TRIBUNALE DI SIENA

Sezione Fallimentare

Fallimento N. R.G.: 8/2020

Molino Valdichiana d. [redacted] S.n.c.

Giudice Delegato: Dott.ssa Valentina Lisi

Curatore: Dott.ssa Franca Carta

** ** **

RELAZIONE DI STIMA DELL'AZIENDA "MOLINO VAL DI CHIANA"

Dott.ssa Chiara Vanni

Dottore Commercialista e Revisore Legale

P.IVA: 01349580520 – C.F.: VNNCHR89L61I726D

Studio: Via V. Zani n. 25 – 53100 Siena – Tel. 0577.47713

Mail: chiaravanni@studiovannibarbi.it

Pec: chiara.vanni@commercialistisiena.it

SOMMARIO

1 PREMESSE 3
1.1 CONFERIMENTO DELL'INCARICO 3
1.2 OBIETTIVI DELLA VALUTAZIONE E PRINCIPI APPLICATI 3
1.3 PERIODO DI RIFERIMENTO 3
2 BREVE STORIA DELLA SOCIETÀ 4
2.1 INFORMAZIONI SULLA SOCIETÀ PROPRIETARIA DELL'AZIENDA 4
2.2 LE VICENDE SOCIETARIE RECENTI E L'AFFITTO D'AZIENDA 4
3 DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA PER LA STIMA AZIENDALE 6
4 DESCRIZIONE ED IDENTIFICAZIONE DELL'AZIENDA OGGETTO DI STIMA 7
4.1 IDENTIFICAZIONE DEL PERIMETRO AZIENDALE 7
4.2 BREVE ANALISI DEI RISULTATI AZIENDALI 8
5 I METODI DI VALUTAZIONE AZIENDALE 11
5.1 I METODI REDDITUALI E FINANZIARI 11
5.2 I METODI PATRIMONIALI 12
5.3 I METODI MISTI 13
5.4 IL METODO DEI MULTIPLI 13
6 LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE 14
7 APPLICAZIONE DEL METODO MISTO PATRIMONIALE CON STIMA AUTONOMA DELL'AVVIAMENTO 15
7.1 IL PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO 15
7.2 LA STIMA DEL REDDITO MEDIO ATTESO 16
7.3 LA STIMA DEI SOVRAREDDITI MEDI ATTESI 21
7.4 L'ATTUALIZZAZIONE DEI SOVRAREDDITI ATTESI 22
7.5 LA DETERMINAZIONE DEL VALORE DEL COMPLESSO AZIENDALE 23
8 STIMA DELLA QUOTA DI MAZZ[illegible] S.R.L.S. 24
9 CONCLUSIONI 27

1 PREMESSE

1.1 CONFERIMENTO DELL'INCARICO

La sottoscritta Dott.ssa Chiara Vanni, nata a Siena il 21 luglio 1989, con studio in Siena, via V. Zani n. 25, indirizzo pec chiara.vanni@commercialistisiena.it, iscritta al n. 477/A dell'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Siena, al n. 178035 del Registro Revisori Legali e all'elenco dei Consulenti Tecnici d'Ufficio del Tribunale di Siena, ha ricevuto in data 15 marzo 2021 incarico dal Curatore del Fallimento Molino Val di Chiana di [redacted] S.n.c., Dott.ssa Franca Carta, di stimare il valore dell'azienda corrente in Sinalunga, frazione Bettolle, di proprietà della società fallita, comprensiva dell'eventuale valore dell'avviamento. È inoltre richiesto alla sottoscritta di stimare il valore della quota detenuta da [redacted] nella [redacted], oggetto di cessione a [redacted] in data 27 febbraio 2020. A tale ultima valutazione è dedicato il paragrafo 8 della presente relazione.

1.2 OBIETTIVI DELLA VALUTAZIONE E PRINCIPI APPLICATI

La valutazione, diretta ad accertare il valore dell'azienda Molino Val Di Chiana, è formulata ai fini fallimentari e, in particolare, con l'obiettivo di fornire agli organi della procedura la stima del complesso aziendale da porre a base delle vendite competitive a norma dell'art. 107 l.f..

La presente relazione è redatta in conformità ai Principi Italiani di Valutazione emanati dall'Organismo Italiano di Valutazione nel 2015 e, per quanto applicabili, agli International Valuation Standards aggiornati dall'IVSC nel 2013.

La presente valutazione è effettuata nella prospettiva della continuazione dell'attività aziendale (c.d. *going concern*). Tale prospettiva può essere assunta nonostante la fase liquidatoria giudiziale alla quale la Molino Val Di Chiana [redacted] S.n.c. è sottoposta, poiché la valutazione è effettuata relativamente ad un'entità aziendale che, ove estrapolata dal soggetto giuridico al quale appartiene, può continuare ad operare in funzionamento. La prospettiva della continuazione dell'attività costituisce un presupposto della presente valutazione.

1.3 PERIODO DI RIFERIMENTO

La valutazione si intende riferita al 30 aprile 2021, data prossima all'espletamento dell'incarico.

La presente valutazione è svolta sulla base della documentazione meglio dettagliata nel successivo paragrafo 3.

2 BREVE STORIA DELLA SOCIETÀ

2.1 INFORMAZIONI SULLA SOCIETÀ PROPRIETARIA DELL'AZIENDA

La società Molino Val di Chiana s.n.c. veniva costituita in data 31 ottobre 1985 ed aveva, fin dall'origine, per oggetto sociale l'attività artigiana di "*molino per cereali, vendita al dettaglio e all'ingrosso di farine, cruscami, cereali e generi alimentari*", oltre che le attività connesse alle precedenti e funzionali al raggiungimento degli scopi sociali.

Sin dal 1988 la compagine sociale risulta costituita dagli attuali soci amministratori, Sig.ri

I

Coerentemente con l'oggetto sociale, l'attività indicata come primaria al Registro Imprese fino alla data del 17 settembre 2018 risulta essere quella di "*molitura dei cereali, commercio al dettaglio di mangimi bilanciati e cereali ad uso zootecnico, vendita all'ingrosso di farine e preparati per pane e coadiuvanti o miglioratori per panifici e pasticcerie*".

Successivamente a tale data, a seguito della stipula di contratto di affitto di azienda (si veda, a tale proposito, il successivo paragrafo 2.2), viene segnalato l'inizio dell'attività principale di affitto di azienda e dell'attività secondaria di gestione di impianto di produzione di energia elettrica da impianto fotovoltaico con scambio sul posto.

Si rileva come, in effetti, l'attività di produzione di energia elettrica da impianto fotovoltaico risalga verosimilmente ad epoca precedente. Stando infatti a quanto riportato nella relazione tecnica redatta dall'Ing. Massimo Vaselli, perito stimatore dei beni mobili della società fallita, la presenza dell'impianto dovrebbe risalire al novembre 2011. Tale aspetto risulta tuttavia trascurabile ai fini della presente perizia in quanto si ritiene che, vista la ridotta entità dei proventi derivanti dalla gestione dell'impianto, tale attività non abbia un proprio autonomo valore ma vada inclusa nell'unitaria valutazione dell'azienda di molitura.

2.2 LE VICENDE SOCIETARIE RECENTI E L'AFFITTO D'AZIENDA

Con atto del 13 settembre 2018 a rogito Dott.ssa Maria Patrizia Bersotti, Notaio in Sinalunga, la società ha stipulato con la Macinazioni Valdichiana S.r.l.s. (c.f. 01479730523) un contratto di affitto avente ad oggetto l'azienda corrente in Sinalunga (SI), frazione Bettolle, Località Vignacce, per l'esercizio dell'attività di molitura di cereali, il commercio al dettaglio di mangimi bilanciati e cereali ad uso zootecnico, la vendita all'ingrosso di farine e preparati per pane e coadiuvanti o miglioratori per panifici e pasticcerie.

situazione patrimoniale della concedente". Anche tale considerazione, opportunamente soppesata sulla base delle evidenze numeriche, risulta rilevante ai fini della presente valutazione (*cfr.* paragrafo 4.2);

- nonostante all'atto della stipula del contratto non fossero in essere rapporti di lavoro subordinato, dovrà essere tenuto in considerazione che al termine della locazione la conduttrice potrebbe impiegare lavoratori dipendenti, nel qual caso i rapporti si trasferirebbero alla locatrice (o al terzo acquirente), con conseguenze da valutare anche in termini di responsabilità solidale *ex* art. 2112 c.c..

Successivamente alla stipula del contratto di affitto di azienda, in data 15 ottobre 2018, la società presentava domanda di concordato preventivo c.d. "in bianco" *ex* art. 161, co. 6 l.f.. Veniva quindi ammessa alla procedura di concordato preventivo in data 15 maggio 2019 che, tuttavia, non veniva omologato per mancato raggiungimento della maggioranza dei voti favorevoli da parte dei creditori.
Pertanto, con sentenza del 26 febbraio 2020, il Tribunale di Siena, disposta la revoca dell'ammissione al concordato, provvedeva sul ricorso – già pendente – presentato da un creditore sociale e dichiarava il fallimento della Molino Val Di Chiana S.n.c. e dei soci illimitatamente responsabili [illegible].

3 DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA PER LA STIMA AZIENDALE

Nella predisposizione della presente relazione si è avuto a disposizione, tra gli altri, i seguenti documenti:

- bilanci analitici della società fallita dall'anno 2014 all'anno 2019, oltre ad una situazione economico-patrimoniale riferita alla data del 2 marzo 2020 (allegato 3);
- partitari clienti e fornitori della società fallita relativi alle annualità 2016, 2017 e 2018 (allegato 4);
- visura camerale ordinaria e visura camerale storica della società fallita (allegato 5);
- contratto di affitto di azienda stipulato in data 13 settembre 2018 (allegato 1);
- contratto di locazione immobiliare stipulato in data 26 settembre 2018 tra la Sig.ra e la società affittuaria Macinazioni Valdichiana S.r.l.s. (allegato 9);
- relazione di stima redatta in data 19 febbraio 2021 dall'Ing. Massimo Vaselli su incarico del Curatore del fallimento relativamente ai beni materiali di proprietà della società fallita (allegato 2);
- bilancio d'esercizio in formato IV Direttiva CEE estrapolati dal Registro Imprese della società Macinazioni Valdichiana S.r.l.s. relativamente all'anno 2019 (allegato 6);
- bilancio analitico della società Macinazioni Valdichiana S.r.l.s. relativamente all'anno 2020 (allegato 7);

Le caratteristiche principali – ai fini che qui interessano – del contratto di affitto di azienda, ancora corrente tra le parti, sono le seguenti:

- durata di 9 anni, con decorrenza dal 17 settembre 2018 e successiva proroga tacita di anno in anno;
- canone annuale convenuto in 8.400,00 euro, da corrispondersi in rate mensili;
- esclusione dal trasferimento di debiti e crediti aziendali;
- subentro, da parte della affittuaria, nel contratto di locazione dell'immobile sito in Torrita di Siena, via Camparoni (sede locale adibita a magazzino);
- possibilità per la parte affittuaria di recedere anticipatamente con preavviso di 6 mesi;
- assenza di condizione risolutiva per il caso di vendita dell'azienda a terzi;
- manutenzione ordinaria e straordinaria a carico della società conduttrice;
- impegno della conduttrice a gestire l'azienda senza modificarne la destinazione e in modo da conservare l'efficienza dell'organizzazione e degli impianti.

Relativamente al contratto di affitto di azienda brevemente descritto, pare utile osservare quanto segue:

- si rileva la mancata esplicita inclusione nel contratto del diritto di utilizzo degli immobili in cui è svolta l'attività sociale. In data 26 settembre 2018 veniva stipulato tra la Sig.ra _ e la società affittuaria d'azienda Macinazioni Valdichiana S.r.l.s. un contratto di locazione degli immobili siti in Sinalunga (SI), frazione Bettolle, località Vignacce, nei quali è esercitata l'attività aziendale. Poiché tale contratto di locazione di immobile è certamente inerente all'azienda affittata, essendovi svolta l'attività principale, la scrivente ritiene che ad esso possa applicarsi – anche all'eventuale momento della retrocessione dell'azienda al termine dell'affitto – l'art. 2558 c.c.. Tale contratto, pertanto, sebbene non presente all'atto di affitto d'azienda deve comunque considerarsi incluso nel perimetro aziendale, in quanto qualora l'azienda tornasse nella disponibilità della procedura fallimentare per la successiva vendita a terzi, la procedura vi potrebbe subentrare e potrebbe quindi trasferirlo al terzo cessionario. Tale elemento risulta rilevante ai fini della presente valutazione (*cfr.* paragrafo 7.2);
- al contratto di affitto di azienda è allegato un accordo sottoscritto tra le parti per la determinazione del canone, in cui viene attribuito all'azienda affittata un valore pari a 185.000,00 euro, di cui 81.000,00 euro relativamente ai beni strumentali materiali e 104.000,00 euro relativamente all'avviamento. In tale accordo viene specificato che "*il valore attribuibile all'avviamento commerciale è limitato all'attività di produzione con esclusione dell'attività puramente commerciale che non verrà proseguita né dalla concedente né dall'affittuaria in quanto ha prodotto ricavi non monetizzati che hanno causato l'attuale difficile*

- ultimi bilanci d'esercizio in formato IV Direttiva CEE estrapolati dal Registro Imprese delle società Batignani S.r.l., Molini Fagioli S.r.l. e Molino Parri S.r.l. (allegato 8).

Il presente elaborato peritale è redatto sulla base della documentazione disponibile.

4 DESCRIZIONE ED IDENTIFICAZIONE DELL'AZIENDA OGGETTO DI STIMA

4.1 IDENTIFICAZIONE DEL PERIMETRO AZIENDALE

Come anticipato, l'azienda sottoposta a valutazione è sita nel comune di Sinalunga, frazione Bettolle, Località Vignacce n. 5 ed ha per oggetto l'attività di molitura di cereali, commercio al dettaglio di mangimi bilanciati e cereali ad uso zootecnico, vendita all'ingrosso di farine e preparati per pane e coadiuvanti o miglioratori per panifici e pasticcerie, attività esercitata in base alle seguenti autorizzazioni e licenze:

- autorizzazione rilasciata dal comune di Sinalunga in data 19 gennaio 1987 n. 493;
- licenza di macinazione rilasciata dalla Camera di Commercio Industria Artigianato e Agricoltura di Siena il 31 gennaio 2003 (e successivi rinnovi);
- autorizzazione sanitaria n. 30 rilasciata dal comune di Sinalunga in data 8 aprile 2002.

Al fine di individuare il perimetro del complesso aziendale oggetto di stima, si ritiene utile fare riferimento, in primo luogo, al contratto di affitto di azienda stipulato in data 13 settembre 2018 e, relativamente ai beni materiali di tale complesso, alla valutazione effettuata dall'Ing. Massimo Vaselli.

Relativamente ai cespiti materiali si rileva, in particolare, che nella perizia redatta dal tecnico stimatore sono distintamente valutati i seguenti gruppi di beni di proprietà della società fallita:

- autoveicoli risultanti dai Pubblici Registri Automobilistici (prevalentemente autocarri);
- attrezzature presenti presso la sede della società suscettibili di avere un valore economico indipendentemente dal contesto in cui vengono utilizzate (prevalentemente transpallet e carrelli elevatori);
- attrezzature afferenti specificatamente all'attività molitoria.

Si osserva al riguardo che, nonostante alcuni di tali beni abbiano un valore anche autonomo rispetto al complesso aziendale, risulta comunque opportuno a parere della sottoscritta includerli nel perimetro dell'unitaria organizzazione destinata all'impresa, essendo questo l'attuale utilizzo. La destinazione strumentale alle finalità proprie dell'azienda di molitura è peraltro confermata dal contratto di affitto di

azienda, ove viene fatto riferimento a tutti i beni mobili risultanti da libro dei cespiti ammortizzabili e ai medesimi beni mobili registrati intestati alla società fallita riportati nella perizia di stima dell'Ing. Vaselli.
Al fine di verificare se il complesso aziendale considerato abbia un valore intrinseco ulteriore rispetto alla mera somma del valore dei singoli cespiti che lo compongono, risulta utile considerare brevemente quali siano state alcune delle possibili cause della crisi aziendale che ha portato al fallimento (si tralascia in questa sede una trattazione più compiuta, riservata alle relazioni degli organi della procedura).
Nonostante la dichiarazione di fallimento della società, il complesso aziendale potrebbe infatti essere dotato di un proprio valore e di un apprezzabile livello di redditività se depurato degli elementi che hanno causato (o concausato) la crisi aziendale e quindi il dissesto.
In particolare, analizzando i bilanci della società fallita per il periodo precedente alla presentazione della domanda di concordato preventivo (anni dal 2014 al 2018) si osserva che i risultati di periodo sono influenzati in misura rilevante da perdite su crediti iscritti nell'attivo patrimoniale. Come meglio approfondito nel successivo paragrafo 4.2, dall'analisi delle situazioni economico patrimoniali rettificate emerge un'attività potenzialmente redditizia, ma svolta in parte nei confronti di soggetti scarsamente solvibili.
Tale convincimento risulta anche dall'accordo sottoscritto tra la Molino Valdichiana S.n.c. e la Macinazioni Valdichiana S.r.l.s. allegato al contratto di affitto di azienda, ove le parti riconoscono che "*il valore attribuibile all'avviamento commerciale è limitato all'attività di produzione con esclusione dell'attività puramente commerciale che non verrà proseguita né dalla concedente né dalla affittuaria in quanto ha prodotto ricavi non monetizzati che hanno causato l'attuale difficile situazione patrimoniale della concedente*" e che "*l'affittuaria dovrà ricercare nuova clientela a seguito della politica aziendale perseguita dalla concedente nei precedenti anni che, privilegiando clienti di maggiori dimensioni, ha provocato la perdita di clientela frazionata e solvibile*".
Posto che la causa della crisi non sembra essere derivata tanto dalla scarsa redditività dell'attività caratteristica aziendale quanto dalla tipologia di clientela *target*, pare utile condurre una preventiva breve analisi sui crediti incagliati, al fine di individuare la parte di attività svolta dalla società fallita nei confronti di clienti solvibili e delimitare quindi il ramo aziendale con potenziale valore positivo.

4.2 BREVE ANALISI DEI RISULTATI AZIENDALI

Riprendendo quanto anticipato al precedente paragrafo, si espongono di seguito i conti economici degli ultimi esercizi della società fallita antecedenti all'affitto di azienda, rettificandoli poi per gli elementi ordinari e straordinari di "inquinamento" dei risultati:

	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	17/09/2018
CONTO ECONOMICO					
A) Valore della produzione	**1.425.092,49**	**1.621.987,97**	**1.968.927,81**	**2.054.374,48**	**1.087.079,83**
1) Ricavi delle vendite e delle prestazioni	1.405.673,10	1.614.917,09	1.909.495,53	2.066.862,01	1.094.335,94
2) Variazione rimanenze prodotti in corso di lavor., semi	8.948,26	540,09	45.140,95	-20.265,80	-33.978,50
3) Variazione dei lavori in corso su ordinazione	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
4) Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
5) Altri ricavi e proventi	10.471,13	6.530,79	14.291,33	7.778,27	26.722,39
B) Costi della produzione	**1.261.829,76**	**1.423.595,75**	**1.875.892,36**	**2.057.173,02**	**1.685.684,14**
6) Acquisti materie prime, sussidiarie, di consumo e di m	1.031.178,77	1.147.631,69	1.462.153,66	1.625.793,53	800.433,38
7) Spese per prestazioni di servizi	96.203,13	168.408,51	151.289,98	171.959,60	93.488,28
8) Spese per godimento di beni di terzi	4.200,00	5.093,50	5.760,00	9.282,06	8.037,83
9) Costi del personale	14.811,00	20.918,43	41.359,21	59.550,93	38.721,14
10) Ammortamenti e svalutazioni	26.047,52	21.504,74	16.654,79	14.455,75	12.393,04
11) Variazioni rimanenze materie prime, sussid., di consu	44.906,60	1.299,30	-14.035,05	-41.174,25	54.291,52
12) Accantonamenti per rischi	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
13) Altri accantonamenti	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
14) Oneri diversi di gestione	44.482,74	58.739,58	212.709,77	217.305,40	678.318,95
Differenza tra Valore e Costo della Produzione	163.262,73	198.392,22	93.035,45	-2.798,54	-598.604,31
C) Proventi e oneri finanziari	**-24.678,96**	**-34.040,05**	**-43.969,54**	**-28.822,83**	**-48.806,94**
15) Proventi da partecipazioni	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
16) Altri proventi finanziari	155,00	353,82	124,67	4,38	0,73
17) Interessi e altri oneri finanziari:	24.833,96	34.393,87	44.094,21	28.827,21	48.807,67
17-bis) Utili e perdite su cambi	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
D) Rettifiche di valore di attività finanziarie	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**
18) Rivalutazioni	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
19) Svalutazioni	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
E) Proventi e oneri straordinari	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**
20) Proventi straordinari	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
21) Oneri straordinari	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Risultato prima delle imposte	138.583,77	164.352,17	49.065,91	-31.621,37	-647.411,25
22) Imposte sul reddito dell'esercizio	8.133,00	10.161,00	11.587,00	0,00	3.297,00
a) Imposte correnti	8.133,00	10.161,00	11.587,00	0,00	3.297,00
b) Imposte differite	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
c) Imposte anticipate	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
23) Utile (Perdita) dell'esercizio	130.450,77	154.191,17	37.478,91	-31.621,37	-650.708,25

Componenti straordinari da rettificare:					
Perdite su crediti	32.508,15	46.191,00	187.689,46	207.977,47	638.369,44
Componenti ordinarie da rettificare:					
Affitti azienda					-2.100,00
Interessi passivi	22.113,96	31.673,87	41.374,21	26.107,21	46.087,67
Compenso figurativo soci lavoratori (n. 2)	-70.000,00	-70.000,00	-70.000,00	-70.000,00	-50.000,00
Imposte correnti	-27.182,87	-39.574,00	-48.731,92	-40.652,99	8.928,96
Utile (Perdita) dell'esercizio rettificato	**87.890,01**	**122.482,04**	**147.810,66**	**91.810,32**	**-9.422,18**

In particolare, l'utile degli esercizi è stato rettificato per sterilizzare l'effetto prodotto dai seguenti elementi:

- perdite su crediti, appostate nell'arco dei cinque anni considerati per un totale di 1.112.735,52 euro;
- interessi passivi, eccessivi rispetto alla struttura patrimoniale dell'azienda, derivanti dallo squilibrio finanziario della società, rettificati in considerazione di una struttura finanziaria "normale";
- compenso figurativo di n. 2 soci lavoratori (così risultante da accordo allegato al contratto di affitto di azienda), non rappresentato altrimenti né tra il costo del personale dipendente né tra le spese per servizi come compensi spettanti agli amministratori;

- imposte correnti, stimate in base al risultato rettificato.

Le situazioni economico patrimoniali sopra esposte, rettificate degli elementi "non caratteristici" o distorsivi, evidenziano risultati di periodo positivi e costituiscono pertanto un primo indice della redditività aziendale.

Basare la valutazione dell'azienda in oggetto su tali risultanze sarebbe tuttavia, a parere della scrivente, poco indicativo. È infatti necessario "scorporare", come anticipato, la parte di attività riferibile alla clientela non solvibile in quanto tale settore è soltanto potenzialmente redditizio ma, nei fatti, non utilmente proseguibile.

Premesso che, stante l'impianto contabile della società fallita, non è possibile scorporare i conti economici riferiti all'attività di "produzione" (così definita nell'accordo allegato al contratto di affitto), la scrivente ha innanzitutto provveduto a scomporre il fatturato, nel presupposto che da esso possa poi essere ricostruito un "conto economico standard" di periodo.

Si è quindi proceduto come segue:

- sono stati individuati, su indicazione dell'Amministratore della società fallita, i principali clienti nei cui confronti era svolta l'attività di pura commercializzazione;
- sono quindi stati individuati dai partitari contabili i clienti (ulteriori rispetto ai precedenti) per i quali sono state iscritte perdite su crediti negli esercizi 2016, 2017 e 2018;
- sono quindi stati individuati dai partitari contabili gli ulteriori clienti per i quali risultavano crediti incagliati, pur se non portati a perdita negli esercizi 2016, 2017 e 2018;
- è stato quindi determinato il fatturato prodotto dalla società nei confronti di tutti i clienti sopra considerati negli esercizi 2016, 2017 e 2018.

In particolare:

- i principali clienti nei cui confronti era svolta l'attività di pura commercializzazione sono Panificio Il Mago Pancione, L'Arte del Pane e Panificio Colzi;
- gli ulteriori clienti per i quali risultano iscritte perdite su crediti sono La Nuova Maison, Ale&Cri S.r.l., S[illegible]o, B[illegible]c[illegible] S.n.c., La Maison de La Baguette, Toscana Pane;
- infine sono stati considerati clienti ulteriori incagliati Forno Nesti, Vapoforno Albinia, Gest.Co S.r.l. e Panitaly S.r.l..

Da tale analisi è risultato, in sintesi, quanto segue:

	31/12/2016	31/12/2017	17/09/2018
Totale ricavi dalle vendite e dalle prestazioni	1.909.495,53	2.066.862,01	1.094.335,94
Fatturato da clienti commercializzazione o poco solvibili	1.210.655,00	1.158.825,00	694.452,00
Ricavi attività macinazione	**698.840,53**	**908.037,01**	**399.883,94**

Considerando che i dati riportati relativamente al 2018 sono riferiti alla frazione d'anno dal 1 gennaio 2018 al 17 settembre dello stesso anno (quando fu concessa in affitto l'azienda), si evidenzia come il volume così stimato dei ricavi derivanti dall'attività di macinazione sia sostanzialmente coerente con quello indicato dalla società fallita e dall'affittuaria nel già citato accordo allegato al contratto di affitto.
In tale sede le parti facevano riferimento al fatturato conseguito negli anni 2011, 2012 e 2013, in cui la società esercitava quasi esclusivamente l'attività di produzione, fatturato che risultava mediamente pari ad euro 816.911,00. Nel fare riferimento a tale dato storico e nel confermarlo a base della stima del canone annuo di locazione dell'azienda, le parti hanno evidentemente ritenuto tale dato ancora attuale, circostanza che risulta in linea di massima confermata dall'analisi sopra svolta.

5 I METODI DI VALUTAZIONE AZIENDALE

In base a quanto stabilito al punto III.1.11 dei Principi Italiani di Valutazione e a quanto comunemente accettato dalla dottrina aziendalistica, la valutazione d'azienda può essere demandata a diversi approcci metodologici, riconducibili ai seguenti criteri:

- criteri basati sui flussi (reddituali o finanziari);
- criteri patrimoniali;
- criteri "misti" reddituali-patrimoniali;
- criteri comparativi di mercato.

5.1 I METODI REDDITUALI E FINANZIARI

La valorizzazione di un complesso aziendale può essere determinata in funzione dei flussi prospettici che lo stesso è in grado di produrre nel tempo. Tali flussi possono avere, rispettivamente, natura reddituale o finanziaria.
Il metodo reddituale si basa sul presupposto che il valore reale di un'azienda debba essere determinato in base al suo valore economico, ossia in funzione dei redditi che il capitale considerato è in grado di produrre nel futuro. In base al metodo finanziario, di converso, il valore di un'azienda è determinato in funzione dei flussi di cassa disponibili per gli azionisti o, più in generale, per gli stakeholders.
Con l'applicazione di tali metodi si giunge quindi alla quantificazione del valore economico dell'azienda mediante l'attualizzazione, con un adeguato tasso di sconto, dei presumibili redditi futuri ovvero dei presumibili flussi di cassa futuri su un orizzonte che può avere durata indefinita o limitata.
L'ambito applicativo dell'approccio basato sui metodi reddituali è circoscritto alle seguenti fattispecie:

- imprese caratterizzate da un basso livello di patrimonializzazione, aventi, cioè, una redditività espressa in termini di capitale corrente e non, invece, di capitale immobilizzato;
- imprese caratterizzate da un basso livello di patrimonializzazione e da un'elevata dotazione di beni immateriali;
- aziende che operano nel settore commerciale, dei servizi, di intermediazione o di consulenza.

Per l'utilizzo dei metodi basati sui flussi finanziari è invece necessaria l'esistenza di piani d'impresa predisposti dal management fondati su ipotesi credibili. Un piano efficace deve in particolare dare indicazioni degli assunti su cui si basa per definire i risultati e lo sviluppo sostenibile

5.2 I METODI PATRIMONIALI

Con i metodi patrimoniali la valutazione viene fatta avendo a riferimento la struttura dell'azienda esistente. L'applicazione di tali metodi comporta quindi la determinazione del valore del capitale economico (cd. "capitale netto rettificato") attraverso la valutazione analitica delle componenti patrimoniali attive e passive dell'azienda.

A tale grandezza si giunge partendo dai dati di bilancio della società oggetto di valutazione, rettificandoli nella misura in cui differiscono dal valore corrente alla data in cui si svolge la valutazione dell'azienda. La rivalutazione delle poste contabili differisce, in particolare, in relazione al fatto che ci si riferisca a elementi attivi o passivi: i primi devono essere rivalutati a valori correnti di riacquisto sul mercato o, nell'ipotesi in cui gli elementi in questione non siano negoziabili sui mercati attivi, al valore di riproduzione. I secondi devono essere valutati a valori correnti di rinegoziazione.

I metodi patrimoniali non prendono in considerazione, invece, aspetti reddituali e non danno quindi luogo all'evidenziazione del cd. "avviamento".

Guardando agli elementi patrimoniali che vengono considerati nella stima, i metodi in analisi si distinguono in semplici e complessi.

Il metodo patrimoniale semplice si limita a considerare i soli elementi che figurano nello stato patrimoniale. Il metodo patrimoniale complesso, invece, considera anche taluni valori che non vi sono iscritti, come i beni immateriali non contabilizzati.

L'applicazione dei metodi patrimoniali sembra tuttora particolarmente utile per la valutazione di quelle imprese in cui il "peso" del patrimonio immobiliare è prevalente rispetto alla valorizzazione delle prospettive reddituali.

5.3 I METODI MISTI

La valutazione dell'azienda sulla base dei metodi misti è fondata sull'osservazione sia della struttura patrimoniale sia della capacità reddituale dell'impresa. Il valore è dunque definito guardando, da un lato, al valore dei singoli elementi che costituiscono il complesso aziendale e, dall'altro, alla sua redditività.

Tra i principali metodi misti annoverati dalla dottrina aziendalistica, quello che per la relativa semplicità di applicazione e la stabilità dei risultati ottenuti sembra essere preferibile è il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento.

Per l'applicazione di tale metodo è necessario analizzare, in primo luogo, la consistenza patrimoniale ai fini della determinazione del capitale netto rettificato. In secondo luogo, è quindi necessario stimare l'entità dell'avviamento che, sommato al capitale netto rettificato, fornisce il valore dell'azienda.

L'avviamento, come noto, può avere segno positivo o negativo in relazione al fatto che la redditività prospettica dell'azienda sia superiore o inferiore a quella normale della stessa, ottenuta considerando il profilo di rischio.

Il valore economico del capitale scaturisce quindi dalla somma dei due addendi. Nel caso in cui si riscontri un avviamento positivo (*goodwill*), il capitale economico risulterà superiore al capitale netto rettificato. In caso contrario, ovvero qualora l'avviamento sia negativo (*badwill*), il capitale economico sarà inferiore al capitale netto rettificato.

Per chiarire i concetti di avviamento positivo o negativo, occorre introdurre una grandezza che sia in grado di rappresentare un idoneo termine di paragone con il reddito prospettico, allo scopo di determinare segno ed entità del reddito differenziale. In altre parole, la definizione tanto di sovraredditi che di sottoredditi non può essere espressa se non con riferimento ad un valore che costituisce una base di confronto con il reddito atteso. Il termine in questione, che rappresenta il reddito normalmente conseguibile dall'impresa senza condizione di vantaggio o svantaggio competitivo, si ottiene moltiplicando il capitale netto rettificato - espressione a valori correnti dell'equity - per il tasso di remunerazione normale del capitale di proprietà.

5.4 IL METODO DEI MULTIPLI

Il metodo dei multipli consente di stimare il valore di un'azienda a partire dal valore attribuito a complessi aziendali similari. I multipli, in particolare, rappresentano il rapporto tra un prezzo e una misura di performance realizzata da una società in un dato periodo. Grandezze tipicamente utilizzate sono i ricavi, l'utile, l'EBITDA, tuttavia – in base alla tipologia di azienda da stimare – sono talvolta utilizzati anche multipli di grandezze fisiche indicative della capacità del business aziendale.

Ai fini dell'applicazione di tale metodo valutativo è necessaria la presenza sul mercato di soggetti comparabili, per dimensioni e tipologia di attività svolta rispetto a quella dell'azienda considerata.

6 LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE

La scelta della metodologia di valutazione di un'azienda è tendenzialmente legata a diversi fattori, quali:

- le caratteristiche dell'azienda da stimare;
- le finalità della stima;
- le informazioni disponibili per la valutazione.

Nella scelta del metodo di stima operata ai fini della presente relazione, un peso preponderante è stato attribuito alla tipologia di azienda in oggetto, in considerazione dei seguenti fattori:

- struttura aziendale non pesantemente immobilizzata, nella quale tuttavia vi è la presenza di una parte di cespiti aventi valore intrinseco anche autonomo rispetto all'attività esercitata;
- rilevanza del livello di redditività prodotta, non costituendo il complesso aziendale un "bene investimento" quanto piuttosto un potenziale strumento di produzione di utili.

Posto quanto sopra, si ritiene che l'utilizzo di un metodo reddituale puro non darebbe corretta evidenza degli elementi materiali suscettibili anche di autonoma valorizzazione. Poiché, tuttavia, anche il metodo patrimoniale puro risulterebbe scarsamente confacente alla tipologia aziendale analizzata, non trattandosi di struttura particolarmente immobilizzata, si ritiene che il migliore metodo di valutazione per la stima dell'azienda Molino Valdichiana S.n.c. sia il metodo misto patrimoniale con stima autonoma dell'avviamento.

È soltanto il caso di sottolineare, invece, come non sia utilmente impiegabile il metodo di valutazione basato sui multipli di mercato, in ragione delle dimensioni piuttosto ridotte dell'azienda oggetto di stima, che la rendono difficilmente paragonabile ad altre entità presenti sul mercato i cui dati economici siano liberamente disponibili (si tratterebbe, nella maggioranza dei casi, di società di persone i cui bilanci non sono depositati presso il Registro delle Imprese).

Si ritiene infine che le finalità della stima (valutazione propedeutica alle vendite competitive *ex* art. 107 l.f.) e il contesto fallimentare nel quale la società proprietaria dell'azienda si trova, non rilevino ai fini della scelta della metodologia di stima da adottare poiché, come anticipato, nonostante la fase liquidatoria l'azienda continua ad operare in funzionamento.

7 APPLICAZIONE DEL METODO MISTO PATRIMONIALE CON STIMA AUTONOMA DELL'AVVIAMENTO

Il valore del complesso aziendale stimato con il metodo prescelto può essere determinato come somma del cd. "capitale netto rettificato" e del valore attribuito all'avviamento, secondo la formula

$W = K + (R - i' K) *a\neg ni$

dove

W = valore di stima dell'azienda

K = capitale netto rettificato

R = reddito medio atteso per il futuro

i' = tasso di rendimento normale per il tipo di investimento considerato

i = tasso di attualizzazione dei sovraredditi futuri

n = durata che esprime la redditività del profitto

Nei paragrafi che seguono, si provvede ad analizzare le singole voci della formula sopra indicata al fine di addivenire alla stima del complesso aziendale.

7.1 IL PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO

Il patrimonio netto rettificato costituisce la rappresentazione degli elementi attivi (ed eventualmente passivi) patrimoniali dell'azienda considerata, effettuata a valori correnti.

Si è già avuto modo, nei precedenti paragrafi, di descrivere qualitativamente il perimetro dell'azienda oggetto di stima.

Di essa fanno in particolare parte integrante i beni materiali già oggetto di autonoma valutazione da parte dell'Ing. Vaselli, stimati complessivamente in euro 68.930,00.

La sottoscritta ritiene che, dal punto di vista dei cespiti aziendali, il complesso aziendale non sia suscettibile di rilevanti modifiche dipendenti dal contratto di affitto di azienda. Si osserva infatti che all'art. 12 del medesimo contratto viene pattuito espressamente che i beni acquistati nel corso dell'affitto siano attribuiti automaticamente alla proprietà della parte affittuaria senza necessità di conguagli.

Nel contratto di affitto le parti nulla convengono invece in merito alle rimanenze di magazzino, non espressamente escluse dal perimetro del trasferimento. Potrebbe pertanto verificarsi che, in caso di retrocessione dell'azienda al fallimento, essa includa anche merci e materie in giacenza. Poiché, tuttavia, è impossibile conoscere l'eventuale quantità e qualità delle rimanenze che in futuro potranno essere restituite unitamente all'azienda, si ritiene di non considerare il relativo valore (ad oggi eventuale e

sconosciuto) nella determinazione del capitale netto rettificato. Qualora si verifichi la circostanza descritta, tale (eventuale) importo potrà essere valorizzato in base ai prezzi correnti e sommato al valore aziendale stimato.

Si ritiene invece di escludere dal perimetro patrimoniale dell'azienda i seguenti ulteriori elementi presenti nel bilancio della società fallita:

- partecipazioni in altre imprese (trattasi di partecipazioni in istituti di credito);
- crediti che, ove esigibili, verranno recuperati dalla procedura fallimentare ma che non fanno parte del perimetro aziendale;
- debiti per i quali, a norma dell'art. 105 l.f., è generalmente esclusa la responsabilità dell'acquirente dell'azienda.

Per completezza si ritiene opportuno segnalare che nella stima del complesso aziendale si dovrebbe tenere conto anche delle passività potenziali delle quali l'eventuale acquirente dell'azienda potrebbe essere chiamato a rispondere. A tale proposito, anche in considerazione del fatto che il contratto di affitto di azienda è antecedente all'apertura del fallimento (e della precedente procedura di concordato preventivo), vi potrebbe essere in astratto un obbligo solidale *ex* art. 2112 c.c. della terza acquirente dell'azienda per i debiti da lavoro dipendente maturati ed eventualmente non saldati in costanza di affitto. Tale rischio, da declinare in funzione anche della modalità diretta o indiretta di passaggio dell'azienda dall'affittuaria all'acquirente, risulta tuttavia estremamente limitato in base agli elementi a disposizione. Si consideri infatti che alla data del 31 dicembre 2020 (ultimo bilancio disponibile della Macinazioni Valdichiana S.r.l.s. – allegato 7) risultavano debiti verso lavoratori dipendenti per euro 8.810,96. Per tale motivo si ritiene di non attribuire alcuna decurtazione di valore a fronte di tale rischio, alla data attuale particolarmente esiguo.

Posto quanto sopra, la scrivente ritiene di confermare il valore del capitale netto rettificato esclusivamente nell'importo stimato dall'Ing. Vaselli per i beni materiali facenti parte dell'azienda.

Sarà quindi che K (capitale netto rettificato) = 68.930,00 euro.

7.2 LA STIMA DEL REDDITO MEDIO ATTESO

Il reddito medio atteso rappresenta il risultato economico che il complesso aziendale è potenzialmente in grado di produrre in futuro, in considerazione dei risultati storici ottenuti e delle prospettive realisticamente verificabili.

Quanto brevemente analizzato al paragrafo 4.2 si ritiene sufficiente a rappresentare le premesse dell'analisi che segue. In particolare, i risultati prodotti dalla società fallita in epoca antecedente alla

presentazione della domanda di concordato, pur se rettificati degli elementi "non caratteristici" o distorsivi, non risultano indicativi per la stima del reddito medio atteso, essendo invece necessario scorporare la sola parte di attività riferibile alla clientela solvibile.

Per giungere alla grandezza ricercata, la scrivente ha provveduto a prendere in esame anche i risultati raggiunti dalla società affittuaria Macinazioni Valdichiana S.r.l.s., come risultanti dal bilancio depositato presso il Registro delle Imprese e relativo all'annualità 2019 e dalla bozza di bilancio analitico relativo all'annualità 2020, messo a disposizione dalla stessa affittuaria.

Si riporta di seguito il relativo schema di conto economico:

	Macinazioni Valdichiana S.r.l.s.	
	2019	2020
CONTO ECONOMICO		
A) Valore della produzione	**448.542,00**	**469.433,67**
1) Ricavi delle vendite e delle prestazioni	450.774,00	464.647,81
2) Variazione rimanenze prodotti in corso	-4.328,00	1.770,91
3) Variazione dei lavori in corso su ordinaz	0,00	0,00
4) Incrementi di immobilizzazioni per lavo	0,00	0,00
5) Altri ricavi e proventi	2.096,00	3.014,95
B) Costi della produzione	**404.478,00**	**462.572,16**
6) Acquisti materie prime, sussidiarie, di c	317.151,00	333.698,89
7) Spese per prestazioni di servizi	56.826,00	73.192,13
8) Spese per godimento di beni di terzi	12.545,00	12.525,30
9) Costi del personale	6.940,00	27.873,63
10) Ammortamenti e svalutazioni	11.772,00	9.826,32
11) Variazioni rimanenze materie prime, su	-3.096,00	76,50
12) Accantonamenti per rischi	0,00	0,00
13) Altri accantonamenti	0,00	0,00
14) Oneri diversi di gestione	2.340,00	5.379,39
Differenza tra Valore e Costo della Produzione	44.064,00	6.861,51
C) Proventi e oneri finanziari	**-12,00**	**-2.206,75**
15) Proventi da partecipazioni	**0,00**	**0,00**
16) Altri proventi finanziari	**0,00**	**0,23**
17) Interessi e altri oneri finanziari:	**12,00**	**2.206,98**
17-bis) Utili e perdite su cambi	**0,00**	**0,00**
D) Rettifiche di valore di attività finanziarie	**0,00**	**0,00**
18) Rivalutazioni	**0,00**	**0,00**
19) Svalutazioni	**0,00**	**0,00**
E) Proventi e oneri straordinari	**0,00**	**0,00**
20) Proventi straordinari	**0,00**	**0,00**
21) Oneri straordinari	**0,00**	**0,00**
Risultato prima delle imposte	44.052,00	4.654,76
22) Imposte sul reddito dell'esercizio	**11.034,00**	**1.165,91**
a) Imposte correnti	11.034,00	1.165,91
b) Imposte differite	0,00	0,00
c) Imposte anticipate	0,00	0,00
23) Utile (Perdita) dell'esercizio	**33.018,00**	**3.488,85**

I dati risultanti dal conto economico sopra riportati possono essere considerati una valida base per la rappresentazione della struttura dei costi aziendali caratteristici dell'attività proseguita dall'affittuaria (e potenzialmente dalla futura cessionaria d'azienda).

Si osserva tuttavia che il livello di fatturato prodotto (circa 460.000,00 euro) è significativamente inferiore rispetto a:

- fatturato posto a base della determinazione del canone di affitto di azienda dalla società fallita e dall'affittuaria in data 13 settembre 2018, pari a 816.911,00 euro, derivante dalla media dei ricavi afferenti all'attività di produzione svolta negli anni 2011, 2012 e 2013;
- fatturato medio derivante dall'attività svolta dalla società fallita negli anni 2016, 2017 e 2018 nei confronti dei clienti solvibili (per la determinazione del quale si rimanda al precedente paragrafo 4.2), pari ad euro 722.750,00 annui (media del fatturato relativo al 2016 per euro 698.840,00, al 2017 per euro 908.037,00, al 2018 per euro 561.375,00 su base annua).

Posto quanto sopra, si ritiene congruo considerare come livello medio atteso annuo di ricavi futuri l'importo di euro 530.000,00, in considerazione:

- del livello di fatturato raggiunto nell'ultimo esercizio ante affitto di azienda (2018), nel quale risulta realizzato un volume complessivo di 563.000,00 euro, tra vecchia e nuova gestione;
- dell'incremento di fatturato realizzato dalla società affittuara dall'esercizio 2019 al 2020 che, pur non particolarmente consistente (14.000,00 euro circa, pari a circa il 3 per cento), deve essere letto anche in funzione del particolare periodo di crisi economica che ha interessato l'anno 2020 in conseguenza della pandemia Covid-19.

Nonostante l'analisi effettuata relativamente agli esercizi precedenti porti ad evidenziare, come indicato in precedenza, livelli di fatturato verso creditori solvibili sensibilmente superiore (700.000,00 – 800.000,00 euro), si ritiene tuttavia che tali importi non possano ragionevolmente essere posti a base dei ricavi medi attesi futuri, non essendo indicativi dei volumi di attività attualmente svolta dall'affittuaria e, quindi, dell'azienda nel suo stato attuale.

A partire da questo dato e utilizzando la struttura dei costi della Macinazioni Valdichiana S.r.l.s. (adeguatamente rettificata), si è provveduto a costruire un conto economico prospettico indicativo dei risultati mediamente attesi dall'azienda oggetto di valutazione.

Relativamente alle rettifiche operate alla struttura dei costi della società affittuaria, si sottolinea quanto segue:

- è stata mantenuta costante l'incidenza dei costi variabili, costituiti essenzialmente dagli acquisti di materie prime e merci;
- le spese per prestazioni di servizi sono costituite essenzialmente da costi fissi o semifissi di esercizio. Per tale motivo esse risultano scarsamente sensibili alle variazioni di fatturato e, quindi, sono state mantenute pari a quelle sostenute nell'ultimo esercizio (2020);

- le spese per godimento beni di terzi sono state rettificate per considerare il fatto che, a seguito di acquisto dell'azienda, non sarà dovuto alcun canone di locazione per la stessa. In tale voce residuano invece i costi sostenuti per canoni di locazione relativi ai beni immobili nei quali è esercitata l'attività. Preme sottolineare come il reddito medio atteso derivi anche dalle condizioni (verosimilmente piuttosto favorevoli) alle quali è concesso in locazione da terzi l'immobile sito in Sinalunga, frazione Bettolle, in cui è esercitata l'attività sociale (canone annuo pari ad euro 6.480,00). A tale proposito si rinvia a quanto già anticipato al paragrafo 2.2, relativamente alla trasferibilità di tale contratto dall'affittuario di azienda alla proprietaria procedura fallimentare in caso di retrocessione dell'azienda affittata (e, quindi, ai potenziali terzi acquirenti). Per tale motivo si è ritenuto corretto non rettificare il reddito atteso per considerare ulteriori oneri per godimento beni di terzi.;
- i costi del personale sono stati soltanto marginalmente incrementati, rappresentando costi di fatto semi-fissi. Si è ritenuto di non apportare ulteriori rettifiche per considerare il costo figurativo del socio e amministratore unico attualmente partecipante all'attività sociale, poichè il relativo compenso figura già tra i costi per servizi (esercizio 2020) come compenso attribuito agli amministratori;
- gli ammortamenti sono stati modificati in considerazione del capitale netto rettificato. Affinché la stima non pecchi di incoerenza, è infatti necessario che K e R siano valori omogenei;
- gli oneri finanziari sono stati stimati in funzione del costo del debito necessario a finanziare la struttura fissa materiale dell'azienda e posti quindi pari al 3,5 per cento di 68.000,00 euro;
- le imposte dell'esercizio sono state rettificate in funzione del risultato ante imposte ottenuto.

Si riporta quindi di seguito il conto economico normale atteso dell'azienda oggetto di valutazione:

	Macinazioni Valdichiana S.r.l.s.		Esercizio standard
	2019	2020	
CONTO ECONOMICO			
A) Valore della produzione	448.542,00	469.433,67	532.500,00
1) Ricavi delle vendite e delle prestazioni	450.774,00	464.647,81	530.000,00
2) Variazione rimanenze prodotti in corso	-4.328,00	1.770,91	0,00
3) Variazione dei lavori in corso su ordinaz	0,00	0,00	0,00
4) Incrementi di immobilizzazioni per lavo	0,00	0,00	0,00
5) Altri ricavi e proventi	2.096,00	3.014,95	2.500,00
B) Costi della produzione	404.478,00	462.572,16	494.719,02
6) Acquisti materie prime, sussidiarie, di c	317.151,00	333.698,89	372.839,75
7) Spese per prestazioni di servizi	56.826,00	73.192,13	73.192,13
8) Spese per godimento di beni di terzi	12.545,00	12.525,30	6.500,00
9) Costi del personale	6.940,00	27.873,63	30.000,00
10) Ammortamenti e svalutazioni	11.772,00	9.826,32	9.847,14
11) Variazioni rimanenze materie prime, su	-3.096,00	76,50	0,00
12) Accantonamenti per rischi	0,00	0,00	0,00
13) Altri accantonamenti	0,00	0,00	0,00
14) Oneri diversi di gestione	2.340,00	5.379,39	2.340,00
Differenza tra Valore e Costo della Produzione	44.064,00	6.861,51	37.780,98
C) Proventi e oneri finanziari	-12,00	-2.206,75	-2.380,00
15) Proventi da partecipazioni	0,00	0,00	0,00
16) Altri proventi finanziari	0,00	0,23	0,00
17) Interessi e altri oneri finanziari:	12,00	2.206,98	2.380,00
17-bis) Utili e perdite su cambi	0,00	0,00	0,00
D) Rettifiche di valore di attività finanziarie	0,00	0,00	0,00
18) Rivalutazioni	0,00	0,00	0,00
19) Svalutazioni	0,00	0,00	0,00
E) Proventi e oneri straordinari	0,00	0,00	0,00
20) Proventi straordinari	0,00	0,00	0,00
21) Oneri straordinari	0,00	0,00	0,00
Risultato prima delle imposte	44.052,00	4.654,76	35.400,98
22) Imposte sul reddito dell'esercizio	11.034,00	1.165,91	11.271,87
a) Imposte correnti	11.034,00	1.165,91	11.271,87
b) Imposte differite	0,00	0,00	0,00
c) Imposte anticipate	0,00	0,00	0,00
23) Utile (Perdita) dell'esercizio	33.018,00	3.488,85	24.129,10

Ai fini della stima del valore dell'azienda, da quanto sopra risulta R (reddito medio atteso per il futuro) = 24.129,00 euro.

7.3 LA STIMA DEI SOVRAREDDITI MEDI ATTESI

Come anticipato, la stima dell'avviamento viene effettuata sulla base dei sovraredditi attesi futuri, ossia sulla base dell'attualizzazione degli utili dell'impresa "eccedenti" il livello di normale redditività di investimenti similari.

A tale proposito, nella formula riportata al precedente paragrafo 7, i sovraredditi attesi sono identificati da R – i' K.

Al fine di individuare il tasso di redditività "normale" del tipo di investimento analizzato, si è preso a riferimento la redditività di tre società operanti nel settore di riferimento, nella zona in cui è sita l'attività della società fallita, i cui dati sono disponibili presso il Registro delle Imprese.

Ne risulta, come riportato nella tabella seguente, una redditività media (ROE = return on equity) del 7,02 per cento.

	Utile	Patrimonio Netto	ROE
Batignani Srl	34.916,00	1.167.841,00	2,99%
Molini Fagioli Srl	295.100,00	8.895.819,00	3,32%
Molino Parri Srl	946.670,00	6.411.409,00	14,77%
Media ROE			**7,02%**

Tale redditività è stata considerata indicativa del tasso di rendimento normale per il tipo di investimento considerato (i'). Applicando tale tasso al capitale netto rettificato (euro 68.930,00), si individua il livello di reddito normale atteso per la struttura considerata (euro 4.842,00).

Pertanto i sovraredditi attesi risultano pari a 19.287,00 euro annui, pari alla differenza tra reddito medio atteso (24.129,00 euro) e reddito normale (4.842,00 euro).

7.4 L'ATTUALIZZAZIONE DEI SOVRAREDDITI ATTESI

Il tasso di capitalizzazione (i) è l'espressione del costo del capitale. Esso assolve due distinte funzioni, ossia:

- esprimere il valore finanziario del tempo (secondo il principio per cui una rendita lontana nel tempo ha un valore attuale inferiore rispetto alla stessa rendita con tempi prossimi);
- esprimere la misura del "rischio" dell'iniziativa imprenditoriale (secondo il principio per cui un investimento altamente rischioso dovrà essere particolarmente remunerativo per essere scelto da un investitore razionale).

In altri termini, l'investitore razionale ha una duplice aspettativa: da un lato, ricevere una remunerazione dal capitale investito almeno uguale a quella che ritrarrebbe sul mercato finanziario investendo in titoli a basso rischio, dall'altro quella derivante dal settore specifico in cui effettua il proprio investimento imprenditoriale.

In particolare, il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) postula che il rischio totale di un'impresa sia scindibile in una componente specifica (di settore e di posizione competitiva) e in una componente

Di tale formula sono già stati individuati nei paragrafi che precedono tutti gli elementi.

In particolare:

K (capitale netto rettificato) = 68.930,00 euro

R (reddito medio atteso per il futuro) = 24.129,00 euro

i' (tasso di rendimento normale per il tipo di investimento considerato) = 7,02%

i (tasso di attualizzazione dei sovraredditi futuri) = 4,28%

n (durata che esprime la redditività del profitto) = 3

Da quanto sopra deriva il valore stimato del complesso aziendale, secondo la formula

W = 68.930,00 + (24.129,00 - 7,02% * 68.930,00) * a¬3*4,28% = 121.454,24 euro.

OMISSIS

OMISSIS

PAGINA 25

PAGINA 26

9 CONCLUSIONI

La scrivente ha provveduto a predisporre la presente relazione al fine di fornire elementi di riferimento, orientamento e supporto agli organi della procedura, al fine di individuare il valore dell'azienda "Molino Valdichiana", meglio descritta nei precedenti paragrafi della presente relazione, e il valore della quota nella S.r.l.s. ceduta da

Sulla base delle considerazioni in precedenza svolte e dei limiti indicati, la sottoscritta stima un valore dell'azienda Molino Valdichiana pari ad euro 121.000,00 e un valore della quota nella

La sottoscritta, ringraziando della fiducia accordatagli, resta a disposizione degli organi della procedura per qualsiasi chiarimento, specificazione e integrazione fosse ritenuta necessaria o comunque utile.

Con osservanza.

Siena, 5 giugno 2021

Il Consulente Tecnico

Dott.ssa Chiara Vanni

Allegati: