

TRIBUNALE CIVILE E PENALE DI MILANO
SEZIONE SECONDA CIVILE – CRISI D’IMPRESA

ooooooo

LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE UNITARIA EX ART. 287 CCII
DELLE SOCIETA

PROCEDURA N. 76 - 77/2024 R.G.

GIUDICE DELEGATO

DOTT.SSA LAURA DE SIMONE

CURATORE

DOTT. LORENZO BURAGGI

ooooooo

RELAZIONE DI STIMA DEI RAMI DI AZIENDA DI PERTINENZA
DELLA LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE

CONSULENTE TECNICO

DOTT. FRANCESCO PAOLO PATI

Francesco Paolo Pati

Dottore Commercialista

Via Cosimo del Fante n.6 – 20122 Milano

Tel. n. 02/58324139 – Fax n. 02/58309755

Email info@studiopati.it - fpao@studiopati.it

INDICE

1.	Il quesito	pag.	2
2.	Il significato della stima	pag.	4
3.	I rami d'azienda di pertinenza della Liquidazione Giudiziale di Gaia S.r.l.	pag.	5
4.	Cenni sui risultati economici conseguiti dall'azienda nel suo complesso	pag.	12
5.	La documentazione di riferimento	pag.	19
6.	I criteri di valutazione	pag.	21
7.	Il metodo prescelto	pag.	29
8.	La determinazione del capitale netto rettificato	pag.	29
9.	La determinazione della valenza economica	pag.	33
10.	La determinazione del valore di stima dei rami di azienda	pag.	37
11.	Le conclusioni	pag.	38
12.	Elenco degli allegati alla relazione	pag.	40

1) IL QUESITO.

Illustrissimo Sig. Giudice Delegato,

il sottoscritto, dott. Francesco Paolo Pati, è stato incaricato, con provvedimento della S.V. in data 20 febbraio 2024 (**doc. all. 1**) di procedere alla valutazione dei rami di azienda di pertinenza della Liquidazione Giudiziale di

ha gestito numerosi esercizi commerciali dediti alla vendita al dettaglio di calzature ed articoli di pelletteria a marchio "ALDO" e, negli ultimi mesi precedenti l'apertura della liquidazione giudiziale, a marchio "BATA".

Alla data di apertura della liquidazione giudiziale, gli esercizi commerciali ancora funzionanti erano dieci, ubicati nelle seguenti località:

1. Milano, Via Dante n. 9;
2. Milano, Galleria Buenos Aires n. 9;
3. Milano, Piazza Portello;
4. Carugate (MI), Centro Commerciale Carosello;
5. Orio al Serio (BG), Centro Commerciale Oriocenter;
6. Bolzano, Via dei Portici n. 31;
7. Roma, Centro Commerciale Maximo;
8. Roma, Centro Commerciale Roma Est;



9. Valmontone (RM), Valmontone Outlet;
10. Marcianise (CE), Centro Commerciale Campania.

All'esito dei primi accertamenti, la curatela ha individuato i rami di azienda di proprietà della procedura (quelli esercitati in locali condotti in forza di contratti di locazione immobiliare) e segnatamente i punti vendita di Milano, Via Dante n. 9, di Bolzano, Via dei Portici n. 31 e di Orio al Serio, presso il Centro Commerciale Oriocenter.

Tutti gli altri punti vendita, esercitati in forza di contratti di affitto di ramo di azienda, sono stati (o saranno) restituiti dalla curatela alla proprietà, giusta autorizzazione della S.V. in data 28 febbraio 2024 (**doc. all. 2**). La determinazione di restituire i rami di azienda condotti in affitto appare quanto condivisibile, atteso che tutti i punti vendita in questione hanno generato nel 2023 risultati economici negativi e che, inoltre, la cessione dei contratti di affitto di azienda comporterebbe per il soggetto subentrante l'assunzione delle obbligazioni contrattuali pregresse e non onorate da

Conseguentemente, il presente elaborato prenderà in esame esclusivamente i rami di azienda esercitati in Milano, Via Dante n. 9, in Bolzano, Via dei Portici n. 31 e presso il Centro Commerciale Oriocenter.

Per poter rispondere al quesito posto dalla S.V., lo scrivente, oltre ad esaminare i bilanci e le scritture contabili di Gaia S.r.l., ha dovuto necessariamente procedere alla ricostruzione dei ricavi, delle strutture di costo e delle *performances* economiche specifiche dei predetti rami, estrapolando i dati dalle scritture e dai documenti contabili ed extracontabili messi a disposizione da Gaia S.r.l. e dalla curatela.

Il provvedimento di nomina non indica il termine per la consegna dell'elaborato di stima, ma deve necessariamente intendersi che la relativa valutazione debba essere disponibile quanto prima ed essere finalizzata ad un "*pronto realizzo*", atteso che occorre riallocare nell'immediato i predetti rami di azienda per preservarne il valore, per salvaguardarne - per quanto possibile - i livelli occupazionali, nonché per contenere il più possibile le spese preveducibili che la procedura sarà chiamata a fronteggiare.

Con la presente, il sottoscritto rassegna oggi i risultati della indagine condotta.

2) IL SIGNIFICATO DELLA STIMA.

Il Codice Civile, all'art. 2555, definisce l'azienda come "*il complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa*".

L'azienda è quindi considerata come un *insieme di elementi* che costituiscono un *complesso organico* e che sono *funzionalmente coordinati dall'imprenditore per conseguire lo scopo* in vista del quale la coordinazione fra gli stessi è stata posta in essere.

Detto complesso aziendale (*universitas rerum*) comprende beni materiali (mobili ed immobili), beni immateriali (come l'avviamento, i marchi ed i brevetti, i rapporti con il personale dipendente, la qualificazione e l'esperienza di quest'ultimo, il grado di fiducia e prestigio che viene percepito nel contesto in cui opera, etc.).

La valutazione di un'azienda non può essere una applicazione meccanica di criteri e formule basate per lo più sulle risultanze contabili d'esercizio, insufficienti, di per sé, a determinare il valore della stessa; per riuscire a stimare, con approssimazione accettabile, il valore di un'azienda deve essere apprezzata la *performance della stessa in condizioni di funzionamento*.



Dovranno, quindi, essere valutati sia i beni che la compongono sia la capacità che questi hanno di produrre, sulla base del loro coordinamento, un risultato economico più o meno soddisfacente e continuativo.

Conseguentemente, è necessario riuscire a comprenderne le sue caratteristiche essenziali, attraverso l'analisi dei comportamenti passati, delle prospettive future, delle reali capacità che presenta, inquadrandola nell'ambiente che la circonda e che la condiziona.

Alla base della stima deve quindi esserci una adeguata informazione, che travalica i limiti di quella desumibile dalla contabilità di esercizio, seppur correttamente tenuta, e che deve consentire, in primo luogo, la scelta del metodo di valutazione che meglio si adatta al caso di specie.

3) I RAMI D'AZIENDA DI PERTINENZA DELLA LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE DI GAIA S.R.L.

Come già riferito, il presente elaborato si prefigge di fornire una *“valutazione di pronto realizzo”* dei seguenti rami di azienda, aventi ad oggetto l'attività di vendita al dettaglio di calzature e articoli di pelletteria in passato a marchio “ALDO” ed oggi a marchio “BATA”:

- negozio sito in Milano, via Dante n. 9;
- negozio sito in Bolzano, Via Dei Portici n. 31;
- negozio sito in Orio al Serio (BG), Via Portico n. 71 (Oriocenter).

I perimetri dei rami di azienda oggetto di valutazione.

I rami di azienda oggetto di valutazione sono costituiti da:

1. Ramo di azienda esercitato nei locali di Milano, Via Dante n. 9



- avviamento;
- arredi e merci elencati nel verbale di inventario eretto dal curatore in data 19 febbraio 2024 (**doc. all. 3**);
- i seguenti due rapporti di lavoro subordinato, relativi ai dipendenti ancora in organico del negozio:

COGNOME	NOME	Liv.	Ore Settiman.	Tipo di Contratto	Data Assunzione	Note	Mansione	Retribuzione lorda annua	Costo Azienda (annuo)
		4	30	Indeterminato	6-giu-22	MALATTIA (ricoverato in ospedale)	COMMESSO	17.461,22	25.158,00
		4	40	Indeterminato	14-nov-16	MATERNITA' ANTICIPATA (data presunta parto agosto 2024)	COMMESSA	23.773,40	34.200,48

- le licenze, le certificazioni e le autorizzazioni, relative all'esercizio commerciale di Milano, Via Dante n. 9 (**doc. all. 4**);
- l'utilizzo dell'immobile identificato al NCEU di Milano al foglio 387, mappale 114, subalterno 28, sito in Milano, Via Dante n. 9, ove si svolge l'attività del ramo aziendale, di proprietà di _____, così come individuato nelle planimetrie allegate (**doc. all. 5**) al contratto stipulato con _____ (**doc. all. 6**) avente decorrenza dal 1 settembre 2014, per la durata di nove anni, rinnovabile tacitamente di sei anni in sei anni, salvo disdetta, registrato presso l'Agenzia delle Entrate – Ufficio di Modena, in data 26 settembre 2014 al n. 010242 Serie 3T.
In detto contratto è subentrata _____ a far data dal 22 settembre 2015 (**doc. all. 7**).
A far data dal 1 ottobre 2018, la proprietà dell'immobile è stata trasferita a _____ (**doc. all. 8**).

è subentrata quale conduttore in data 18 gennaio 2021, come risulta dall'accordo modificativo dell'originario contratto di locazione, stipulato tra _____ in data 30 giugno 2022 (doc. all. 9).

Al 30 giugno 2022, il canone annuo è stato aggiornato ad euro 340.182,95 oltre Iva (e dunque pari ad euro 28.348,58, oltre Iva per rata mensile).

In forza dell'accordo modificativo del 30 giugno 2022:

- la nuova scadenza contrattuale è stata fissata al 31 agosto 2030;
- al conduttore è fatto espresso divieto, anche in espressa deroga dell'art. 36 della legge 392/1978, sotto pena di immediata risoluzione del contratto ai sensi dell'art. 1456 c.c., di sublocare in tutto o in parte l'unità immobiliare oggetto del contratto, di cedere il contratto, di dare in comodato, di consentire a chicchessia l'uso o l'occupazione a qualsiasi titolo dell'unità immobiliare stessa, senza autorizzazione del locatore;
- il conduttore deve consegnare al locatore una garanzia bancaria, rilasciata da primario istituto di credito, escutibile incondizionatamente dal locatore a prima richiesta, per un importo pari a sei mensilità (euro 170.091,48), per una durata pari a quella del contratto di locazione;
- il conduttore si è impegnato a porre in essere comportamenti idonei a promuovere criteri di sostenibilità finalizzati a perseguire un uso sostenibile della unità immobiliare, così da poter mantenere il rating "Good" della certificazione BREEAM, tenuto conto



che l'intero edificio è stato certificato nel 2019 secondo il protocollo internazionale BREEAM con il rating "Very Good". Si rinvia per i dettagli alla lettura dell'art. 4 "Certificazioni Breeam e relativi obblighi" dell'accordo modificativo sottoscritto il 30 giugno 2022.

2. Ramo di azienda esercitato nei locali siti in Bolzano, Via dei Portici n. 31:

- avviamento;
- arredi e merci elencati nel verbale di inventario eretto dal curatore in data 26 febbraio 2024 (**doc. all. 10**);
- nessun rapporto di lavoro subordinato, in quanto anche l'ultimo dipendente che prestava attività lavorativa nel negozio ha presentato le proprie dimissioni per giusta causa con decorrenza 29 febbraio 2024;
- le licenze, le certificazioni e le autorizzazioni, relative all'esercizio commerciale di Bolzano, Via dei Portici n. 31: (**doc. all. 11**);
- l'utilizzo dell'immobile identificato al NCEU di Bolzano al p.ed. 279, subalterno 9 sito in Bolzano, Via dei Portici n. 31, ove si svolge l'attività del ramo aziendale, di proprietà dei _____, così come individuato nelle planimetrie allegate (**doc. all. 12**) al contratto avente decorrenza dal 1 giugno 2019 al 31 maggio 2023, per la durata di quattro anni, rinnovabile automaticamente per un uguale periodo in caso di mancata disdetta da comunicarsi da una delle parti tramite lettera raccomandata A.R. o tramite PEC almeno 12 mesi prima della scadenza contrattualmente prevista (**doc. all. 13**). Tale contratto è stato stipulato in data 20 novembre 2019 con la società _____ e registrato presso l'Agenzia delle Entrate – Ufficio di Bressanone-Brunico, in data _____

27 novembre 2019 al n. 003538 Serie 3T. Il canone annuo di locazione è stato fissato in euro 114.928,08, da pagarsi in dodici rate mensili anticipate di euro 9.577,34 ciascuna. Sono a carico del conduttore tutte le spese ed oneri accessori connessi con l'utilizzo dell'immobile locato, tra cui anche le spese condominiali, concordate in misura forfettaria di euro 1.200,00 annui. Il canone di locazione e le spese condominiali a far data dal 31 maggio 2020 sono soggetti ad aumento annuale nella misura del 75% dell'indice ISTAT rilevato per la città di Bolzano.

Ai sensi dell'art. 8) del contratto di locazione, a garanzia delle obbligazioni assunte dal conduttore, è richiesto il versamento di una cauzione del valore di euro 28.732,00.

La proprietà ha confermato che _____ è subentrata in detto contratto, senza stipularne uno nuovo.

La proprietà ha confermato alla curatela, in applicazione dell'art. 27 della Legge 392/1978, la durata del contratto in anni 6 + 6, così che il contratto scadrà il 31 maggio 2025 e sarà automaticamente rinnovato fino al 31 maggio 2031, salvo disdetta da parte della proprietà da comunicare al conduttore a mezzo lettera raccomandata A.R. o via PEC entro il 31 maggio 2024.

3. Ramo di azienda esercitato nei locali siti in Orio al Serio (BG), Centro Commerciale Oriocenter, Via Portico n. 71:

- avviamento;
- arredi e merci elencati nel verbale di inventario eretto dal curatore in data 20 febbraio 2024 (**doc. all. 14**);



- nessun rapporto di lavoro subordinato, in quanto anche gli ultimi due dipendenti che prestavano attività lavorativa nel negozio hanno presentato le proprie dimissioni per giusta causa con decorrenza 4 marzo 2024;
- le licenze, le certificazioni e le autorizzazioni, relative all'esercizio commerciale di Orio al Serio (BG), Centro Commerciale Oriocenter, Via Portico n. 71 (**doc. all. 15**);
- l'utilizzo dell'unità 172b sita all'interno della Galleria Commerciale del Centro Commerciale "Orio Center", censita al NCEU del Comune di Orio al Serio al foglio 3, particella 1416, subalterno 1026, ove si svolge l'attività del ramo aziendale, di proprietà di Commerz Real Investmentgesellschaft Mbh, così come individuato nelle planimetrie allegate (**doc. all. 16**) al contratto stipulato in data 10 marzo 2022 (**doc. all. 17**), avente decorrenza dal 10 marzo 2022 per la durata di sei anni, rinnovabile alla scadenza per un uguale periodo, ex art. 28 legge 392/78, fatte salve le disposizioni di cui alla suddetta legge 392/78 e successive modifiche. Ad oggi, il canone annuo è pari all'8% (oltre Iva) dell'ammontare del giro di affari complessivamente ivi realizzato per singolo anno solare dal conduttore. Il canone annuo minimo garantito è stato stabilito in euro 72.000,00 (oltre Iva), oltre alle spese relative alla gestione del Centro Commerciale.

Ai sensi dell'art. 4) del contratto di locazione, a garanzia delle obbligazioni assunte dal conduttore, è richiesto il versamento di una cauzione del valore di euro 24.000,00= ed un contributo al fondo di dotazione a copertura delle spese del Centro, ai sensi dell'art. 6 del contratto.

Occorre segnalare che:



- l'art. 15 del contratto "*Sospensione o cessazione di attività della Conduttrice*" prevede che, "*nel caso di sospensione o cessazione temporanea dell'attività della Conduttrice per qualunque causa, anche a lei non imputabile, alla Locatrice è espressamente riconosciuto il diritto di ottenere la risoluzione anche anticipata della presente locazione qualora la Conduttrice non provvedesse a riattivare la propria attività entro 15 giorni dalla sua interruzione, salvo diversi accordi scritti da convenirsi tra le parti*". Detta clausola è stata qualificata come essenziale;
- l'art. 17 del contratto "*Subentro*" prevede che "*E' vietato alla Conduttrice di sublocare, anche parzialmente, l'unità immobiliare locatale nonché di affittare o cedere in gestione in tutto o in parte la propria attività, nonché di cedere il presente contratto sotto qualsiasi forma, anche gratuita, senza il preventivo consenso scritto della Locatrice.*" Ed ancora: "*la Conduttrice riconosce alla Locatrice (direttamente e/o per il tramite di società da essa partecipate) il diritto di prelazione sulla cessione e/o l'affitto dell'attività o dell'azienda o di ramo della stessa, da esercitarsi entro 30 giorni dalla comunicazione scritta che dovrà contenere tutti gli estremi del contratto di cessione o affitto.*";
- l'art. 21 del contratto "*Clausola risolutiva espressa*" prevede che "*Resta espressamente convenuto, ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 1456 c.c., che il presente contratto si considererà risolto di diritto, dietro semplice comunicazione alla Conduttrice, a mezzo lettera raccomandata A.R., dell'intenzione della Locatrice di valersi della presente clausola risolutiva nei seguenti casi:*



- *violazione da parte della Condittrice anche di uno soltanto degli obblighi di cui agli articoli 3), 4), 5), 6), 8), 9), 13), 14), 15), 17), 18), 20), 22) del presente contratto cui le parti attribuiscono carattere essenziale;*
- *sottoposizione della Condittrice a liquidazione o ad altra procedura concorsuale (N.B. l'art. 172 comma 6° del CCII statuisce che sono inefficaci le clausole negoziali che fanno dipendere la risoluzione del contratto dall'apertura della liquidazione giudiziale);*
- *perdita da parte della Condittrice, per qualunque motivo incluso il mancato pagamento delle quote, della qualità di Consorziato.*

4) CENNI SUI RISULTATI ECONOMICI CONSEGUITI DALL'AZIENDA NEL SUO COMPLESSO.

Di seguito, si riporta la tabella riassuntiva delle *performances* raggiunte dal Valore della Produzione, dal Risultato Operativo ante ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni (EBITDA) e dal Risultato Operativo della Gestione (EBIT) negli esercizi al 31 gennaio 2020, 2021, 2022 ed al 28 febbraio 2023 dalla intera azienda di pertinenza della società

	31.01.2020	%	31.01.2021	%	31.01.2022	%	28.02.2023	%
Valore della produzione	18.455.149	100,00%	8.900.552	100,00%	15.181.324	100,00%	14.807.104	100,00%
<i>Costi della produzione ante ammortamenti e svalutazioni</i>	17.546.424	95,08%	8.380.643	94,16%	14.317.903	94,31%	25.854.273	170,30%
EBITDA	908.725	4,92%	519.909	5,84%	863.421	5,69%	- 11.047.169	-72,77%
<i>Totale Costi della produzione</i>	18.042.495	97,76%	9.462.196	106,31%	14.948.336	98,47%	26.484.706	174,46%
EBIT	412.654	2,24%	- 561.644	-3,04%	232.988	1,26%	- 11.677.602	-63,28%

La seguente tabella è stata ricavata dai bilanci della società Gaia S.r.l. per gli esercizi chiusi al 31 gennaio 2020 (**doc. all. 18**), al 31 gennaio 2021 (**doc. all. 19**), al 31 gennaio 2022 (**doc. all. 20**) e al 28 febbraio 2023 (**doc. all. 21**), esercizio quest'ultimo della durata di 13 mesi, riclassificati e posti a confronto dallo scrivente, anche in termini percentuali.

Stato patrimoniale attivo	31.01.2020	%	31.01.2021	%	31.01.2022	%	28.02.2023	%
A) Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti	-		-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
B) Immobilizzazioni								
<i>I. Immateriali</i>	6.220.721	52,15%	9.360.825	51,04%	9.012.337	43,29%	8.797.568	42,26%
<i>II. Materiali</i>	709.502	5,95%	1.237.338	6,75%	1.128.212	5,42%	981.978	4,72%
<i>III. Finanziarie</i>	-	0,00%	500	0,00%	500	0,00%	-	0,00%
2) Crediti								
d-bis) verso altri	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	39.120	0,19%
Totale immobilizzazioni	6.930.223	58,10%	10.598.663	57,78%	10.141.049	48,71%	9.779.546	46,97%
C) Attivo circolante								
<i>I. Rimanenze</i>	2.582.017	21,65%	4.164.244	22,70%	5.915.480	28,41%	2.413.031	11,59%
<i>II. Crediti</i>	1.169.302	9,80%	1.129.353	6,16%	3.319.844	15,95%	1.951.005	9,37%
1) Verso clienti								
- entro 12 mesi	1.082.743	9,08%	887.283	4,84%	2.659.056	12,77%	1.481.420	7,12%
- oltre 12 mesi	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
4-bis) Per crediti tributari								
- entro 12 mesi	13.265	0,11%	101.221	0,55%	97.962	0,47%	212.769	1,02%
5-quater) verso altri								
- entro 12 mesi	21.157	0,18%	66.522	0,36%	469.019	2,25%	196.368	0,94%
- oltre 12 mesi	52.137	0,44%	74.327	0,41%	93.807	0,45%	60.448	0,29%
<i>III. Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni</i>								
4) altre partecipazioni							35.500	0,30%
6) altri titoli	210.991	1,77%	210.991	1,77%	210.991	1,77%	191.362	1,60%
<i>IV. Disponibilità liquide</i>								
1) depositi bancari e postali	650.880	5,46%	1.813.958	9,89%	858.597	4,12%	1.044.312	5,02%
3) denaro e valori in cassa	56.636	0,47%	178.448	0,97%	55.259	0,27%	32.526	0,16%
Totale attivo circolante	4.669.826	39,15%	7.496.994	40,87%	10.360.171	49,76%	5.667.736	27,22%
D) Ratei e risconti	327.380	2,74%	246.234	1,34%	317.637	1,53%	-	0,00%
Totale attivo	11.927.429	100,00%	18.341.891	100,00%	20.818.857	100,00%	15.447.282	74,20%

Stato patrimoniale passivo	31.01.2020	%	31.01.2021	%	31.01.2022	%	28.02.2023	%
A) Patrimonio netto								
<i>I. Capitale</i>	2.000.000	16,77%	2.000.000	10,90%	5.000.000	24,02%	5.000.000	24,02%
<i>I. Riserva da sovrapprezzo azioni</i>	2.750.649	23,06%	2.750.649	23,06%	2.350.649	19,71%	2.350.649	19,71%
<i>III. Riserva rivalutazione</i>	-	0,00%	1.568.948	8,55%	-	0,00%	-	0,00%
<i>IV. Riserva legale</i>	-	0,00%	10.255	0,06%	10.255	0,05%	10.255	0,05%
<i>VII. Altre riserve</i>								
Riserva straordinaria o facoltativa			194.853	1,06%		0,00%	124.359	0,68%
Versamenti in conto aumento di capitale	-	0,00%	431.052	2,35%	-	0,00%	-	0,00%
Varie altre riserve	- 1	0,00%	423.449	2,31%	-	0,00%	1	0,00%
<i>VIII. Utili (perdite) portati a nuovo</i>	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
<i>IX. Utile (perdita d'esercizio)</i>	205.109	1,72%	- 618.299	-3,37%	124.439	0,60%	- 11.957.492	-57,44%
Totale patrimonio netto	4.955.757	41,55%	6.760.907	36,86%	7.485.343	35,95%	- 4.472.228	-21,48%
B) Fondi per rischi e oneri	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	591.508	2,84%
C) Trattamento fine rapporto di lavoro subordinato	233.256	1,96%	342.003	1,86%	376.193	1,81%	322.986	1,55%
D) Debiti								
3) Debiti verso soci per finanziamenti								
- entro 12 mesi	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
- oltre 12 mesi	-	0,00%	1.592.810	8,68%	992.810	4,77%	776.185	3,73%
4) Debiti verso banche								
- entro 12 mesi	389.120	3,26%	816.130	4,45%	972.450	4,67%	943.667	4,53%
- oltre 12 mesi	1.721.661	14,43%	4.797.124	26,15%	5.005.769	24,04%	6.246.971	30,01%
5) Debiti verso altri finanziatori								
- entro 12 mesi	- 13.002	-0,11%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
- oltre 12 mesi	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	10.000	0,05%
7) Debiti verso fornitori								
- entro 12 mesi	2.590.876	21,72%	2.839.619	15,48%	4.071.691	19,56%	5.537.872	26,60%
- oltre 12 mesi	1.024.819	8,59%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
12) Debiti tributari								
- entro 12 mesi	344.518	2,89%	569.739	3,11%	1.433.592	6,89%	4.713.729	22,64%
- oltre 12 mesi	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
13) Debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale								
- entro 12 mesi	72.040	0,60%	39.472	0,22%	224.391	1,08%	469.043	2,25%
- oltre 12 mesi	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
14) Altri debiti								
- entro 12 mesi	584.704	4,90%	562.783	3,07%	242.681	1,17%	307.549	1,48%
- oltre 12 mesi	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
Totale debiti	6.714.736	56,30%	11.217.677	61,16%	12.943.384	62,17%	19.005.016	91,29%
E) Ratei e risconti	23.680	0,20%	21.304	0,12%	13.937	0,07%	-	0,00%
Totale passivo	11.927.429	100,00%	18.341.891	100,00%	20.818.857	100,00%	15.447.282	74,20%

Conto economico	31.01.2020	%	31.01.2021	%	31.01.2022	%	28.02.2023	%
A) Valore della produzione								
1) Ricavi delle vendite e delle prestazioni	18.443.801	99,94%	8.640.831	97,08%	15.095.185	99,43%	13.237.200	87,19%
5) Altri ricavi e proventi:								
- vari	11.348	0,06%	243.467	2,74%	86.139	0,57%	1.569.904	10,34%
- contributi in conto esercizio	-	0,00%	16.254	0,18%	-	0,00%	-	0,00%
Totale valore della produzione	18.455.149	100,00%	8.900.552	100,00%	15.181.324	100,00%	14.807.104	97,53%
B) Costi della produzione								
6) Per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	6.425.855	34,82%	3.671.853	41,25%	6.627.740	43,66%	4.381.460	28,86%
7) Per servizi	1.534.864	8,32%	1.346.064	15,12%	2.943.485	19,39%	2.785.507	18,35%
8) Per godimento di beni di terzi	3.220.983	17,45%	1.987.470	22,33%	2.678.146	17,64%	3.414.956	22,49%
9) Per il personale								
a) Salari e stipendi	2.412.349	13,07%	2.168.293	24,36%	2.327.814	15,33%	3.213.757	21,17%
b) Oneri sociali	679.823	3,68%	430.809	4,84%	708.617	4,67%	790.730	5,21%
c) Trattamento di fine rapporto	147.598	0,80%	162.007	1,82%	233.814	1,54%	175.791	1,16%
d) Trattamento di quiescenza e simili	-	-	-	-	-	-	-	0,00%
e) Altri costi	52.483	0,28%	2.620	0,03%	2.950	0,02%	19.632	0,13%
totale costo personale	3.292.253	17,84%	2.763.729	31,05%	3.273.195	21,56%	4.199.910	27,66%
11) Variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	2.927.727	15,86%	-1.582.227	-17,78%	-1.751.236	-11,54%	3.502.449	23,07%
14) Oneri diversi di gestione	144.742	0,78%	193.754	2,18%	546.573	3,60%	7.569.991	49,86%
EBITDA	908.725	4,92%	519.909	5,84%	863.421	5,69%	-11.047.169	-72,77%
10) Ammortamenti e svalutazioni								
a) Ammortamento delle immobilizzazioni immateriali	289.523	1,57%	726.471	8,16%	376.177	2,48%	376.177	2,48%
b) Ammortamento delle immobilizzazioni materiali	206.548	1,12%	355.082	3,99%	254.256	1,67%	254.256	1,67%
c) Altre svalutazioni delle immobilizzazioni	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
d) Svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circolante e delle disponibilità liquide	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
totale ammortamento e svalutazione	496.071	2,69%	1.081.553	12,15%	630.433	4,15%	630.433	4,15%
12) Accantonamento per rischi	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
13) Altri accantonamenti	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
Totale costi della produzione	18.042.495	97,76%	9.462.196	106,31%	14.948.336	98,47%	26.484.706	174,46%
EBIT	412.654	2,24%	-561.644	-6,31%	232.988	1,53%	-11.677.602	-76,92%
C) Proventi e oneri finanziari								
15) Proventi da partecipazioni								
c) da titoli iscritti nell'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni	129	0,00%	142	0,00%	-	0,00%	1.631	0,01%
d) proventi diversi dai precedenti:								
- altri	43	0,00%	1	0,00%	12	0,00%	42.674	0,28%
17) Interessi e altri oneri finanziari:								
- altri	68.045	0,37%	46.119	0,52%	67.215	0,44%	-324.195	-2,14%
17-bis) Utili e Perdite su cambi	-	0,00%	-	0,00%	-21	0,00%	-	0,00%
Totale proventi e oneri finanziari	-67.873	-0,37%	-45.976	-0,52%	-67.224	-0,44%	-279.890	-1,84%
D) Rettifiche di valore di attività finanziarie								
18) rivalutazioni								
c) i titoli iscritti all'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni	11.201	0,06%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
19) Svalutazioni:								

b) di immobilizzazioni finanziarie	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
Totale rettifiche di valore di attività finanziarie	11.201	0,06%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
E) Proventi e oneri straordinari								
Totale delle partite straordinarie	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
Risultato prima delle imposte (A-B±C±D±E)	355.982	1,93%	-607.620	-6,83%	165.764	1,09%	-11.957.492	-78,76%
22) <i>Imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate</i>								
a) Imposte correnti	150.873	0,82%	10.679	0,12%	41.325	0,27%	-	0,00%
totale imposte	150.873	0,82%	10.679	0,12%	41.325	0,27%	-	0,00%
23) Utile (Perdita) dell'esercizio	205.109	1,11%	-618.299	-6,95%	124.439	0,82%	-11.957.492	-78,76%

Brevi commenti sulle voci di bilancio, con particolare riferimento a quelle esposte nei conti economici.

Si osservi quanto segue:

- gli esercizi chiusi al 31 gennaio 2020 ed al 31 gennaio 2022 paiono aver conseguito risultati economici soddisfacenti;
- il risultato negativo dell'esercizio al 31 gennaio 2021 è giustificato dalla significativa contrazione del fatturato conseguito nel periodo delle chiusure dell'attività imposte dalla pandemia Covid 19.

Comunque, l'Ebit negativo di euro 561.644 a fronte di una contrazione del fatturato di quasi 10 milioni di euro, parrebbe un risultato accettabile ed assorbibile dal patrimonio netto di _____, all'epoca rappresentato come ampiamente positivo;

- il bilancio dell'esercizio chiuso al 28 febbraio 2023 fa emergere una enorme perdita, di euro 11.957.492, che azzerava il patrimonio netto, derivante anche dalla emersione di "oneri diversi di gestione" per il rilevante importo di euro 7.569.991.

In esito ad un approfondimento contabile, è emerso che tale voce di bilancio è stata alimentata principalmente con il conto cod. 71030199 "Spese, perdite e sopravvenienze passive" (doc. all. 22) avente un saldo di chiusura al 28 febbraio 2023 di euro 7.053.692,31. Gli importi più rilevanti che confluiscono tra le sopravvenienze passive hanno come descrizione "insussistenza conto transitorio", il che non ha consentito – almeno nell'arco

temporale a disposizione dello scrivente – di chiarire le motivazioni e la datazione della intervenuta insussistenza di tali, non meglio identificati, valori registrati contabilmente su conti transitori attivi, e successivamente azzerati.

Al riguardo, nella Relazione sulla Gestione allegata al bilancio al 28 febbraio 2023, Gaia S.r.l. segnala le gravi responsabilità dell'ex CFO, al quale era stata affidata la direzione della funzione "Amministrazione e Finanza" dal novembre 2020 al marzo 2022.

Tale CFO *"si occupava di coordinare la contabilità aziendale, di produrre la reportistica per il controllo di gestione, per l'andamento economico e finanziario e per il controllo dei flussi di cassa."* Il CFO *"su base settimanale interagiva regolarmente sia con i soci di Gaia che con il management del gruppo Aldo. A marzo 2022 nel corso di una riunione, per la definizione del bilancio al 31 gennaio 2022 in presenza dello studio di commercialisti esterni e dei soci di Gaia"* il CFO *"sollecitato a fornire alcuni chiarimenti sulla bozza dello stesso, così come generato dal sistema gestionale, si alzò e scappò letteralmente dall'azienda senza mai più farsi vedere. Dal momento che la società aveva urgenza di presentare il bilancio sia al gruppo Aldo che a terze parti furono prese le risultanze dallo stesso predisposte ed elaborato il bilancio di esercizio. Nel frattempo, anche su sollecitazione di alcuni fornitori, vennero alla luce situazioni di morosità da parte di Gaia (soprattutto nei confronti delle proprietà dei negozi per affitti non pagati) di cui"* il CFO *"non aveva parlato. Anzi dall'esame delle schede fornitori tali situazioni apparivano del tutto regolari. Iniziò allora un'attività di indagine sull'operato"* del CFO *"per capire quanto grave fosse la situazione. I soci di Gaia diedero subito incarico ad una società di revisione esterna, autorizzata CONSOB, affinché svolgesse un approfondito lavoro di analisi sulla regolarità delle scritture contabili. Ne emerse che, nel periodo di gestione"* del CFO, *"la contabilità non era stata tenuta secondo i normali criteri e che tutti i numeri che"*



il CFO “aveva esposto ai soci di Gaia, ed al management del gruppo Aldo, erano decisamente lontani dalla realtà. Gaia intraprese immediatamente un’azione legale nei confronti” del CFO ...

Considerate le evidenze emerse dall’esame della contabilità, nonché le dichiarazioni della stessa società, lo scrivente non può avvalersi dei dati contabili per poter apprezzare le reali performances economiche conseguite in passato dall’azienda di Gaia.

Inoltre, l’esame del piano dei conti e delle schede contabili degli esercizi dal 31 gennaio 2020 alla data di apertura della liquidazione giudiziale non consente di distinguere i costi relativi ai singoli punti vendita.

Anche i registri IVA dei corrispettivi, che necessariamente devono distinguere gli incassi per singolo punto vendita, risultano aggiornati solo fino al mese di ottobre 2023, ragione per la quale anche i ricavi conseguiti dai singoli negozi sono quantificabili in modo parziale.

Per poter rispondere al quesito, il sottoscritto ha ritenuto di utilizzare alcuni prospetti extracontabili forniti dalla società (che saranno elencati qui di seguito) i cui valori sono stati ritenuti condivisibili, una volta confrontati con i supporti documentali reperiti (principalmente i contratti di locazione e il costo dei dipendenti).



5) LA DOCUMENTAZIONE DI RIFERIMENTO.

Al fine di acquisire la documentazione e le informazioni necessarie alla stima del valore di rami di azienda oggetto di indagine, lo scrivente ha raccolto ed esaminato i seguenti documenti:

- fascicolo di bilancio esercizio al 31 gennaio 2020, completo degli allegati, di
- fascicolo di bilancio esercizio al 31 gennaio 2021, completo degli allegati, di
- fascicolo di bilancio esercizio al 31 gennaio 2022, completo degli allegati, di
- fascicolo di bilancio esercizio al 28 febbraio 2023, completo degli allegati, di
- bilancio di verifica contabile riferito alla data del 31 gennaio 2020, di
- bilancio di verifica contabile riferito alla data del 31 gennaio 2021, di
- bilancio di verifica contabile riferito alla data del 31 gennaio 2022, di
- bilancio di verifica contabile riferito alla data del 28 febbraio 2023, di
- bilancio di verifica contabile riferito alla data del 16 febbraio 2024, di
- schede contabili 2020, 2021, 2022, 2023 e 2024 di
- registri Iva corrispettivi anni 2023 e 2024;
- elenco lavoratori dipendenti attualmente in forza;
- verbali di inventario della liquidazione giudiziale di



- contratti di locazione commerciale relativi ai negozi di Milano, Via Dante n. 9, di Bolzano, Via dei Portici n. 31 e di Orio al Serio, Via Portico 71;
- elaborato extracontabile Conto Economico 2023 suddiviso per negozi;
- prospetti extracontabili “Profit & Loss” anni dal 2013 al 2019, relativi ai negozi di Milano, Via Dante n. 9, di Bolzano, Via dei Portici n. 31 e di Orio al Serio, Via Portico 71;
- prospetti extracontabili per gli anni 2024 – 2029 relativi ai negozi di Milano, Via Dante n. 9, di Bolzano, Via dei Portici n. 31 e di Orio al Serio, Via Portico 71, sviluppati da () sull’ipotesi di un contratto di fornitura con () della durata di 6 anni;
- prospetto extracontabile di determinazione del valore di realizzo dei contratti di locazione relativi ai negozi di Milano, Via Dante n. 9, di Bolzano, Via dei Portici n. 31 e di Orio al Serio, Via Portico 71, elaborati da tal START S.r.l. di Paolo Soresini, messo a disposizione da ()
- relazione sulla storia della società e sui motivi della crisi resa da ()



6) I CRITERI DI VALUTAZIONE.

Al fine di procedere alla valutazione del capitale economico di rami di azienda di _____ vengono di seguito sommariamente descritti i principali metodi di valutazione del capitale economico sviluppati dalla dottrina ed utilizzati nella pratica.

6.1) *I metodi patrimoniali*

I metodi patrimoniali si fondano sul principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale.

Essi determinano il valore dell'azienda sulla base del capitale netto di bilancio alla data della stima, rettificato per tener conto delle eventuali plusvalenze e/o minusvalenze scaturenti dalla differenza tra il valore di libro e la reale consistenza (valore di mercato) degli elementi attivi e passivi.

I c.d. metodi patrimoniali complessi considerano anche i beni non materiali che, anche se non sono contabilizzati, sono forieri di utilità futura.

Sono metodi affidabili dal punto di vista delle garanzie di cautela e oggettività e discretamente utilizzati nella prassi professionale.

6.2) *I metodi reddituali.*

I metodi reddituali esprimono il valore dell'azienda in funzione delle sole prospettive di reddito, prescindendo dalle condizioni qualitative e quantitative che costituiscono il patrimonio aziendale.

Il valore dell'azienda (W) è funzione del reddito atteso (R)

$$W = f (R)$$

L'applicazione della formula sopra esposta esige una analisi delle seguenti problematiche:



- la misura del reddito da utilizzare, ovvero se fare riferimento a valori storici, a proiezioni di dati storici o ai risultati prospettici espressi in piani aziendali. Oltre a ciò è necessario individuare quali elementi includere o escludere dal reddito, perché non riferibili alla gestione caratteristica o non ripetibili negli anni futuri;
- il numero di anni per i quali considerare conseguibile il reddito, ovvero se fare riferimento ad un periodo limitato o illimitato;
- la determinazione del tasso di capitalizzazione, che deve esprimere sia il rendimento specifico dell'azienda in esame, sia il premio per il rischio. Tale tasso viene normalmente desunto da dati reperibili sul mercato o viene costruito mediante una serie di parametri (*risk free rate* + rendimento normale del settore + premio per il rischio specifico).

Anche i metodi reddituali sono discretamente utilizzati nella prassi professionale, in quanto fondano la stima del valore sulle aspettative economiche dell'azienda.

6.3) I metodi finanziari.

I metodi finanziari si ispirano al concetto che il valore dell'azienda sia funzione dei flussi di cassa che la stessa genererà in futuro.

Particolare rilevanza riveste il metodo dei flussi di cassa scontati (DFC).

Quest'ultimo viene sviluppato creando un modello finanziario che consente di calcolare i flussi di cassa operativi (FCO *Free Cash Flow*) nonché il valore residuale dell'azienda al termine del periodo considerato, per poi attualizzarli, mediante un opportuno tasso di sconto, all'inizio dell'arco temporale di riferimento.



In generale, i metodi finanziari sono scarsamente utilizzati, presentando un alto grado di arbitrarietà e, conseguentemente, ridotta attendibilità degli esiti valutativi.

6.4) Altri metodi reddituali di tipo sintetico: il metodo dei coefficienti moltiplicatori.

Nella pratica professionale delle valutazioni del capitale economico di un'azienda si è andato affermando, sulla scorta di metodologie applicate nelle realtà anglosassoni e nelle *Investment Banks*, l'uso del moltiplicatore *Firm Value/Ebit*.

Per *Firm Value* (o *Asset Value*) si intende il valore economico dell'attivo che, per le società quotate, è espresso dalla somma tra la capitalizzazione di borsa ed il valore dell'indebitamento finanziario netto. Con tale tecnica di valutazione si perviene quindi ad un valore della società indipendente dalla struttura finanziaria al momento della compravendita.

Per *Ebit* (*Earning before Interest and taxes*) si intende sostanzialmente il risultato operativo della società.

Il *Firm Value* si ottiene applicando al suo *Ebit* il moltiplicatore già calcolato per le società di riferimento. Quindi, per determinare il valore del capitale economico occorrerà detrarre da tale grandezza l'indebitamento finanziario oneroso netto della società oggetto di valutazione.

In simboli, una volta individuato e calcolato il moltiplicatore, avremo:

$$M = FV / Ebit$$

e, conseguentemente, il valore del capitale economico della società potrà essere così determinato:

$$W = (M \times Ebit) - \text{Indebitamento finanziario netto}$$

Il metodo dei moltiplicatori, in sostanza, si fonda sull'osservazione di relazioni, valide pro-tempore in uno specifico settore e nell'ambito di gruppi omogenei di imprese, tra prezzi negoziati ed alcune grandezze contabili; tali relazioni si considerano trasferibili ad imprese non negoziate delle quali si vuole stabilire il valore.

6.5) I metodi misti.

I metodi misti hanno il pregio di considerare contemporaneamente aspetti patrimoniali e reddituali, in modo da conciliare la maggior obiettività dei metodi patrimoniali con la considerazione delle aspettative di reddito dell'azienda.

I metodi misti vengono espressi in due distinte formulazioni:

- A. *metodo del valore medio*: il valore dell'azienda è la media (aritmetica o ponderata) tra il patrimonio netto rettificato e la valutazione ottenuta sulla base della redditività futura;
- B. *metodo della stima autonoma dell'avviamento*: il valore dell'azienda è dato dalla somma del valore patrimoniale corrente e del valore dell'avviamento (*goodwill* o *badwill*), che è stimato autonomamente, attualizzando il “*sovrareddito*”.

In base a quest'ultima formulazione, che nella prassi professionale trova ampia applicazione, si dovrà aggiungere al patrimonio netto rettificato il valore attuale del cosiddetto “*sovrareddito*”, inteso come differenza tra la redditività effettiva dell'azienda e quella assunta come media del settore, giudicata sufficiente rispetto al tipo di investimento.

In sintesi, il valore dell'azienda è così determinato:



$$W = K + G$$

Dove:

W = valore dell'azienda

K = capitale netto rettificato

G = *goodwill* (*badwill*) o avviamento

Secondo una definizione largamente diffusa, il *goodwill* viene identificato nel sovrareddito che l'impresa è in grado di generare, vale a dire la capacità di realizzare risultati economici di entità tali da offrire un saggio di remunerazione sul capitale investito (capitale netto rettificato) superiore a quello mediamente richiesto dal mercato per investimenti nel medesimo settore di attività ed equivalenti per grado di rischio.

La formula per il calcolo del *goodwill* è la seguente:

$$G = (R - Ki) a \overline{n} | i'$$

dove:

G = goodwill

R = reddito medio prospettico

K = patrimonio netto rettificato

i = tasso di interesse o di rendimento medio atteso

n = numero di anni dell'intervallo temporale considerato

i' = tasso di attualizzazione del sovrareddito

Se la differenza $(R - Ki)$ assume valori negativi si avrà luogo ad un avviamento negativo o *badwill*.

6.6) I metodi misti applicati alle aziende "in perdita".

Nel caso di specie due momenti appaiono di grande rilievo: l'analisi delle perdite maturate negli esercizi passati e l'esame dei criteri di proiezione futura dei risultati economici.

I caratteri essenziali delle perdite storicamente subite possono essere individuati nell'*andamento storico* delle stesse, nella loro *intensità* e nella loro *struttura*.

Lo studio dell'andamento storico è utile per accertare – ove possibile – il *trend* dei risultati economici conseguiti dall'azienda. Per citare un esempio ovvio, se negli ultimi esercizi le perdite sono continuamente crescenti ed evidenziano una chiara tendenza al peggioramento, è evidente che le aspettative per il futuro paiono infauste.

Il livello di intensità delle perdite è un forte indizio circa la possibilità che l'azienda possa in concreto essere recuperata alla redditività. “*Livelli di perdita dell'1 – 2 % sono giudicati lievi nella maggioranza delle imprese; del 2 – 5% sono giudicati pesanti; dal 5 al 10% gravi; oltre il 10%*

gravissimi. Salvo casi eccezionali, le possibilità di recupero sono scarse nei casi gravi e remote nei casi gravissimi” (Luigi Guatri: Trattato sulla valutazione delle aziende – Egea, pag. 306).

Per quanto riguarda la struttura della perdita, il primo esame deve accertare se la perdita giunge ad intaccare anche l'EBITDA (utile ante interessi, imposte, componenti straordinari, svalutazioni, ammortamenti, accantonamenti a fondi rischi), situazione che, se irreversibile, renderebbe opportuna l'interruzione delle attività.

Altro aspetto rilevante è l'accertamento delle cause delle perdite, o fattori di perdita, che possono essere distinti in fattori generali, di settore e specifici aziendali.

I fattori generali si connettono a fenomeni macroeconomici, sociali e demografici interessanti un Paese o più vaste Comunità.

I fattori settoriali si collegano al comportamento della domanda e dell'offerta nello specifico settore nel quale opera l'azienda oggetto di valutazione.

I fattori specifici a livello aziendale possono essere:

- fattori connessi alle strutture finanziarie e patrimoniali (carenza di mezzi propri ed eccessivo ricorso all'indebitamento oneroso);
- fattori tecnici (scarsa efficienza degli impianti, bassa produttività del personale, inadeguatezza della loro dimensione e numero rispetto alle esigenze produttive dell'azienda);
- fattori di marketing (scarso grado di soddisfazione della clientela e conseguente bassa fedeltà all'azienda, bassa efficienza dell'organizzazione di vendita, prezzi non in linea con i livelli di mercato);



➤ fattori manageriali (inefficienza del management a livello generalizzato aziendale o relativamente a funzioni critiche).

Circa l'esame dei risultati attesi per il futuro da assumere al fine della valutazione della azienda, è necessario fare riferimento a documenti esprimanti le attese reddituali: Piani pluriennali e Budgets.

I Piani Pluriennali indicano le soluzioni da percorrere, i provvedimenti da assumere ed i risultati conseguenti al verificarsi di una serie di ipotesi e convenzioni, ovviamente poste in termini possibili, e – in linea teorica - di ragionevole attendibilità.

Purtroppo, è frequente che, proprio nelle aziende connotate da negativo andamento economico passato, i programmi debbano stabilire obiettivi di recupero della redditività non di rado difficili da realizzare e di dubbia credibilità.

Da quanto precede, si può dedurre che i Budgets aziendali, specie nelle versioni rivedute ed aggiornate nel corso dell'esercizio al quale si riferiscono, sono documenti maggiormente attendibili ai fini della previsione dei risultati attesi più probabili; mentre raramente tali caratteristiche sono riconoscibili ai Piani Pluriennali. Pertanto, questi ultimi non possono, nella stragrande maggioranza delle aziende in perdita, essere acriticamente utilizzati ai fini dell'apprezzamento dei risultati economici attesi.



7) IL METODO PRESCELTO.

Per la scelta del metodo di valutazione da adottare nel caso in esame, è necessario individuare le caratteristiche ed i parametri maggiormente significativi per esprimere, con approssimazione quanto più precisa possibile, l'effettivo valore dei rami di azienda.

Il metodo prescelto per la determinazione del capitale economico dei tre rami di azienda di interesse di _____ in liquidazione giudiziale è quello misto patrimoniale reddituale con stima autonoma del goodwill, seppur da applicare con modalità semplificate rispetto alla metodologia sopra descritta, per le motivazioni che saranno esposte nel prosieguo della presente relazione.

La ragione di tale scelta deriva dalla convinzione dello scrivente che, nel caso di specie, sia necessario procedere all'apprezzamento della componente patrimoniale (seppur rappresentata – come vedremo - da un *asset* immateriale) e, nel contempo, sia imprescindibile tenere conto dei flussi di reddito negativi che i tre rami di azienda hanno generato nel recente passato e che condizioneranno, almeno per l'esercizio in corso, i flussi di reddito futuri.

8) LA DETERMINAZIONE DEL CAPITALE NETTO RETTIFICATO.

Le attività materiali dei tre rami di azienda oggetto di valutazione sono riconducibili alle attrezzature, mobili ed arredi, macchine ufficio e merce a magazzino inventariati dalla procedura di liquidazione giudiziale di _____. La ricognizione di detti beni è stata effettuata dal curatore, dott. Lorenzo Buraggi, in presenza del legale rappresentante della società in liquidazione giudiziale, Sig. _____, nonché del sottoscritto, limitatamente all'inventario dei beni rinvenuti in Milano, Via Dante n. 9. I tre elenchi dettagliati di tali beni, sono stati allegati alla presente relazione (**doc. all. 3, all. 10 e all. 14**).



- l'ubicazione della proprietà. Nelle zone altamente ambite, con domanda elevata ed offerta limitata, chi ha la disponibilità dell'immobile dispone di un elevato potere contrattuale e può richiedere una somma significativa a titolo di *Key Money*;
- la tipologia della proprietà. Nel caso di immobili commerciali, le aziende interessate ad assicurarsi una posizione privilegiata in zone ad elevato passaggio pedonale possono essere disposte a sopportare esborsi significativi per ottenere la disponibilità di negozi con vetrine particolarmente visibili;
- la durata della locazione. Anche la durata del contratto di locazione svolge un ruolo significativo nella determinazione dell'importo del "*Key Money*". Locazioni di durata più lunga sono correlate a quantificazioni di danaro chiave più elevate. Anche opzioni vincolanti per il rinnovo o clausole che consentano adeguamenti del canone di locazione, possono incidere sulla determinazione dell'importo del "*Key Money*".

Nel caso in esame, tutti e tre i contratti di locazione hanno ad oggetto immobili a destinazione commerciale in zone altamente privilegiate (se non uniche) quanto passaggio pedonale ed a visibilità.

Gli altri termini contrattuali rilevanti ai fini della determinazione del *Key Money* sono riassunti nella seguente tabella.

	Milano, Via Dante n. 9	Bolzano, Via dei Portici n. 31	Centro Comm.le Oriocenter
Scadenza contratto	31 agosto 2030	31 maggio 2031 (in assenza di disdetta da comunicare entro il 31 maggio 2024)	10 marzo 2028 (rinnovabile per ulteriori 6 anni)
Durata residua contratto	6 anni e 5 mesi	7 anni e un mese	3 anni e 11 mesi (rinnovabile per ulteriori 6 anni)
Canone annuale	Euro 340.182,95	Euro 128.553,33 (compreso aggiornamento ISTAT)	Pari all'8% del giro di affari annuo. Minimo euro 72.000,00
Mq. dei locali	250	122	114

Assunte sommarie informazioni nel mercato del retail milanese e lombardo, lo scrivente ha ritenuto di calcolare il *Key Money* attribuibile ai suddetti contratti di locazione, nella misura:

- del 25% del canone annuo per il numero di anni di durata residua del contratto, dedotti i costi di riallestimento quantificati in euro 500 per mq, per il negozio di Milano, Via Dante n. 9;
- del 20% del canone annuo per il numero di anni di durata residua del contratto, dedotti i costi di riallestimento quantificati in euro 500 per mq, per il negozio di Bolzano, Via dei Portici n. 31;
- del 25% del canone annuo per il numero di anni di durata residua del contratto, dedotti i costi di riallestimento quantificati in euro 200 per mq, per il negozio sito all'interno del Centro Commerciale Oriocenter;

<i>Key Money</i> Milano, Via Dante n. 9	$(\text{euro } 340.182,95 * 25\% * 6) - (\text{euro } 500 * \text{mq. } 250) = \text{euro } 385.274,42$
<i>Key Money</i> Bolzano, Via dei Portici n. 31	$(\text{euro } 128.553,33 * 20\% * 7) - (\text{euro } 500 * \text{mq. } 122) = \text{euro } 118.974,66$
<i>Key Money</i> Orio al Serio, Centro Comm.le Oriocenter	$(\text{euro } 72.000 * 25\% * 3) - (\text{euro } 200 * \text{mq. } 114) = \text{euro } 33.450$

In assenza di passività da trasferire, il capitale netto rettificato dei rami di azienda di pertinenza della liquidazione giudiziale di è identificabile con il *Key Money* attribuibile ai tre contratti di locazione commerciale dei punti vendita compresi nel perimetro dei rispettivi rami di azienda.

Lo scrivente segnala che la stima dei *Key Money* sopra descritta è giunta a risultati che non si discostano in modo significativo dai valori esposti nel prospetto extracontabile di determinazione del valore di realizzo dei contratti di locazione relativi ai negozi di Milano, Via Dante n. 9, di Bolzano, Via dei Portici n. 31 e di Orio al Serio, Via Portico 71, elaborati da tal (doc. all. 23), messo a disposizione da S.r.l. stimati rispettivamente in euro 400.000,00, euro 150.000,00 ed euro 50.000.

9) LA DETERMINAZIONE DELLA VALENZA ECONOMICA.

L'indicatore della redditività aziendale prescelto dallo scrivente ai fini dell'apprezzamento del *goodwil (o badwill)* è l'EBITDA (risultato operativo ante ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni) determinato nel caso di specie deducendo dal fatturato i costi variabili (acquisti di merci destinate alla rivendita), i costi fissi specifici (costo dei lavoratori impiegati nel negozio, canoni di locazione ed oneri condominiali, utenze, spese bancarie specifiche, assicurazioni specifiche, altri costi specifici), nonché una quota dei costi per servizi generali (stimata nel 8,32% del fatturato, avvalendosi della percentuale risultante dalla riclassificazione dei dati del conto economico chiuso al 31 gennaio 2020, ultimo esercizio ante pandemia ed ante crisi aziendale).

Per stimare l'EBITDA specifico dei negozi in esame conseguito nel 2023 sono stati utilizzati i dati emergenti:

- dai registri Iva corrispettivi anni 2023 relativi ai negozi di Milano, Via Dante n. 9, di Bolzano, Via dei Portici n. 31 e di Orio al Serio, Via Portico 71;
- elenco lavoratori dipendenti in forza nei rispettivi negozi con indicazione della retribuzione lorda annua e del costo azienda annuo;



- contratti di locazione commerciale relativi ai negozi di Milano, Via Dante n. 9, di Bolzano, Via dei Portici n. 31 e di Orio al Serio, Via Portico 71;
- elaborato extracontabile Conto Economico 2023 suddiviso per negozi (**doc. all 24**), prodotto da Gaia S.r.l.;
- prospetti extracontabili “Profit & Loss” anni dal 2019 al 2023, relativi ai negozi di Milano, Via Dante n. 9 (**doc. all. 25**), di Bolzano, Via dei Portici n. 31 (**doc. all. 26**) e di Orio al Serio, Via Portico 71 (**doc. all. 27**).

Di seguito il sottoscritto propone la tabella di sintesi dei dati economici più significativi.

	Milano, Via Dante n. 9	Bolzano, Via dei Portici n. 31	Centro Comm.le Oriocenter
Fatturato netto Iva 2023 (dati ricavati dai prospetti contabili “profit & loss”, dopo averne verificato la compatibilità con i registri Iva dei corrispettivi)	860.654	303.781	282.545
Costo della produzione per acquisto merci (incidenza 45% sul fatturato)	387.294	136.701	127.145
Primo Margine di Contribuzione	473.360	167.080	155.400
Costi fissi specifici			
Costo del lavoro	238.000	96.000	102.000
Consulenti	1.500	-	-
Locazioni/spese condominiali	390.000	118.510	86.540
Utenze (luce/telefono)	13.554	15.154	9.769
Assicurazioni	1.500	1.624	1.624
Spese bancarie/POS	7.557	4.415	5.482

Altri costi (SIAE/Logistica/Software)	23.782	14.711	10.887
Totale costi fissi specifici	675.893	250.414	216.302
Secondo Margine di Contribuzione	-202.533	-83.334	-60.902
Quota costi per servizi generali (8,32% del fatturato)	71.606	25.275	23.508
EBITDA	-274.139	-108.609	- 84.410

Come già riferito, la contabilità di Gaia S.r.l. (per sua stessa ammissione) ha un grado di attendibilità insufficiente per estrapolare dati idonei alla valutazione della redditività dei negozi in esame. Inoltre, gli unici dati specifici riferibili ai negozi sono i corrispettivi Iva, aggiornati fino al mese di ottobre 2023.

La tabella di sintesi dei corrispettivi estratti dai registri evidenzia i dati sotto riportati.

2023	MILANO	BOLZANO	ORIO CENTER
GENNAIO	96.500,09	33.185,68	46.758,92
FEBBRAIO	77.316,67	24.760,43	23.763,41
MARZO	79.570,61	31.207,64	17.083,10
APRILE	96.241,20	33.570,43	28.130,94
MAGGIO	91.090,77	31.536,34	27.005,47
GIUGNO	85.939,88	35.613,44	23.591,47
LUGLIO	98.942,11	34.784,77	44.507,65
AGOSTO	63.105,22	26.406,60	24.520,57
SETTEMBRE	40.348,82	17.428,24	8.986,61
OTTOBRE	- 8.457,82	-2.109,00	-775,23
NOVEMBRE	-	-	-
DICEMBRE	-	-	-
	720.597,55	266.384,57	243.572,91

L'importo complessivo 2023 del valore di corrispettivi (tenuto conto della mancata evidenziazione degli incassi per i mesi di novembre e dicembre 2023) appare compatibile con i valori utilizzati per il calcolo del risultato di gestione dei negozi.

La struttura di costo dell'azienda risulta caratterizzata da un margine di contribuzione pari a circa il 45% del fatturato in base agli accordi commerciali vigenti con BATA. Detta percentuale è legata ad un rapporto contrattuale ormai risolto e pertanto è poco significativa per i potenziali interessati a partecipare alla procedura competitiva per l'aggiudicazione dei rami di azienda, che avranno l'onere di riconsiderare tale variabile alla luce delle loro rispettive strutture di costo.

Il costo del lavoro è stato quantificato in base alla base occupazionale esistente nel 2023. Ad oggi appare rilevante ricordare che i dipendenti ancora in forza nel ramo di azienda di Milano sono solo due, mentre nessun lavoratore è oggi in forza ai rami di azienda di Bolzano ed Orio al Serio.

I costi per canoni di locazione risultano compatibili con le previsioni contrattuali oggi vigenti.

Tutti gli altri costi specifici (per utenze, assicurazioni, oneri bancari ed altri) non sono stati verificati, stante l'indisponibilità – allo stato - dei documenti di supporto.

Premesso quanto sopra, a parere dello scrivente, il dato oggettivamente rilevante ai fini della valutazione dei rami di azienda in esame è il *Key Money* attribuibile ai contratti di locazione. Tutti gli altri dati (fatturato, margine di contribuzione, costo del lavoro ed altri costi specifici) saranno dipendenti dalle strutture di costo e dalla organizzazione commerciale dell'aggiudicatario.

Per tale motivo, l'impatto della perdita di gestione dei tre rami di azienda in esame, può essere limitato ad un solo esercizio, astenendosi dal quantificare il *badwill* con stima dell'Ebitda medio prospettivo ed utilizzo della formula:

$$B = (R - Ki) a \overline{n} | i'$$

dove:

B = Badwill

R = Ebitda medio prospettivo

K = capitale netto rettificato

i = tasso di interesse o di rendimento medio atteso nel settore

i' = tasso di attualizzazione del sovrareddito (normalmente pari al rendimento dei BTP a cinque anni)

n = 5 anni

§ § §

10) LA DETERMINAZIONE DEL VALORE DI STIMA DEI RAMI DI AZIENDA.

Il valore di stima dei rami di azienda della Liquidazione Giudiziale di siti in Milano, Via Dante n. 9, Bolzano, Via dei Portici n. 31 e Orio al Serio (BG) Via Portico n. 71, presso il Centro Commerciale Oriocenter, determinato alla data del 26 marzo 2024, in ipotesi di continuazione nel luogo ove attualmente si trovano, è così quantificato:

$$W = K + P$$

dove:

K = capitale netto rettificato

P = EBITDA 2023 specifico del ramo di azienda

	Milano, Via Dante n. 9	Bolzano, Via dei Portici n. 31	Centro Comm.le Oriocenter
K = capitale netto rettificato	385.274,42	118.974,66	33.450,00
P = EBITDA 2023	- 274.139,00	-108.609,00	-84.410,00
W = valore di stima al 26.03.2024	111.135,42	10.365,66	- 50.960,00

11) LE CONCLUSIONI.

A conclusione di quanto esposto, in base al metodo misto patrimoniale con stima autonoma del *badwill* (semplificato), il valore del capitale economico dei rami di azienda della liquidazione giudiziale di . sono stati determinati in:

- euro 111.135,42, arrotondato ad **euro 111.000** il ramo di azienda esercitato in Milano, Via Dante n. 9;
- euro 10.365,66, arrotondato ad **euro 10.000** il ramo di azienda esercitato in Bolzano, Via dei Portici n. 31;
- euro zero il ramo di azienda esercitato in Orio al Serio (BG) via Portico n. 71, all'interno del Centro Commerciale Oriocenter, atteso che il valore in ipotesi di continuità risulta negativo e, pertanto, in assenza di soggetti interessati appare opportuno abbandonarlo.

Questi valori possono ragionevolmente esprimere – a parere di chi scrive – la valenza economica di pronto realizzo alla data odierna dei rami di azienda della liquidazione giudiziale di

o o o

Nel rassegnare tali risultati, il sottoscritto ritiene di aver svolto in piena coscienza professionale l'incarico conferitogli e ringrazia l'Ill.mo Sig. Giudice Delegato e la curatela per la fiducia accordatagli.

Milano, 4 aprile 2024

Dott. Francesco Paolo Pati



