

**TRIBUNALE CIVILE E PENALE DI FIRENZE**  
**SEZIONE FALLIMENTARE**

**FALLIMENTO RF 35/2019**

**VALUTAZIONE D'AZIENDA**  
**SUDDIVISA IN LOTTI**

Giudice Delegato

Curatore Fallimentare

// Stimatore 

## VALUTAZIONE D'AZIENDA SUDDIVISA IN LOTTI

- 1. Iter procedurale – 2. Suddivisione dei lotti – 3. Considerazioni generali –  
4. Valutazione del lotto 2 – 5. Valutazione del lotto 7 – 6. Conclusioni*

### 1. ITER PROCEDURALE

La società \*\*\*\*\* (in seguito e per brevità anche Papiro oppure la fallita) C.F. e P.IVA \*\*\*\*\* , 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.ssa \*\*\*\*\* e nominava Curatore la Dott.ssa \*\*\*\*\* (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 08.12.1985, 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) \*\*\*\*\*

In data 27.05.2019, il sottoscritto ha consegnato due elaborati distinti in ottemperanza all'incarico ricevuto. Il primo elaborato intitolato "Valutazione d'Azienda" include la valutazione della fallita nel suo complesso, comprensiva sia del ramo di attività produttiva che di quello di attività distributiva per il tramite di punti vendita di proprietà. Il secondo elaborato intitolato "Addendum: valutazione stand alone dei singoli punti vendita di

proprietà” contiene invece una valutazione dei punti vendita di proprietà della fallita effettuata in un’ottica di vendita atomistica.

Recentemente, la Curatela ha ravvisato la necessità di ottenere ulteriori valutazioni del complesso aziendale ai fini di contemplare una vendita parziale dello stesso. Il Giudice Delegato in data 22.07.2020 recepisce la richiesta del Curatore e confermava il sottoscritto come stimatore. Nelle more dello svolgimento del proprio incarico, la Dott.ssa \*\*\*\*\* ha informato il sottoscritto della necessità di ottenere celere riscontro in merito al valore parcellizzato dell’azienda di proprietà della fallita. Comprendendo la richiesta del Curatore e con il massimo spirito di collaborazione, nonostante la difficoltà tecnico-valutativa prevista dall’incarico ed il brevissimo termine a disposizione, il sottoscritto si è immediatamente attivato al fine della produzione del presente elaborato.

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. SUDDIVISIONE DEI LOTTI

Il Curatore ha informato il sottoscritto di voler procedere alla redazione di un bando d’asta che preveda molteplici soluzioni di vendita. In particolare, le ipotesi effettuate dalla Curatela sono le seguenti:

- Ipotesi 1:
  - o Lotto 1 – intera azienda
- Ipotesi 2 (in caso di mancata aggiudicazione del Lotto 1):
  - o Lotto 2 – ramo di azienda produttivo oltre alle aziende di vendita al dettaglio dei quattro punti vendita su Firenze;
  - o Lotto 3 – azienda di vendita al dettaglio negozio in Roma Via del Pantheon n. 50;
  - o Lotto 4 – azienda di vendita al dettaglio negozio in Siena Via di Città n. 37;

- Lotto 5 – azienda di vendita al dettaglio negozio in Venezia Calle delle Bande - Castello n. 5275;
- Lotto 6 – azienda di vendita al dettaglio negozio in Venezia Calle del Piovan – San Marco n. 2764;
- Ipotesi 3 (in caso di mancata aggiudicazione dei Lotti 1 o 2):
  - Lotto 7 – ramo di azienda produttivo;
  - Lotto 8 – azienda di vendita al dettaglio negozio in Firenze, Via Cavour n. 49/r;
  - Lotto 9 – azienda di vendita al dettaglio negozio in Firenze, Via dei Tavolini n. 13/r;
  - Lotto 10 – azienda di vendita al dettaglio negozio in Firenze, Piazza del Duomo n. 24/r;
  - Lotto 11 – azienda di vendita al dettaglio negozio in Firenze, Via de' Guicciardini n. 47/r.

Gli elaborati consegnati nel maggio 2019 contengono una stima dei lotti 1, 3, 4, 5, 6, 8, 9, 10 e 11. Pertanto, la presente perizia prevede l'integrazione delle precedenti con la stima del valore dei lotti 2 e 7.

### 3. CONSIDERAZIONI GENERALI

Per omogeneità e comparabilità, la valutazione dei lotti 2 e 7 è effettuata alla stessa data di quelle consegnate nel maggio 2019. Per questo motivo, la valutazione è ancorata alla data del 31.12.2018. Si segnala la necessità di interpretare i valori contestualizzando il cambiamento di scenario avvenuto con la recente pandemia da COVID19.

Nel paragrafo 5, capitolo 3 della valutazione datata 27.05.2019, il sottoscritto ha effettuato una mappatura del business aziendale. Richiamando in toto tale paragrafo, si ricorda che l'attività della fallita può suddividersi in due macro-aree: produttiva (wholesale) e distributiva (retail).

Inoltre, l'attività produttiva può essere ulteriormente declinata in:

- 1) wholesale puro, ossia vendite all'ingrosso effettuate nei confronti di negozi non di proprietà;
- 2) ricavi da royalty per franchising;
- 3) ricavi da affitto d'azienda;
- 4) wholesale interno, ossia l'attività produttiva svolta internamente per fornire le merci ai negozi di proprietà.

In caso di alienazione di tutta o di una parte della rete commerciale separatamente dal ramo produttivo, quest'ultimo canale di vendita dell'attività produttiva (i.e., wholesale interno) subisce un aumento di incertezza. Nell'ipotesi di lotto unico, infatti, i flussi reddituali sono sostenuti da una rete di vendita propria. In caso invece di vendita atomistica della rete commerciale, i flussi reddituali di cui al punto 4) precedente diventano incerti. L'azienda potrebbe concentrarsi sul ramo produttivo e trarne dei benefici di focalizzazione oppure, viceversa, potrebbe subire una riduzione significativa delle vendite.

Al fine di incorporare nel modello valutativo le considerazioni di cui sopra, sono stati adattati gli elaborati del maggio 2019. La leva che si è scelto di modificare è il tasso di attualizzazione. L'incertezza derivante dalla vendita atomistica della rete commerciale è difficilmente incorporabile nei flussi reddituali, poiché non costituisce un aspetto di incertezza specifica ed identificabile. Viceversa, il tasso di attualizzazione è in grado di incorporare l'incertezza generica, tramite un maggior prezzo per il rischio, che per sua natura rappresenta la maggior redditività domandata da un investitore per spostarsi da una situazione di certezza.

Inoltre, in caso di alienazione di tutta o di una parte della rete commerciale separatamente dal ramo produttivo è necessario riparametrare il valore del comparto distributivo dell'azienda. Nel caso del lotto 7, il valore sarà nullo in quanto viene prevista la completa alienazione atomistica dei punti vendita. Nel caso del lotto 2, invece, sarà necessario calcolare il valore del comparto distributivo relativo ai soli negozi di Firenze.

#### 4. VALUTAZIONE DEL LOTTO 2

Il sottoscritto allega il foglio di calcolo utilizzato per la valutazione del Lotto 2, comparto produttivo (all. "A"). Tale documento ricalca il foglio di calcolo (all. "I") della valutazione dell'attività produttiva di cui alla valutazione d'azienda del maggio 2019. Relativamente alle leve del valore, si noterà come l'orizzonte temporale ( $n$ ) sia rimasto invariato e pari a 10 anni. Il flusso reddituale ( $R$ ), invece, è stato suddiviso in due parti. Una prima parte fa riferimento alle attività produttive nei confronti di franchising, negozi in affitto d'azienda, wholesale puro e wholesale interno nei confronti dei punti vendita di Firenze contenuti nel Lotto 2. Per tali attività l'incertezza rimane invariata rispetto alla soluzione di vendita con lotto unico, pertanto anche il tasso di attualizzazione rimane invariato e pari al 11,19%. Una seconda parte, invece, fa riferimento alle attività produttive nei confronti di punti vendita diversi da quelli di Firenze. Per tali attività l'incertezza aumenta rispetto alla soluzione di vendita con lotto unico, pertanto il sottoscritto ha ritenuto opportuno raddoppiare il tasso di attualizzazione portandolo al 22,38%. Il valore individuato per il Lotto 2, comparto produttivo, è pertanto pari ad euro 681.810.

Il sottoscritto allega il foglio di calcolo utilizzato per la valutazione del Lotto 2, comparto distributivo (all. "B"). In questo caso, il documento ricalca il foglio di calcolo (all. "G") della valutazione d'azienda del maggio 2019. Relativamente alle leve del valore, si noterà come l'orizzonte temporale ( $n$ ) sia rimasto invariato e pari a 10 anni. Stessa considerazione vale per il tasso di attualizzazione ( $K_e$ ) che viene mantenuto costante e pari a 16,87%. Il flusso reddituale ( $R_d$ ), invece, è stato ridotto e parametrato ai volumi di vendita dei soli negozi di Firenze, gli unici ad essere ricompresi nel Lotto 2. Il valore individuato per il Lotto 2, comparto distributivo, è pertanto pari ad euro 764.378.

Da quanto sopra si evince che il valore del Lotto 2 può essere individuato nella somma del business produttivo e di quello distributivo. Tale valore è pari ad euro 1.446.188 e viene arrotondato ad euro 1.445.000.

## 5. VALUTAZIONE DEL LOTTO 7

Il sottoscritto allega il foglio di calcolo utilizzato per la valutazione del Lotto 7 (all. "C").  
Tale documento ricalca il foglio di calcolo (all. "I") della valutazione dell'attività produttiva di cui alla valutazione d'azienda del maggio 2019. Relativamente alle leve del valore, si noterà come l'orizzonte temporale ( $n$ ) sia rimasto invariato e pari a 10 anni. Il flusso reddituale ( $R_n$ ), invece, è stato suddiviso in due parti. Una prima parte fa riferimento alle attività produttive nei confronti di franchising, negozi in affitto d'azienda e wholesale puro. Per tali attività l'incertezza rimane invariata rispetto alla soluzione di vendita con lotto unico, pertanto anche il tasso di attualizzazione rimane invariato e pari al 11,19%. Una seconda parte, invece, fa riferimento alle attività produttive nei confronti di punti vendita attualmente di proprietà. Per tali attività l'incertezza aumenta rispetto alla soluzione di vendita con lotto unico, pertanto il sottoscritto ha ritenuto opportuno raddoppiare il tasso di attualizzazione portandolo al 22,38%. Il valore individuato per il Lotto 7 è pertanto pari ad euro 629.449.

Dal momento che il Lotto 7 contiene soltanto il ramo produttivo dell'azienda della fallita, non viene effettuata la stima del ramo distributivo. Il valore di euro 629.449 è arrotondato ad euro 629.000.

## 6. CONCLUSIONI

Alla luce della documentazione visionata e delle attività di revisione e valutazione sopra esposte, il sottoscritto ritiene di poter fornire una valutazione dei lotti così come richiesta dalla Curatela. Pertanto, il sottoscritto

## VALUTA

i lotti indicati dalla Curatela come segue:

<b>IPOTESI 1</b>	
*Lotto 1 – intera azienda	1.875.000
<b>IPOTESI 2 (in caso di mancata aggiudicazione del Lotto 1)</b>	
Lotto 2 – ramo di azienda produttivo oltre alle aziende di vendita al dettaglio dei quattro punti vendita su Firenze	1.445.000
**Lotto 3 – azienda di vendita al dettaglio negozio in Roma Via del Pantheon n. 50	127.000
**Lotto 4 – azienda di vendita al dettaglio negozio in Siena Via di Città n. 37	40.000
**Lotto 5 – azienda di vendita al dettaglio negozio in Venezia Calle delle Bande - Castello n. 5275	72.000
**Lotto 6 – azienda di vendita al dettaglio negozio in Venezia Calle del Piovan – San Marco n. 2764	155.000
<b>IPOTESI 3 (in caso di mancata aggiudicazione dei Lotti 1 o 2)</b>	
Lotto 7 – ramo di azienda produttivo	629.000
**Lotto 8 – azienda di vendita al dettaglio negozio in Firenze, Via Cavour n. 49/r	198.000
**Lotto 9 – azienda di vendita al dettaglio negozio in Firenze, Via dei Tavolini n. 13/r	129.000
**Lotto 10 – azienda di vendita al dettaglio negozio in Firenze, Piazza del Duomo n. 24/r	217.000
**Lotto 11 – azienda di vendita al dettaglio negozio in Firenze, Via de' Guicciardini n. 47/r	345.000

\*Valore già individuato all'interno dell'elaborato intitolato "Valutazione d'Azienda" del 27.05.2019

\*\*Valore già individuato all'interno dell'elaborato intitolato "Addendum: valutazione stand alone dei singoli punti vendita di proprietà" del 27.05.2019

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 30.07.2020

Lo Stimatore

Allegati: