



**TRIBUNALE ORDINARIO DI ROVIGO**

\*\*\*

**Relazione del consulente contabile  
della procedura di liquidazione giudiziale n. 29/2023**

(sentenza del Tribunale di Rovigo n. 40/2023 R. Sent.,  
emessa in data 19/09/2023 e pubblicata in data 26/09/2023)

\*\*\*

**Oggetto: Valutazione ramo d'azienda**

\*\*\*

**Giudice Delegato:** dott.ssa Benedetta Barbera  
**Curatore:** avv. Tommaso Sartori  
**Consulente contabile della procedura:** dott. Giovanni Tibaldo

Il sottoscritto Giovanni Tibaldo, dottore commercialista, con studio in Rovigo, via All'Ara, 15,

premette

che è stato nominato consulente contabile della procedura di liquidazione giudiziale della società "SARTORIA MONTAGNANA 1948 S.r.l." con sede a Sienta (RO), Via Eridania n. 1063 (cap 45039), codice fiscale e partita iva: 01431090297 dichiarata aperta dal Tribunale di Rovigo con sentenza emessa in data 19 settembre 2023 e depositata in cancelleria in data 26 settembre 2023. Con la medesima sentenza sono stati nominati Giudice Delegato la dr.ssa Benedetta Barbera e Curatore l'avv. Tommaso Sartori.

L'avv. Tommaso Sartori, in veste di Curatore della procedura, ha richiesto allo scrivente (su conforme autorizzazione del giudice delegato):

- a. *"di provvedere alla stima del valore del ramo d'azienda ... appreso all'attivo della Liquidazione Giudiziale, in funzione della procedura competitiva di vendita che verrà bandita";*
- b. *se "sulla base delle informazioni disponibili ed in particolare sulla base dei risultati economici relativi agli esercizi 2018, 2019, 2020 e 2021, ha ritenuto "conveniente per la procedura l'adesione allo schema negoziale proposto" da Nuova Sartoria S.r.l."*

Tutto ciò premesso, lo Scrivente, esaminati gli atti e i documenti del procedimento,

**d e p o s i t a**

la presente

## **RELAZIONE**

Al fine di illustrare compiutamente gli elementi richiesti dal quesito posto, lo scrivente ritiene opportuno soffermarsi sui seguenti capitoli e paragrafi:

<b>1. PREMESSA .....</b>	<b>3</b>
1.1. OGGETTO E FINALITÀ DELL’INCARICO .....	3
1.2. DATA DI RIFERIMENTO.....	4
<b>2. SVOLGIMENTO DELL’INCARICO.....</b>	<b>4</b>
2.1. RIEPILOGO DEI SIGNIFICATIVI FATTI OCCORSI DESUMIBILI DALLA DOCUMENTAZIONE ALLEGATA .....	4
2.2. DEFINIZIONE DELL’AMBITO DEL QUESITO FORMULATO .....	6
<b>3. I BENI OGGETTO DI STIMA .....</b>	<b>6</b>
3.1. IL PERIMETRO AZIENDALE.....	6
3.2 DISAMINA DELLE INDAGINI ESPERITE.....	7
3.3 SVOLGIMENTO DELLE ATTIVITÀ PERITALI.....	7
<b>4. I METODI DI VALUTAZIONE E LA LORO SCELTA .....</b>	<b>7</b>
4.1. PREMESSA.....	7
4.2. BREVE DISAMINA DEI METODI VALUTATIVI DI AZIENDE E QUOTE SOCIALI.....	7
4.2.1. <i>Il metodo patrimoniale semplice</i> .....	7
4.2.2. <i>I metodi reddituali</i> .....	8
4.2.3. <i>I metodi misti</i> .....	8
4.2.4. <i>Il metodo EVA</i> .....	10
4.2.5. <i>I metodi finanziari</i> .....	11
4.2.6. <i>Il metodo dell’analisi delle società comparabili</i> .....	11
4.3. LA SCELTA DEI METODI DI VALUTAZIONE .....	12
<b>5. LA VALUTAZIONE DEI BENI .....</b>	<b>13</b>
5.1. LA VALUTAZIONE DEL RAMO D’AZIENDA.....	13
5.1.1. <i>I flussi finanziari</i> .....	15
5.1.2. <i>Il tasso di sconto</i> .....	16
5.1.3. <i>L’applicazione del metodo</i> .....	17
<b>6.0 CONCLUSIONI.....</b>	<b>19</b>

\*\*\*

## **1. PREMESSA**

### **1.1. Oggetto e finalità dell’incarico**

L’incarico ha per scopo la valutazione del ramo d’azienda (di seguito anche il “*Ramo d’Azienda*”) appreso all’attivo della Liquidazione Giudiziale della società “SARTORIA MONTAGNANA 1948 S.r.l.” (di seguito anche “*Sartoria Montagnana 1948*”) e oggetto del contratto di affitto di ramo di azienda stipulato in data 14 luglio 2021 tra Sartoria Montagnana 1948 e la società “NUOVA SARTORIA SRL” (di seguito anche “*Nuova Sartoria*”) e con decorrenza dal giorno 1 agosto 2021. Come desumibile dal contratto di affitto e dalle risultanze contabili, il Ramo d’Azienda ha ad oggetto l’attività di confezionamento di capi di abbigliamento.

Nello svolgimento del presente incarico, allo Scrivente, è richiesta l'indicazione del valore economico del Ramo d'Azienda e dei criteri di valutazione seguiti, anche in conformità ai principi e criteri generalmente riconosciuti riferiti non al processo di formazione del bilancio di esercizio, bensì alle indicazioni fornite dalla migliore dottrina economico-aziendale e dalla prassi professionale.

Avendo determinato il valore economico del Ramo d'Azienda oggetto della suddetta locazione, è richiesto infine allo Scrivente, *“sulla base delle informazioni disponibili, ed in particolare sulla base dei risultati economici relativi agli esercizi 2018, 2019, 2020 e 2021”* di Sartoria Montagnana 1948, di determinare la convenienza all'adesione allo schema negoziale proposto da Nuova Sartoria.

## **1.2. Data di riferimento**

Al fine della determinazione del valore del Ramo d'Azienda, il sottoscritto consulente tecnico si è riferito alla data del 6 aprile 2024.

## **2. SVOLGIMENTO DELL'INCARICO**

Al fine di dare risposta compiuta ed esauriente al quesito posto appaiono opportune considerazioni sullo stesso, sul contenuto del fascicolo della procedura e sui fatti dedotti; quanto detto, anche alla luce delle difficoltà operative incontrate in corso di perizia ed alle problematiche riscontrate nel trasporre a livello operativo le richieste formulate.

### **2.1. Riepilogo dei significativi fatti occorsi desumibili dalla documentazione allegata**

Lo Scrivente acquisisce i seguenti documenti, poi impiegati nell'analisi:

- bilanci di esercizio depositati dalla società Sartoria Montagnana 1948 e relativi allegati, riferibili agli esercizi 2011-2022;
- bilanci di verifica, libro giornale, registri IVA e schede contabili della società Nuova Sartoria relativi agli esercizi 2021-2023;
- fatture attive e passive emesse e ricevute dalla società Nuova Sartoria negli esercizi 2021-2023;
- contratto di affitto di ramo d'azienda stipulato in data 14 luglio 2021 tra Sartoria Montagnana 1948 e Nuova Sartoria;
- accordo di accollo di debiti e crediti a seguito di affitto d'azienda stipulato in data 1 agosto 2021 tra Sartoria Montagnana 1948 e Nuova Sartoria;
- contratto di locazione commerciale stipulato tra la società EOS Immobiliare S.r.l. e Sartoria Montagnana 1948 e valevole dal 1 agosto 2021;
- sentenze della Commissione Tributaria Provinciale di Rovigo del 20 gennaio 2020 e processo verbale di constatazione relativi alle violazioni in materia di imposte sui redditi, imposta regionale sulle attività produttive e IVA.

Per completezza, sono riepilogati di seguito i significativi fatti occorsi desumibili dalla documentazione prodotta allo Scrivente.

La società Sartoria Montagnana 1948 aveva ad oggetto la confezione di capi di abbigliamento in conto proprio ed in conto terzi.

In data 5 maggio 2016 è contestata alla società Sartoria Montagnana 1948 la commissione di una serie di illeciti di natura tributaria che hanno compromesso la continuità aziendale.

Per assicurare la continuità operativa, anche al fine di tutelare l'occupazione, con scrittura privata autenticata dal notaio Amerigo Santoro di Rovigo, rep. n. 6369 e racc. n. 5153, in data 14 luglio 2021 è stato concesso in affitto alla società Nuova Sartoria il Ramo d'Azienda avente ad oggetto l'attività di confezionamento di capi di abbigliamento comprendente, tra gli altri, i rapporti di lavoro nonché tutte le attrezzature, gli arredi, i mobili aziendali e l'insegna.

Detto contratto di affitto (di seguito anche il "*Previgente Contratto di Affitto*") prevede una durata di cinque anni a partire dal 1 agosto 2021 con rinnovo automatico in caso di mancata tempestiva disdetta da inviare almeno 12 mesi prima della scadenza, ed un canone annuo di Euro 6.000 da corrispondere in rate mensili di Euro 500 ciascuna. Le parti del contratto hanno previsto la compensazione del canone di affitto con l'accollo interno in capo alla società affittuaria dei debiti della società concedente per residuo TFR e ferie maturate dai dipendenti che hanno interrotto il rapporto di lavoro senza passare in forza alla società affittuaria; trattenute sindacali non versate a CGIL; trattenute non versate al Fondo Bilaterale Saninveneto.

Con sentenza emessa in data 19 settembre 2023 e depositata in cancelleria in data 26 settembre 2023, il Tribunale di Rovigo ha dichiarato l'apertura della procedura di liquidazione giudiziale della società Sartoria Montagnana 1948.

Al fine di consentire agli organi della procedura di liquidazione giudiziale l'organizzazione della necessaria procedura competitiva per la concessione in affitto del Ramo d'Azienda, Nuova Sartoria si è resa disponibile a prorogare ulteriormente sino al 31 gennaio 2024 il termine di cui all'art. 184 CCII per l'eventuale recesso unilaterale da parte del Curatore del *Previgente Contratto di Affitto*.

La società affittuaria Nuova Sartoria in data 12 dicembre 2023 ha fatto pervenire a mezzo PEC alla Curatela una proposta irrevocabile per la stipula di un nuovo contratto di affitto endo-concorsuale (di seguito anche il "*Nuovo Contratto di Affitto*") nonché per l'acquisto del Ramo d'Azienda. La predetta proposta prevede:

- un canone mensile di Euro 2.000, oltre IVA, come per legge, da corrispondersi anticipatamente entro il giorno 5 del mese di competenza con pagamento a mezzo bonifico sul conto corrente che verrà indicato dalla Curatela;

- una durata di 18 mesi, tacitamente rinnovabile di tre mesi in tre mesi, salvo disdetta di una delle parti con preavviso di almeno 60 giorni;
- la previsione di una “*clausola risolutiva*”, in forza della quale gli effetti del rapporto cesseranno automaticamente al momento dell’aggiudicazione definitiva del ramo d’azienda all’esito della procedura competitiva di vendita che verrà bandita dal Curatore, con impegno – in caso di aggiudicazione a soggetto diverso dall’affittuaria – all’immediata retrocessione del compendio aziendale e con espressa rinuncia da parte dell’affittuaria medesima a qualsivoglia pretesa nei confronti della liquidazione giudiziale;
- il versamento al momento della stipula del Nuovo Contratto di Affitto di un deposito cauzionale di Euro 12.000 (pari a 6 mensilità) a garanzia di tutte le obbligazioni a carico dell’affittuaria nonché dell’impegno di acquisto;
- l’impegno irrevocabile (sino al 31 dicembre 2024) di presentare un’offerta di Euro 60.000 per l’acquisto del Ramo d’Azienda partecipando alla procedura competitiva di vendita che verrà bandita dalla Curatela.

## **2.2. Definizione dell’ambito del quesito formulato**

Il quesito formulato nella sua articolazione è puntuale e preciso, e non appare presentare profili particolari di indeterminatezza o incertezza nella sua qualificazione. La presente relazione ha quindi ad oggetto la valutazione del Ramo d’Azienda avente ad oggetto l’attività di confezionamento di capi di abbigliamento, appreso all’attivo della Liquidazione Giudiziale della società Sartoria Montagnana 1948 e oggetto del contratto di affitto di ramo di azienda stipulato in data 14 luglio 2021 tra Sartoria Montagnana e Nuova Sartoria.

Avendo determinato il valore economico del Ramo d’Azienda oggetto della suddetta locazione, è richiesto infine allo Scrivente, “*sulla base delle informazioni disponibili, ed in particolare sulla base dei risultati economici relativi agli esercizi 2018, 2019, 2020 e 2021*” di Sartoria Montagnana 1948, di determinare la convenienza all’adesione allo schema negoziale proposto da Nuova Sartoria che prevede, tra gli altri, di presentare un’offerta di Euro 60.000 per l’acquisto del Ramo d’Azienda.

## **3. I BENI OGGETTO DI STIMA**

### **3.1. Il perimetro aziendale**

Oggetto della presente relazione di stima è il Ramo d’Azienda corrente a Sienta (RO), via Eridania n. 1059, avente ad oggetto l’attività di confezionamento di capi di abbigliamento comprendente, tra gli altri, i rapporti di lavoro, nonché tutte le attrezzature, gli arredi, i mobili aziendali e l’insegna; ed oggetto di locazione a Nuova Sartoria che agisce nelle vesti di società affittuaria.

### **3.2 Disamina delle indagini esperite**

Le indagini e le acquisizioni eseguite dallo Scrivente si sono integrate esclusivamente nell'analisi della documentazione prodotta, attesa la natura dell'indagine affidata, e quindi nell'esame dettagliato del fascicolo e dei relativi allegati precedentemente menzionati.

### **3.3 Svolgimento delle attività peritali**

Le operazioni peritali si sono svolte in autonomia presso lo studio dello Scrivente, anche sulla scorta delle informazioni rassegnate dal Curatore.

## **4. I METODI DI VALUTAZIONE E LA LORO SCELTA**

### **4.1. Premessa**

Presupposto fondamentale di ogni valutazione è la scelta preliminare della soluzione metodologica più appropriata in funzione dello scopo della valutazione e della realtà specifica del bene che ne è oggetto.

Alla luce delle premesse di cui sopra, il sottoscritto consulente ha seguito, nella valutazione richiesta, l'applicazione del metodo di base, individuato avendo riguardo alle peculiarità del bene oggetto di valutazione ed ai dati disponibili, ciò, avendo previamente verificato l'adeguatezza del grado di affidabilità dello stesso.

### **4.2. Breve disamina dei metodi valutativi di aziende e quote sociali**

In appresso, si esaminano succintamente i principali metodi di valutazione al fine di individuarne la compatibilità con il caso di specie.

#### ***4.2.1. Il metodo patrimoniale semplice***

I metodi patrimoniali calcolano il valore dell'azienda/società sulla base del capitale netto di bilancio alla data della stima, rettificato per tenere conto delle eventuali plusvalenze e/o minusvalenze scaturenti dalla differenza tra valore di libro e reale consistenza (valore di mercato) degli elementi attivi e passivi che compongono il capitale dell'azienda.

Le valutazioni di tipo patrimoniale, in una impostazione più ampia, possono valorizzare anche beni immateriali non sempre evidenziati in bilancio; in tal caso si definiscono di tipo patrimoniale complesso.

Questo metodo si basa quindi sulla convinzione che i beni immateriali abbiano un peso decisivo nel determinare il reale valore complessivo dell'azienda. Il presupposto necessario per attribuire un valore a tali beni è la capacità reddituale dell'impresa.

Secondo la migliore dottrina aziendalistica, nel caso di "società contenitore" il metodo patrimoniale costituisce una metodologia idonea alla determinazione del capitale economico. Infatti quando l'attivo della società oggetto di valutazione è

costituito da beni valutabili isolatamente e cedibili in modo separato, senza che l'appartenenza di tali beni al "contenitore" abbia un'incidenza sul valore degli stessi, la somma del valore dei singoli elementi attivi al netto di quelli passivi esprime compiutamente il valore del capitale netto. Nella valutazione di tali società occorre quindi procedere alla valutazione dei singoli beni che ne compongono il patrimonio.

#### **4.2.2. I metodi reddituali**

Questi metodi esprimono il valore dell'azienda in funzione delle sole prospettive di reddito, prescindendo dalle condizioni quantitative e qualitative che costituiscono il patrimonio aziendale. La formula valutativa assume una diversa struttura secondo che i redditi si presumano di durata indefinita o di durata limitata nel tempo.

Nel primo caso il valore del capitale economico è funzione del valore attuale della rendita perpetua, cioè:

$$W = R / i$$

Ove:

W è il valore dell'azienda;

R è il reddito netto normalizzato dell'azienda;

i è il tasso di capitalizzazione.

Nel secondo caso il valore del capitale economico è rappresentato come funzione del valore attuale della rendita annua posticipata di durata pari ad n anni (in cui i' è il tasso di attualizzazione):

$$W = R \times a_{n-i'}$$

Appare evidente che l'utilizzo di queste formule richiede un'analisi delle seguenti problematiche:

- 1) 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, occorre individuare quali elementi includere od escludere dal reddito, perché non espressivi della gestione caratteristica e non ripetibili negli anni;
- 2) il numero di anni in cui considerare il reddito, ovvero se fare riferimento ad un periodo limitato o illimitato;
- 3) la determinazione del tasso di capitalizzazione, che deve esprimere sia il rendimento specifico richiesto nel settore in cui opera l'azienda in esame, sia il premio per il rischio d'impresa da aggiungersi ad un investimento "risk-free". Tale tasso viene normalmente desunto da dati reperibili sul mercato o viene costruito mediante una serie di parametri (risk free rate + premio per il rischio specifico).

#### **4.2.3.I metodi misti**

Al fine di fondere gli aspetti positivi della valutazione di tipo patrimoniale con quelli della valutazione reddituale sono stati creati altri metodi di natura mista; il metodo più utilizzato è senza dubbio quello cosiddetto "U.E.C." (Union des Expert Comptables). In base a questo metodo, al patrimonio netto rettificato si aggiunge 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.

Il metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma del goodwill viene presentato con quattro alternative:

- 1) con attualizzazione limitata del profitto medio
- 2) con attualizzazione dei profitti di alcuni esercizi futuri
- 3) con capitalizzazione illimitata del profitto medio
- 4) media semplice patrimoniale-reddituale.

\*\*\*

- 1) Nel primo caso, il più noto, la formula è la seguente:

$$W = K + (R - Ki) \times a_{n-i}$$

Ove:

W = valore dell’azienda;

K = patrimonio netto rettificato dalle plusvalenze sulle immobilizzazioni tecniche ed eventualmente immateriali (marchi, brevetti, know-how, ecc.);

R = reddito medio normale prospettico dell’azienda depurato da componenti straordinarie non ripetitive;

i = tasso di rendimento medio normale delle aziende del settore;

n = numero di anni di attualizzazione della rendita.

Secondo la prassi, un tempo più diffusa, tale numero deve essere limitato in quanto si suppone che le condizioni che generano sopra o sotto redditi oltre la norma di settore non possano perdurare a lungo (di norma n variava tra 3 e 5 anni). Negli ultimi anni invece vi è stata una revisione sostanziale di tali indicazioni in quanto si tende ad attribuire una minore importanza alla componente patrimoniale ed una rilevanza crescente agli aspetti reddituali. Nel caso di aziende dotate di elevata e stabile redditività, per le quali ragionevoli previsioni possono spingersi in là nel tempo, i valori di n possono giungere a 10 anni;

i = tasso di attualizzazione del sovrareddito: considerato il fatto che sia il rischio di settore che il rischio imprenditoriale vengono considerati nella determinazione di R ed i, tale tasso deve intendersi quale compenso finanziario per il trascorrere del tempo.

Dalla formula sopra esposta risulta evidente che, se  $R < iK$ , siamo in presenza di un’azienda non sufficientemente redditizia nel proprio settore. Pertanto il patrimonio netto rettificato K dovrà essere ridotto per la presenza di un “Badwill”.

\*\*\*

2) Il secondo procedimento assume come riferimento non il profitto medio atteso per il futuro, ma una serie di redditi, specifici per ciascun anno futuro considerato, diminuiti del rendimento normale del capitale investito. Questa metodologia viene impiegata in presenza di attendibili e precisi piani pluriennali.

\*\*\*

3) Il metodo della capitalizzazione illimitata del profitto medio definisce il valore dell'azienda come somma:

- del patrimonio netto rettificato (K)
- e di un goodwill calcolato come rendita illimitata del profitto:

$$W = K + \frac{(R - i \times K)}{i}$$

Questa impostazione implica in buona sostanza il ricongiungimento del metodo misto con il metodo reddituale.

\*\*\*

4) L'ultimo dei metodi misti proposti è rappresentato dalla media semplice dei valori risultanti da una valutazione patrimoniale e da una valutazione reddituale nella forma della rendita perpetua riferita al reddito netto normalizzato. La formula è la seguente:

$$W = \frac{K + \frac{R}{i}}{2}$$

Tale metodo, ampiamente adottato nella prassi valutativa anche se non particolarmente sofisticato da un punto di vista teorico, ha il pregio di una particolare semplicità applicativa e permette di mediare una valutazione patrimoniale al fine di tenere conto anche degli aspetti di redditività dell'azienda oggetto di valutazione.

#### **4.2.4. Il metodo EVA**

Tale metodo (EVA – Economic Value Added) nasce come criterio di determinazione delle performance aziendali e conseguentemente è applicato anche come criterio di valutazione. Viene utilizzato per quantificare l'entità del valore che l'azienda crea per gli azionisti. Esso misura il sovrareddito che l'impresa produce nello svolgimento dell'attività operativa al netto della congrua remunerazione del capitale di debito e di

quello di rischio. Si tratta di un metodo particolarmente indicato per valutare le aziende che presentano tassi di crescita assai sostenuti.

#### **4.2.5. I metodi finanziari**

Secondo tale approccio, il valore di un'azienda è pari al valore di tutti i flussi di cassa che essa genererà in futuro, attualizzato al tasso di rendimento medio atteso del capitale in quel settore.

La formula sintetica espressiva dei metodi finanziari è la seguente:

$$W = \sum VA \text{ flussi } t_1-t_n + FW$$

Ove:

W = valore attuale del ramo d'azienda;

VA flussi  $t_1-t_n$  = valore attuale dei flussi di cassa disponibili nel periodo  $t_1 - t_n$  cui si riferisce il Piano previsionale;

FW = valore terminale attualizzato.

Anche in questo caso sorgono, come per i metodi reddituali, problemi in merito alla scelta dei flussi e del costo del capitale. È, in particolare, fondamentale disporre di un piano economico-patrimoniale pluriennale affidabile.

#### **4.2.6. Il metodo dell'analisi delle società comparabili**

La prassi aziendalistica utilizza altri metodi – c.d. metodi dell'approccio di società comparabili, anche noti come metodi dei moltiplicatori – che affrontano il problema della valutazione d'azienda da un angolo visuale diverso rispetto ai metodi tradizionali basati sui valori-flusso e valori-stock. Essi deducono il valore direttamente da osservazioni di mercato, basandosi su prezzi di Borsa di società quotate o su prezzi determinati nell'ambito di transazioni di quote di controllo del capitale di imprese. Tali metodi implicano quindi la scelta e l'analisi di un campione di società che siano omogenee e confrontabili con quella da valutare e delle quali si conoscano i prezzi di negoziazione del capitale.

Questa metodologia, 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.

Com'è evidente, l'idea è di derivare il valore da osservazioni di mercato: tanto che questi procedimenti hanno vero significato solo dove esistano mercati efficienti, con tante società quotate o con frequenti scambi di pacchetti di controllo.

La procedura di calcolo consiste in questo: si assume una variabile economica Y (di solito una misura di performance) per un campione di società di cui sono noti i prezzi (P) e si ipotizza che la relazione P/Y valga anche per la società da valutare per la quale è nota la medesima variabile economica di riferimento.

Pertanto il valore ricercato della società (W) sarà:

$$W = Y_s \times P/Y$$

Ove:

$P/Y$  = moltiplicatore assunto dal campione;

$Y_s$  = grandezza equivalente della società oggetto della valutazione.

Ne consegue che il valore del capitale economico della società è determinato mediante il prodotto tra una prescelta misura di performance realizzata dalla società in un dato periodo ed un numero – il cosiddetto moltiplicatore – calcolato su un predefinito campione di aziende.

Le tipiche variabili considerate nell'esperienza internazionale sono: l'utile netto (E), l'utile prima degli interessi passivi e imposte (EBIT), l'utile prima degli interessi passivi, imposte e ammortamenti (EBITDA), il fatturato, il cash flow, il patrimonio netto, ecc...

Nella pratica professionale delle valutazioni del capitale economico di un'azienda si è andato affermando, sulla scia di metodologie assai adoperate nel mondo anglosassone e nelle Investment Banks, in particolare l'utilizzo dei moltiplicatori "Firm Value/EBIT" e "Firm Value/EBITDA".

Per "Firm Value" o "Asset Value" si intende il valore economico dell'attivo di una società che è espresso dalla somma tra il valore del capitale economico delle azioni (per le società quotate: la capitalizzazione di borsa) e il valore dell'indebitamento finanziario netto.

Il valore economico degli assets ("*Firm Value*") della società da stimare si ottiene applicando al suo EBIT, o al suo EBITDA, 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 netto della società oggetto di valutazione. In simboli, una volta calcolato il moltiplicatore:

$$M = FV/EBIT \text{ (o EBITDA)}$$

Il valore del capitale economico della società viene determinato in:

$$W = (M \times EBIT \text{ (o EBITDA)}) - \text{Indebitamento finanziario netto}$$

#### **4.3. La scelta dei metodi di valutazione**

In ordine ai metodi di valutazione, lo Scrivente ha ritenuto opportuno procedere utilizzando il metodo finanziario sopra esposto al fine di valorizzare pienamente la continuità dell'attività imprenditoriale, avvenuta prima in capo alla società Sartoria Montagnana 1948 fino al luglio 2021 e successivamente, dall'agosto 2021, per il tramite dell'affitto d'azienda che ha visto Nuova Sartoria nelle vesti di società affittuaria. L'utilizzo della metodologia finanziaria è stato preferito rispetto a quella patrimoniale considerando la mancata espressione tra gli attivi della fidelizzazione dei

clienti da servizi di conto lavorazione e l'organizzazione aziendale nel suo complesso, più brevemente definibili come clientela e avviamento. Al contempo l'utilizzo della metodologia reddituale sarebbe risultato semplicistico, non permettendo di normalizzare i risultati della gestione considerando al contempo fattori di sconto legati alla situazione di difficoltà in cui riversa Sartoria Montagnana 1948 e conseguentemente il Ramo d'Azienda.

## **5. LA VALUTAZIONE DEI BENI**

### **5.1. La valutazione del ramo d'azienda**

Lo Scrivente procede all'elaborazione dei bilanci statuari depositati dalla società Sartoria Montagnana 1948 per gli esercizi 2018-2022 e i bilanci di verifica prodotti dalla società Nuova Sartoria per gli esercizi 2021-2023.

Ai fini della seguente analisi sono escluse le risultanze dell'esercizio 2023, giudicate dallo Scrivente incomplete in quanto mancanti, a solo titolo esemplificativo, delle cosiddette scritture contabili di chiusura e assestamento. Si considerano acquisiti per la società Nuova Sartoria i soli bilanci di verifica dell'esercizio 2021 – espressione del periodo intercorrente tra il mese di agosto 2021 e il mese di dicembre 2021 - e dell'esercizio 2022 – espressione del periodo intercorrente tra il mese di gennaio 2022 e il mese di dicembre 2022. Si rileva altresì che il bilancio statuario di Sartoria Montagnana 1948 per l'esercizio 2022 evidenzia ricavi delle vendite e delle prestazioni trascurabili. Questo è confermato dal programma di liquidazione redatto dal Curatore che evidenzia come *“successivamente all'affitto del predetto ramo di azienda, Sartoria Montagnana 1948 S.r.l. ha limitato la propri attività alla vendita al dettaglio di capi di abbigliamento finiti o su misura ... Detta attività di vendita al dettaglio - svolta personalmente dalla titolare [REDACTED], essendo tutti i dipendenti passati in forza alla società affittuaria del ramo d'azienda - è proseguita, con un volume d'affari minimo, fino all'apertura della procedura di liquidazione giudiziale”*. Lo Scrivente ritiene altresì che i bilanci di verifica della società Nuova Sartoria possano essere utilizzati per la determinazione delle risultanze economiche del Ramo d'Azienda oggetto di analisi. La società Nuova Sartoria è stata costituita in data 19 luglio 2021 in vista della stipula del successivo contratto di affitto d'azienda.

È quindi plausibile sostenere che il risultato economico del Ramo d'Azienda, limitatamente all'esercizio 2021, sia determinato dalla sommatoria tra la gestione in capo alla società Sartoria Montagnana 1948 per il sottoperiodo gennaio 2021 – luglio 2021 e la gestione in capo alla società Nuova Sartoria per il sottoperiodo agosto 2021 – dicembre 2021.

Si allega di seguito una tabella riepilogativa delle risultanze di conto economico di Sartoria Montagnana 1948 per gli esercizi 2018-2021 e di Nuova Sartoria per gli esercizi 2021-2022:

Conto economico	Sartoria Montagnana 1948				Nuova Sartoria	
	2018	2019	2020	2021	2021	2022
Euro	Act	Act	Act	Act	Act	Act
Ricavi dalle vendite	1.028.858	1.115.068	793.762	794.943	379.931	1.049.428
Variazione rim. di pf e sl	6.500	-	24.500	24.500	1.025.300	213.112
Contributi in c/esercizio	-	1.600	18.814	13.883	-	-
Altri ricavi	2.296	2.009	891.870	3.274	-	510
<b>Totale ricavi</b>	<b>1.037.654</b>	<b>1.118.677</b>	<b>1.728.946</b>	<b>787.600</b>	<b>1.405.231</b>	<b>1.263.050</b>
Delta YoY		7,8%	54,6%	-54,4%	78,4%	-10,1%
Costi per materie prime	- 21.675	- 17.347	- 14.053	- 8.054	- 979.078	- 15.455
Variazione rim. mp e merci	288	- 46.087	- 250.391	- 2.080	-	-
Costi per servizi	- 202.085	- 195.943	- 128.709	- 349.947	- 79.984	- 495.590
Costi per godimento beni di terzi	- 78.720	- 102.000	- 74.200	- 25.250	- 18.190	- 42.690
Affitti di azienda	-	-	-	-	- 2.500	- 6.000
Salari e stipendi	- 503.443	- 509.246	- 399.169	- 315.445	- 219.233	- 470.716
Oneri sociali	- 155.770	- 155.429	- 124.955	- 76.764	- 69.057	- 150.091
TFR	- 41.968	- 37.249	- 33.402	- 19.108	- 17.943	- 51.679
Altri costi per il personale	- 3.106	- 6.074	- 7.291	-	-	- 3.120
Oneri diversi di gestione	- 6.512	- 12.512	- 743.831	- 5.979	- 2.706	- 9.752
<b>EBITDA</b>	<b>24.663</b>	<b>36.790</b>	<b>47.054</b>	<b>15.028</b>	<b>16.540</b>	<b>17.956</b>
EBITDA %	2,4%	3,3%	-2,7%	-1,9%	1,2%	1,4%
Amm.to imm. Immateriali	- 6.427	- 5.440	- 5.440	- 4.559	- 482	- 1.590
Amm.to imm. materiali	- 10.085	- 8.779	- 7.893	- 7.453	-	- 861
Accantonamenti	-	-	3.855.015	-	-	-
<b>EBIT</b>	<b>8.151</b>	<b>22.571</b>	<b>3.915.402</b>	<b>27.040</b>	<b>16.057</b>	<b>15.505</b>
Proventi finanziari	85	47	2	-	0	5
Oneri finanziari	- 3.178	- 5.474	- 3.220	- 2.885	- 184	- 138
<b>EBT</b>	<b>5.058</b>	<b>17.144</b>	<b>3.918.620</b>	<b>29.925</b>	<b>15.874</b>	<b>15.372</b>
Imposte	- 4.981	- 10.502	-	- 1.098	- 6.440	- 11.150
<b>Risultato dell'esercizio</b>	<b>77</b>	<b>6.642</b>	<b>3.918.620</b>	<b>31.023</b>	<b>9.434</b>	<b>4.222</b>

Parimenti, per completezza, si allega di seguito una tabella riepilogativa delle risultanze di stato patrimoniale di Sartoria Montagnana 1948 per gli esercizi 2018-2021 e di Nuova Sartoria per gli esercizi 2021-2022:

Stato Patrimoniale	Sartoria 1948				Nuova Sartoria	
	31Dic18	31Dic19	31Dic20	31Dic21	31Dic21	31Dic22
Euro	Act	Act	Act	Act	Act	Act
Rimanenze	299.508	253.421	27.530	950	1.935.134	263.412
Crediti entro l'esercizio	1.242.627	1.207.711	457.744	400.899	424.807	266.806
Disponibilità liquide	32.022	21.904	50.271	105.245	20.983	46.035
Ratei e risconti attivi	5.419	3.295	1.335	-	1.356	-
<b>Attivo circolante</b>	<b>1.579.576</b>	<b>1.486.331</b>	<b>536.880</b>	<b>507.094</b>	<b>2.382.280</b>	<b>576.253</b>
Imm. Immateriali	47.289	41.849	36.408	31.849	7.471	5.881
Imm. Materiali	32.941	25.235	17.713	10.260	-	5.095
Imm. Finanziarie	349	2.850	1.199	479	-	-
Crediti immobilizzati	-	-	-	-	10.500	46.454
Crediti verso locatore	-	-	-	-	372.482	349.507
<b>Totale immobilizzazioni</b>	<b>80.579</b>	<b>69.934</b>	<b>55.320</b>	<b>42.588</b>	<b>390.453</b>	<b>406.937</b>
<b>Totale attivo</b>	<b>1.660.155</b>	<b>1.556.265</b>	<b>592.200</b>	<b>549.682</b>	<b>2.772.733</b>	<b>983.190</b>
Debiti entro l'esercizio	- 1.383.662	- 1.256.701	- 356.019	- 622.303	- 2.493.182	- 698.839
Ratei e risconti passivi	-	-	-	85	91	459
Fondi per rischi e oneri	-	-	3.855.015	3.855.015	3.614	2.111
TFR	- 267.492	- 283.923	- 284.145	- 6.281	- 265.776	- 267.488
<b>Debiti</b>	<b>- 1.651.154</b>	<b>- 1.540.624</b>	<b>- 4.495.179</b>	<b>- 4.483.684</b>	<b>- 2.762.663</b>	<b>- 968.897</b>
Capitale sociale	- 10.000	- 10.000	- 10.000	- 10.000	- 1.000	- 1.000
Altre riserve	1.076	1.001	5.642	3.912.980	363	9.070
Utile/Perdita dell'esercizio	- 77	- 6.642	3.918.620	31.023	- 9.434	- 4.222
<b>Patrimonio netto</b>	<b>- 9.001</b>	<b>- 15.641</b>	<b>3.902.978</b>	<b>3.934.003</b>	<b>- 10.071</b>	<b>- 14.293</b>
<b>Totale passivo</b>	<b>- 1.660.155</b>	<b>- 1.556.265</b>	<b>- 592.201</b>	<b>- 549.681</b>	<b>- 2.772.734</b>	<b>- 983.190</b>

Si evidenzia come il Ramo d'Azienda non sia finanziato con alcun debito bancario. La voce "*Debiti entro l'esercizio*" negli esercizi 2021-2022 in capo a Nuova Sartoria è prevalentemente composta da debiti di fornitura. La metodologia di valutazione applicata prescindere quindi da distinzioni in merito alla fonte di finanziamento dell'impresa applicando quindi logiche definite dalla prassi aziendalistica "*equity side*".

### **5.1.1. I flussi finanziari**

L'applicazione della metodologia di valutazione prescelta presuppone la disponibilità di attendibili dati previsionali inerenti alle performance economiche attese della Società, o nella fattispecie del Ramo d'Azienda, oggetto di valutazione. Il metodo finanziario prevede infatti la scelta preliminare dei flussi finanziari da scontare e di un tasso di sconto tra loro coerenti.

Nel caso in oggetto lo Scrivente non ha potuto fare riferimento ad alcun piano pluriennale predisposto alternativamente da Sartoria Montagnana o da Nuova Sartoria. Si è quindi ritenuto opportuno procedere con la determinazione sintetica di un unico flusso finanziario annuo atteso basato sui risultati economici normalizzati del Ramo d'Azienda per l'ultimo esercizio disponibile. Lo Scrivente procede quindi alla normalizzazione dei risultati dell'esercizio 2022 sottostando alle seguenti ipotesi:

- i ricavi dalle vendite sono determinati come media aritmetica tra le risultanze degli esercizi 2018-2021 in capo a Sartoria Montagnana 1948 e degli esercizi 2021-2022 in capo a Nuova Sartoria;
- i costi operativi variabili dell'esercizio 2022, che a titolo esemplificativo sono rappresentati, tra i più rilevanti, dai costi per servizi e dai costi per il personale, sono stati indicizzati in proporzione ai ricavi dalle vendite di cui al punto precedente;
- i costi fissi, che a titolo esemplificativo sono rappresentati dal costo per godimento di beni di terzi, con esclusione della componente legata all'affitto di azienda, non hanno subito alcuna variazione coincidendo quindi con le risultanze dell'esercizio 2022;
- i proventi e gli oneri finanziari sono stati giudicati dallo scrivente marginali e non routinari, quindi esclusi dall'analisi;
- le imposte correnti sono determinate applicando un'aliquota forfettaria del 24% per l'IRES e del 3,9% per l'IRAP.

Si allega di seguito una tabella riepilogativa delle risultanze di conto economico di Sartoria Montagnana 1948 per gli esercizi 2018-2021 e di Nuova Sartoria per gli esercizi 2021-2022, includendo le risultanze di conto economico normalizzate ricalcolate dallo Scrivente:

Conto economico Euro	Sartoria Montagnana 1948				Nuova Sartoria			Risultanze Normalizzate
	2018 Act	2019 Act	2020 Act	2021 Act	2021 Act	2022 Act	2022 %	
Ricavi dalle vendite	1.028.858	1.115.068	793.762	794.943	379.931	1.049.428	n.a.	1.032.398
Variazione rim. di pf e sl	6.500	-	24.500	24.500	1.025.300	213.112	n.a.	-
Contributi in c/esercizio	-	1.600	18.814	13.883	-	-	n.a.	-
Altri ricavi	2.296	2.009	891.870	3.274	-	510	n.a.	-
<b>Totale ricavi</b>	<b>1.037.654</b>	<b>1.118.677</b>	<b>1.728.946</b>	<b>787.600</b>	<b>1.405.231</b>	<b>1.263.050</b>	<b>n.a.</b>	<b>1.032.398</b>
<i>Delta YoY</i>		7,8%	54,6%	-54,4%	78,4%	-10,1%	n.a.	n.a.
Costi per materie prime	- 21.675	- 17.347	- 14.053	- 8.054	- 979.078	- 15.455	-1,2%	- 12.633
Variazione rim. mp e merci	288	46.087	250.391	2.080	-	-	0,0%	-
Costi per servizi	- 202.085	- 195.943	- 128.709	- 349.947	- 79.984	- 495.590	-39,2%	- 405.088
Costi per godimento beni di terzi	- 78.720	- 102.000	- 74.200	- 25.250	- 18.190	- 42.690	-3,4%	- 42.690
Affitti di azienda	-	-	-	-	2.500	6.000	-0,5%	-
Salari e stipendi	- 503.443	- 509.246	- 399.169	- 315.445	- 219.233	- 470.716	-37,3%	- 384.757
Oneri sociali	- 155.770	- 155.429	- 124.955	- 76.764	- 69.057	- 150.091	-11,9%	- 122.682
TFR	- 41.968	- 37.249	- 33.402	- 19.108	- 17.943	- 51.679	-4,1%	- 42.242
Altri costi per il personale	- 3.106	- 6.074	- 7.291	-	-	- 3.120	-0,2%	- 2.550
Oneri diversi di gestione	- 6.512	- 12.512	- 743.831	- 5.979	- 2.706	- 9.752	-0,8%	- 7.972
<b>EBITDA</b>	<b>24.663</b>	<b>36.790</b>	<b>47.054</b>	<b>15.028</b>	<b>16.540</b>	<b>17.956</b>	<b>n.a.</b>	<b>11.785</b>
<i>EBITDA %</i>	2,4%	3,3%	-2,7%	-1,9%	1,2%	1,4%	n.a.	1,1%
Amm.to imm. Immateriali	- 6.427	- 5.440	- 5.440	- 4.559	- 482	- 1.590	n.a.	-
Amm.to imm. materiali	- 10.085	- 8.779	- 7.893	- 7.453	-	- 861	n.a.	-
Accantonamenti	-	-	3.855.015	-	-	-	n.a.	-
<b>EBIT</b>	<b>8.151</b>	<b>22.571</b>	<b>3.915.402</b>	<b>27.040</b>	<b>16.057</b>	<b>15.505</b>	<b>n.a.</b>	
Proventi finanziari	85	47	2	-	0	5	n.a.	
Oneri finanziari	- 3.178	- 5.474	- 3.220	- 2.885	- 184	- 138	0,0%	
<b>EBT</b>	<b>5.058</b>	<b>17.144</b>	<b>3.918.620</b>	<b>29.925</b>	<b>15.874</b>	<b>15.372</b>	<b>n.a.</b>	
Imposte	- 4.981	- 10.502	-	- 1.098	- 6.440	- 11.150	n.a.	
<b>Risultato dell'esercizio</b>	<b>77</b>	<b>6.642</b>	<b>3.918.620</b>	<b>31.023</b>	<b>9.434</b>	<b>4.222</b>		

Si è quindi proceduto al calcolo di un unico flusso di cassa sulla base delle risultanze normalizzate di cui alla tabella precedente.

Riepilogo	Euro
EBITDA normalizzato	11.785
Imposte	- 3.288
<b>Flusso di cassa normalizzato</b>	<b>8.497</b>

Per completezza si evidenzia come le imposte siano state sinteticamente calcolate sulla base dell'EBITDA normalizzato dovendo prescindere da componenti non monetarie quali gli ammortamenti che esauriscono il loro contenuto beneficio fiscale negli immediati esercizi successivi.

### 5.1.2. Il tasso di sconto

Nel prospetto che segue sono presentate le variabili impiegate nel calcolo del costo del capitale di rischio che è stato utilizzato ai fini della stima del valore economico teorico del Ramo d'Azienda.

Variabile	Valori Fonte/Ipotesi
Rf: Tasso risk free	3,8% Investing.com
(Rm - Rf): Equity risk premium	7,8% Prof. Damodaran (01.01.2024)
Beta unlevered	0,8 InfrontAnalytics.com
Default spread	5,2% Prof. Damodaran (01.01.2024)
<b>Ke: Costo del capitale di rischio</b>	<b>15,3%</b>

Il saggio normale di remunerazione degli investimenti senza rischio, o comunque caratterizzati da rischio così basso da poter essere considerato sostanzialmente nullo, è rappresentato, per prassi comunemente accettata, dal tasso di interesse di titoli corporate con rating "AAA" ovvero titoli emessi da enti sovrani di paesi OCSE (tipicamente dal rendimento dei titoli di Stato a medio lungo termine). Il tasso di rendimento risk-free è



stato stimato nella misura del 3,8% in linea con il rendimento dei buoni del tesoro poliennali con scadenza a 10 anni nel mese di aprile 2024.

Il premio per il rischio include il rischio sistematico proprio di ciascun mercato azionario e viene stimato nella misura del differenziale, rispetto al rendimento degli investimenti privi di rischio, del rendimento degli investimenti azionari per periodi di tempo anche molto prolungati. Nel caso in oggetto tale premio è stimabile nella misura del 7,8% (*premio per il rischio azionario Italia – fonte: sito ufficiale Prof. Damodaran*).

Il rischio specifico Beta è correlato alla singola impresa e consiste nella misurazione della sensibilità del corso dei titoli ai movimenti del mercato. Il portafoglio costituito da tutte le azioni del mercato presenta un Beta pari a 1; i titoli con Beta maggiore di 1 tendono ad amplificare i movimenti globali del mercato, presentando livelli di rischio più elevati, al contrario valori di Beta compresi tra 0 e 1 sono associati a titoli che tendono a smorzare i movimenti del mercato e sono quindi meno rischiosi. Nel caso in oggetto, il Beta è stato stimato pari a 0,8, corrispondente al beta unlevered medio a 3 anni di una serie di società comparabili del settore tessile che include BasicNet S.p.A., OVS S.p.A., Tod's S.p.A., Brunello Cucinelli S.p.A., Salvatore Ferragamo S.p.A. Non impiegando capitale a titolo di debito finanziario, non è stato necessario determinare il Beta Levered applicando la formula di Hamada.

È stato ritenuto opportuno applicare un “*default spread*” pari al 5,2% per riflettere la situazione di difficoltà in cui riversa Sartoria Montagnana 1948 e conseguentemente il Ramo d’Azienda (*default spread – fonte: sito ufficiale Prof. Damodaran*). Il default spread è stato derivato da titoli di debito quotati e considera le contenute dimensioni dell’impresa. Si è adottata la classe di rating B che caratterizza un investimento speculativo non “*investment-grade*” ma al contempo non in stato di insolvenza.

Il costo del capitale di rischio risulta pari a 15,3%.

### **5.1.3. L’applicazione del metodo**

Di seguito si presenta il prospetto di calcolo del valore economico teorico del Ramo d’Azienda come determinato sulla base di tutte le formule e i dati precedentemente esposti.

<b>Riepilogo</b>	<b>Euro</b>
Flusso di cassa normalizzato	8.497
Costo del capitale di rischio	15,3%
<b>Equity Value</b>	<b>55.500</b>
Adeguamenti e correzioni della stima	- 8.325
<b>Valore del Ramo d’Azienda</b>	<b>47.175</b>

L’Equity Value si attesta ad Euro 55.500 corrispondente al valore attualizzato dei flussi di cassa normalizzati prodotti dal Ramo d’Azienda. Non è stato applicato alcun tasso di crescita perpetua (g) al flusso di cassa normalizzato in ragione delle difficoltà

di formulare previsioni per un orizzonte temporale esteso ed in coerenza con il premio al rischio addizionale applicato nel calcolo del tasso di sconto.

Il valore del Ramo d'Azienda, in ragione dello stato di fatto in cui si trova, è stato infine determinato riducendo dall'Equity Value una componente forfettaria pari al 15% dovuta all'immediatezza della vendita giudiziaria e all'assenza di garanzia per vizi.

Sulla base della metodologia di stima prescelta il valore del Ramo d'Azienda può pertanto essere ragionevolmente stimato in Euro 47.175.

## **6.0 CONCLUSIONI**

Lo Scrivente, a conclusione delle analisi svolte, determina in Euro 47.175 il valore del Ramo d'Azienda oggetto di stima.

Il valore risulta inferiore all'impegno formulato dalla società Nuova Sartoria nel presentare un'offerta di Euro 60.000 per l'acquisto del Ramo d'Azienda come risultante dalla proposta irrevocabile del 12 dicembre 2023.

Si ritiene conseguentemente che la prospettiva della cessione unitaria effettuata per il tramite della prosecuzione dell'esercizio aziendale sia del tutto conveniente per la massa dei creditori, consentendo di mantenere il livello occupazionale e di valorizzare gli asset intangibili dell'azienda come avviamento e clientela; tutto ciò senza pregiudizio per la futura vendita stante la presenza di una clausola risolutiva che consentirà all'aggiudicatario di poter disporre immediatamente dell'azienda libera da vincoli.

\* \* \*

Ringraziando per la fiducia accordata, resto a disposizione per qualsiasi chiarimento ed eventuali integrazioni.

Rovigo, 10 aprile 2024

Il consulente contabile della procedura  
dott. Giovanni Tibaldo

