverso il procedimento descritto è stato individuato un utile netto pari ad euro *****

2.3.3 Costo del capitale proprio (K_e)

Per la determinazione del costo del capitale proprio (cost of equity capital, K_e), il sottoscritto si è avvalso del celeberrimo modello CAPM (Capital Asset Pricing Model)¹³:

$$K_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

dove:

- K_e rappresenta il costo del capitale proprio;
- r_f rappresenta il tasso privo di rischio (risk free rate);
- β rappresenta il rischio specifico dell'azienda;
- $r_m - r_f$ rappresenta il premio per il rischio (risk premium) richiesto per investire nell'azienda da parte degli operatori di mercato.

Il costo del capitale proprio, ossia la remunerazione per aver investito in un'azienda "rischiosa", è dato dal tasso privo di rischio e da uno spread individuato dalla rischiosità specifica dell'impresa, moltiplicata per il premio per il rischio richiesto dal mercato per investire in aziende simili. Di seguito si riepilogano le fonti dalle quali sono stati estratti i dati per il calcolo del costo del capitale proprio (all. "H"):

- Tasso privo di rischio, risk free rate, r_f : secondo quanto indicato anche dai PIV e dalla prassi nazionale, il tasso privo di rischio è stato individuato prendendo a riferimento il rendimento a scadenza dei certificati del tesoro zero-coupon (CTZ) pubblicato da Banca d'Italia¹⁴. Il valore così individuato è pari a 0,815%.
- Beta, β : si è fatto affidamento al database open source del Prof. [redacted], docente di finanza e valutazione d'azienda presso la New York University¹⁵. A riguardo, è stato selezionato il coefficiente di rischio relativo ai paesi Western Europe per il settore Retail (Distributors). Il valore così individuato è pari a 0,89, che si è ritenuto raddoppiare al fine di riflettere il rischio PMI e

l'impossibilità di diversificare il prodotto distribuito, stante il legame con l'attività produttiva.

- Premio per il rischio, risk premium, $r_m - r_f$: anche in questo caso si è fatto affidamento al database del Prof. ***** sopra citato, selezionando l'equity risk premium corrispondente all'Italia. Il valore così individuato è pari al 9,02%.

Considerati gli elementi di cui sopra ed applicando la formula del modello CAPM si ottiene:

$$K_e = r_f + \beta * (r_m - r_f) = 0,815\% + 1,78 * 9,02\% = 16,871\%$$

Cosciente della discrezionalità e della difficoltà di calcolo del tasso di attualizzazione, il sottoscritto ha effettuato un'analisi di sensibilità riguardo tale elemento con il fine di informare l'utilizzatore dei potenziali rischi di un'oscillazione del dato.

2.4 Stima dei dati necessari alla valutazione dell'attività distributiva

Per una corretta lettura dei paragrafi successivi, si rimanda al foglio di calcolo utilizzato per effettuare la valutazione dell'attività produttiva (all. "I"). Si ricorda che l'attività produttiva è in realtà composta da quattro sotto aree: wholesale puro (verso negozi non di proprietà); wholesale interno (verso negozi di proprietà); royalty per franchising; ricavi da affitto d'azienda.

2.4.1 Orizzonte temporale (n)

L'orizzonte temporale è stato individuato in 10 anni. Valgono infatti le stesse motivazioni già indicate al paragrafo 2.2.1. Cosciente della discrezionalità nella stima del dato in oggetto, il sottoscritto ha effettuato un'analisi di sensibilità riguardo tale elemento con il fine di informare l'utilizzatore dei potenziali rischi di un'oscillazione del dato.

2.4.2 Reddito netto (RN_t)

Il reddito netto è stato ricostruito per ogni sotto area dell'attività produttiva. Si evidenzia che per il franchising e l'affitto d'azienda non sono stati previsti costi. Inoltre, sono state effettuate le seguenti assunzioni:

- Ricavi delle vendite

- Wholesale puro pari alla media tra 2015 e 2018 (cfr. all. “F”);
- Wholesale interno pari al consumo di materie prime calcolato per l’attività di distribuzione (cfr. all. “G”);
- Franchising in leggera crescita, nel rispetto della serie storica dei dati (cfr. all. “F”);
- Affitto d’azienda in linea con il corrispettivo pattuito nei relativi contratti;
- Assenza di altri ricavi considerati straordinari;
- Consumo delle materie prime (acquisti sommati alla differenza delle rimanenze), costi per servizi, costi per godimento beni di terzi, costi per il personale, ammortamenti e oneri diversi di gestione in linea con l’incidenza del settore rispetto al fatturato;
- Assenza di altri costi considerati straordinari;
- Imposte calcolate su una base imponibile pari alla differenza fra valore e costi della produzione, applicando la somma dell’aliquota IRES ed IRAP.

Attraverso il procedimento descritto è stato individuato un utile netto pari ad euro 123.571.

2.4.3 Costo del capitale proprio (K_e)

Per la determinazione del costo del capitale proprio (cost of equity capital, K_e), è stato utilizzato lo stesso modello descritto al paragrafo 2.3.3 (all. “L”). L’unico correttivo adottato riguarda il Beta, β . Trattandosi di un dato industry-specific, si è ritenuto selezionare un settore diverso rispetto a quello dell’attività distributiva. In particolare, sempre facendo affidamento al database open source del Prof. *****, è stato selezionato il coefficiente di rischio relativo ai paesi Western Europe per il settore Paper. Il valore così individuato è pari a 1,15.

Applicando la formula del modello CAPM si ottiene:

$$K_e = r_f + \beta * (r_m - r_f) = 0,815\% + 1,15 * 9,02\% = 11,188\%$$

Cosciente della discrezionalità e della difficoltà di calcolo del tasso di attualizzazione, il sottoscritto ha effettuato un’analisi di sensibilità riguardo tale elemento con il fine di informare l’utilizzatore dei potenziali rischi di un’oscillazione del dato.

3. STIMA DEGLI ELEMENTI NECESSARI ALL'APPLICAZIONE DEL METODO DI CONTROLLO

Nel presente paragrafo viene esplicitata l'attività svolta dal sottoscritto trattando distintamente e nel dettaglio tutti i singoli elementi necessari all'applicazione del metodo di controllo prescelto al capitolo precedente. In particolare, al fine dell'applicazione del metodo patrimoniale complesso, il sottoscritto ha inteso identificare i due beni immateriali prevalenti nel marchio e nella rete commerciale, intesa come buonuscita percepibile in caso di dismissione di un punto vendita.

Di seguito si riporta la formula del metodo patrimoniale complesso: al valore corrente dei beni viene sommato il valore dei beni immateriali autonomamente identificabili:

$$WWW' = \cancel{CN'} + W_M + W_{RC}$$

dove:

CN' rappresenta il valore corrente dei beni materiali;

W_M rappresenta il valore del marchio;

W_{RC} rappresenta il valore della rete commerciale.

Ai fini della lettura dei paragrafi successivi, si rimanda alla lettura dei fogli di calcolo utilizzati per effettuare la valutazione (all. "M"). Il valore dei beni materiali (CN') è stato identificato con quello di cui all'inventario fallimentare ed è pari ad euro 728.400, così come comunicato dal Curatore (all. "N"). Il marchio "*****" è stato stimato dal sottoscritto in apposita e separata perizia attraverso il metodo *relief from royalty*. Il valore individuato è pari ad euro 195.000 (all. "O"). Infine, il valore della rete commerciale è stato determinato come ipotetico valore che un soggetto terzo sarebbe disposto a corrispondere per subentrare nell'ubicazione, in base al contratto di locazione vigente per ogni singolo punto vendita. Tale valore è stato stimato, per i singoli negozi, da uno specialista del settore ed è pari ad euro 875.000 (all. "P").¹⁶

¹⁶ Relativamente alla rete commerciale, si noti che non è stato stimato alcun valore per i punti vendita di Roma Crescenzi e Cortona. Seppur tali negozi siano concessi in affitto d'azienda, i contratti di locazione dei relativi immobili risultano intestati alla fallita. Anche nel caso in cui si ipotizzasse un valore ritraibile da tali contratti, le conclusioni cui pervenirebbe il confronto tra metodo principale e metodo di controllo resterebbero inalterate.

4. SINTESI VALUTATIVA

4.1 Valutazione (metodo principale)

Dopo aver criticamente esaminato nel paragrafo 2 tutti gli elementi che compongono la formula del metodo valutativo prescelto come principale, il sottoscritto è in grado di proporre una sintesi valutativa. Si ricorda che la formula per la stima del valore dell'azienda attraverso il metodo reddituale levered può essere espressa come segue:

$$WWW = \sum_{tt=1}^{nn} \frac{RR_{tt}}{(1 + K)^{tt}}$$

Considerata l'eterogeneità del business aziendale, il sottoscritto ha stimato gli elementi chiave della formula di cui sopra sia per l'attività produttiva che per quella distributiva, ottenendo i seguenti risultati (cfr. all. "G" e "I"):

$$WWW = \sum_{tt=1}^{10} \frac{235.833}{(1 + 16,871\%)^{tt}} = 1.103.843$$
$$WWW = \sum_{tt=1}^{10} \frac{123.571}{(1 + 11,188\%)^{tt}} = 722.039$$

Pertanto, il valore dell'azienda di proprietà della fallita risulta

$$WWW = WWW + WWW = 1.103.843 + 722.039 = 1.825.882$$

Il procedimento valutativo sopra descritto ha condotto pertanto alla determinazione di un valore dell'azienda pari ad euro 1.825.882, arrotondato a 1.825.000.

4.2 Analisi di sensibilità (metodo principale)

Come anticipato ai paragrafi precedenti, il sottoscritto ha infine ritenuto opportuno effettuare un'analisi di sensibilità del valore individuato attraverso il metodo principale (all. "Q"). I due valori presi in considerazione per tale attività sono il tasso di attualizzazione e l'orizzonte temporale su cui proiettare il flusso reddituale. Si è ritenuto razionale prendere tali variabili quale riferimento per lo svolgimento della suddetta analisi in quanto trattasi di quelle che maggiormente incidono sulla soggettività insita nella presente valutazione.

L'analisi di sensibilità prevede una tabella a due entrate. Nella presente valutazione, il sottoscritto ha condotto un processo razionale che lo ha portato a stimare un valore di euro 1.825.882, ottenuto tramite l'utilizzo di un orizzonte temporale pari a 10 anni ed un tasso di attualizzazione pari al 11,188% per l'attività produttive e pari al 16,871% per l'attività distributiva.

Variando i due dati presi in considerazione, il sottoscritto ritiene opportuno informare l'utilizzatore del presente lavoro che il valore dell'azienda potrebbe oscillare da un minimo di circa euro 1.420.415 ad un massimo di circa euro 2.240.302. Si rileva come i valori estremi ottenuti tramite l'analisi di sensibilità, seppur passibili di verificarsi, abbiano una bassa probabilità di realizzazione.

4.3 Valutazione (metodo di controllo)

Dopo aver criticamente esaminato nel paragrafo 3 tutti gli elementi che compongono la formula del metodo valutativo prescelto come controllo, il sottoscritto è in grado di proporre una sintesi valutativa. In questo caso, la formula per la stima del valore dell'azienda attraverso il metodo patrimoniale complesso può essere espressa come segue:

$$WWW = \text{CCMT} + WRRR$$

Considerati gli elementi di cui al paragrafo 3, si ottiene:

$$WWW = 728.400 + 195.000 + 875.000 = 1.798.400$$

Pertanto, attraverso il metodo di controllo, si giunge ad un valore non distante da quello individuato con il metodo principale. Tale aspetto, conforta la qualità dell'output valutativo, in quanto due metodologie diverse restituiscono un risultato non significativamente differente.

QUARTO CAPITOLO

CONCLUSIONI

Alla luce della documentazione visionata, dell'attività di apprezzamento della base dati e del percorso razionale seguito, nonché dei risultati ottenuti, il sottoscritto ritiene di poter fornire una valutazione dell'azienda di proprietà di ***** A completamento del proprio incarico, il sottoscritto

VALUTA

Euro ***** l'azienda di proprietà di ***** srl.

Considerato tutto quanto sopra esposto, si ritiene di aver adempiuto all'incarico affidato con la diligenza professionale richiesta dalla legge e dai principi della tecnica professionale. Il sottoscritto rimane a disposizione degli Organi della Procedura per quanto occorrer possa.

Firenze, li 27.05.2019

Lo Stimatore