

TRIBUNALE DI MILANO  
*Sezione Fallimentare*

**RELAZIONE DI STIMA  
DEL VALORE DEL COMPENDIO AZIENDALE**

**di proprietà del**

**FALLIMENTO DIECI SRL  
IN LIQUIDAZIONE**

10 · CORSO · COMO

**Pietro Santoro**  
Dottore Commercialista  
Revisore Contabile



## INDICE

1. PREMESSE – OGGETTO, FINALITÀ E SVOLGIMENTO DELL’INCARICO.....	3
1.1 CONFERIMENTO DELL’INCARICO.....	3
1.2 OGGETTO ED OBIETTIVI DELLA VALUTAZIONE - APPLICAZIONE DEI PIV.....	3
1.3 ATTIVITÀ PROPEDEUTICHE ALLA STIMA E LIMITAZIONI AL PRESENTE ELABORATO.....	5
1.4 I DOCUMENTI ACQUISITI ED ANALIZZATI.....	6
1.5 LIMITAZIONI AL LAVORO SVOLTO E MODALITÀ DI SVOLGIMENTO DELL’INCARICO.....	7
1.6 DATA DI RIFERIMENTO.....	8
2. SINTETICA PRESENTAZIONE DI DIECI E IDENTIFICAZIONE DEL PERIMETRO DELLA VALUTAZIONE.....	8
2.1 DESCRIZIONE DELL’AZIENDA E DEL <i>CORE BUSINESS</i> .....	8
2.2 LE PRINCIPALI VICENDE SOCIETARIE RECENTI E I DATI DI BILANCIO.....	9
3. DESCRIZIONE ED IDENTIFICAZIONE DELL’AZIENDA OGGETTO DI STIMA.....	13
3.1 LOCALIZZAZIONE DELL’AZIENDA.....	13
3.2 IDENTIFICAZIONE DEI BENI COMPRESI NELL’AZIENDA.....	15
3.3 L’OFFERTA D’ACQUISTO DEL RAMO D’AZIENDA.....	18
4. I METODI DI VALUTAZIONE AZIENDALE.....	18
4.1 IL METODO FINANZIARIO.....	19
4.2 IL METODO REDDITUALE.....	19
4.3 IL METODO PATRIMONIALE.....	20
4.4 IL METODO DEI MULTIPLI.....	22
4.5 I METODI MISTI.....	22
5. LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE.....	23
6. IL VALORE DELL’AZIENDA RISULTANTE DALL’APPLICAZIONE DEL METODO PATRIMONIALE.....	24
6.1 IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI.....	24
6.2 IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI.....	25
7. CONCLUSIONI.....	29



## **1. PREMESSE – OGGETTO, FINALITÀ E SVOLGIMENTO DELL’INCARICO**

### **1.1 CONFERIMENTO DELL’INCARICO**

Il Dott. Ignazio Arcuri, in qualità di Curatore del FALLIMENTO DIECI SRL IN LIQUIDAZIONE (RG nr. 232/2021 – Giudice delegato Dott. Sergio Rossetti) con sede in Milano – Via Filippo Argelati nr. 10, iscritta nel Registro Imprese di Milano REA MI – 137020 – C.F. e Partita Iva nr. 10372670157, di seguito per brevità Dieci, Fallimento Dieci, la Società o la Fallita, ha conferito (a ciò autorizzato con provvedimento del Giudice delegato del 3.6.2021) al sottoscritto Dott. Pietro Santoro, iscritto all’Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano al nr. 2459 e al Registro dei Revisori Contabili al nr. 52822 (G.U. nr. 31 bis del 21.4.1995 – 4a Serie speciale) l’incarico di procedere alla valutazione del ramo d’azienda di proprietà della Società, avente ad oggetto l’attività di vendita al dettaglio di abbigliamento in Milano – Corso Como nr. 10.

### **1.2 OGGETTO ED OBIETTIVI DELLA VALUTAZIONE - APPLICAZIONE DEI PIV**

La valutazione è diretta a determinare il valore del ramo d’azienda in quanto oggetto di cessione nell’ambito del Fallimento Dieci tramite procedura competitiva ai sensi dell’art. 107 L.F.

L’odierna procedura fallimentare è stata preceduta dalla presentazione di un ricorso ai sensi e per gli effetti dell’art. 161 – 6° comma L.F. nell’ambito ed in funzione del quale il ramo d’azienda oggetto di valutazione è stato affittato ad una società terza denominata “10CC Global Shop Srl”.

Alla prova dei fatti, l’opzione del Concordato preventivo si è rivelata inattuabile motivo per cui si è pervenuti alla dichiarazione di Fallimento della Società con sentenza RG nr. 232 del Tribunale di Milano del 25.3 dep. il 30.3.2021.

L’obiettivo della stima è quello della determinazione del valore di mercato del ramo d’azienda così da consentire agli organi della Procedura di poter esprimere un giudizio di congruità rispetto all’offerta pervenuta dalla società affittuaria “10CC Global Shop Srl”, da porre a base della procedura competitiva ex artt. 105 e 107 L.F. ai fini della massima soddisfazione dei creditori concorsuali.

Lo scrivente intende evidenziare che la presente relazione, che costituisce a tutti gli effetti una opinione di valutazione (di seguito “*opinion*”), è redatta in conformità ai Principi Italiani di



Valutazione (di seguito “PIV”) emanati dall’Organismo Italiano di Valutazione ed entrati in vigore l’1.1.2016.

In particolare, detta *opinion* viene emessa su incarico di una procedura concorsuale, nel quadro di un processo di dismissione di un ramo d’azienda.

E’ inoltre bene evidenziare che:

1. il sottoscritto si atterrà alla rete concettuale di base dei PIV di cui al paragrafo “I” e relativi sottopunti;
2. la propria attività di esperto sarà improntata al disciplinare di cui al paragrafo II dei PIV e relativi sottopunti;
3. per ciò che concerne la particolarità dell’incarico, che consiste nella valutazione di un ramo d’azienda, si evidenzia che i PIV sono applicabili anche alle valutazioni di aziende e di rami d’azienda secondo il paragrafo “III.1”.

Pare anche il caso di precisare che la *opinion* che il sottoscritto emetterà consisterà in un giudizio sul valore del ramo d’azienda, ma che detto valore è nozione ben distinta dal prezzo che in concreto potrebbe essere esitato dalla vendita.

In merito, due dei massimi studiosi della disciplina della valutazione delle aziende (vedasi L. Guatri, M. Bini – Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, EGEA, edizione 2009, pag. 32) offrono un contributo fondamentale in relazione a tale distinzione, precisando che: *“Non è sempre chiaramente percepita, da noi specialisti, la pur chiara distinzione tra giudizi di valore (o, brevemente, valori) e prezzi del capitale e dei suoi titoli rappresentativi. Com’è ben noto ed è stato più volte ripetuto, i prezzi sono dati espressi dai mercati; i valori sono stimati con vari criteri, cioè compiendo scelte di metodo espresse da modelli e formule che contengono una parte (più o meno rilevante) dei «fattori» determinanti del valore (con alcune inevitabili carenze), tradotti in grandezze scelte anche discrezionalmente (con ipotesi/convenzioni) sulla base delle informazioni disponibili (che possono essere incomplete). I valori sono perciò anche opinioni (ovvero sono anche un giudizio).*

*Questo è reso particolarmente evidente dalla rappresentazione dei prezzi quali grandezze determinate, oltre che dai valori intrinseci che essi comprendono e sottintendono:*

*- da fenomeni concernenti i mercati dei capitali, fenomeni esterni all’impresa e per quest’ultima incontrollabili (fluidità, rigidità dei capitali, efficienza dei mercati, ciclo della domanda/offerta*



*dei capitali di rischio, presenza o meno di processi di concentrazione in corso nel settore di appartenenza ecc.);*

*- delle cosiddette leve del prezzo (efficacia della comunicazione delle società interessate, loro credibilità, «cura» del mercato ecc.).”*

Tale fondamentale distinzione è anche rinvenibile nei PIV, al principio I.6.1 che così dispone: *“L’esperto deve precisare la configurazione di valore prescelta, avendo presente da un lato le differenze fra prezzo, costo e valore; dall’altro le finalità della stima”*, precisando nel relativo commento al suddetto principio che: *“Il prezzo è il corrispettivo richiesto, offerto o pagato per l’acquisizione dell’attività reale o finanziaria da valutare. Si tratta di una grandezza empirica, influenzata da tutte le variabili che incidono sulla domanda e sull’offerta e che, pertanto, può discostarsi dal valore dell’attività”*.

### **1.3 ATTIVITÀ PROPEDEUTICHE ALLA STIMA E LIMITAZIONI AL PRESENTE ELABORATO**

Lo scrivente ha effettuato quattro accessi presso l’immobile di Corso Como 10 – Milano ove è ubicato il ramo d’azienda alla presenza del collaboratore del Curatore fallimentare, Dott. Francesco Foglia, del Legale rappresentante della Fallita, Sig. Franco Verri, e della consulente dell’affittuaria, Dott.ssa Cristiana Ruella, con lo scopo di verificare lo stato dei luoghi e dei beni ed al fine di acquisire le informazioni ritenute utili all’analisi della gestione dell’impresa. Nell’occasione è stato acquisito anche un repertorio fotografico.

E’ stata inoltre acquisita, per il tramite della curatela, la documentazione contabile e quella agli atti del fascicolo concorsuale necessaria allo svolgimento dell’incarico e sommariamente elencata nel successivo paragrafo.

Sono stati altresì svolti colloqui con la Dott.ssa Annalisa Cosmai, attualmente in carico all’affittuaria, al fine di raccogliere ogni informazione utile per la presente valutazione.

Lo scrivente ha altresì preso parte alle operazioni di inventario fisico dei beni fallimentari ex art. 87 L.F., presenti presso l’immobile di Corso Como 10 – Milano, alla presenza del Cancelliere del Tribunale di Milano designato, Dott.ssa Fernanda Tesoro, redatto in data 3.11.2021.



## 1.4 I DOCUMENTI ACQUISITI ED ANALIZZATI

E' opportuno premettere che la documentazione giudicata rilevante ai fini del presente elaborato è quella espressamente indicata nel presente paragrafo.

In merito alla documentazione che il sottoscritto ha ricevuto si precisa che:

- tutte le informazioni relative all'azienda oggetto di stima che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della presente relazione sono state fornite dal Curatore fallimentare o dalla società affittuaria il ramo d'azienda;
- i dati contabili desumibili dalle informazioni e dai documenti utilizzati sono stati assunti senza svolgere attività di revisione contabile e dell'esistenza giuridica dei rapporti contrattuali, approfondendo esclusivamente le problematiche di tipo valutativo delle consistenze patrimoniali e economiche dichiarate;
- è stato assunto che tutte le firme ed i timbri sui documenti acquisiti e consultati per la redazione della presente relazione, tutti i documenti consultati anche in formato digitale ovvero elettronico forniti al sottoscritto come copie autentiche, fotostatiche o e-mail siano conformi agli originali e che tali documenti siano stati debitamente sottoscritti e perfezionati e producano i loro effetti in conformità alle rispettive condizioni ed ai rispettivi termini;
- qualora siano state fornite copie di contratti ovvero serie di contratti che incorporano modifiche successive, è stato assunto che detti contratti siano in vigore, completi ed altresì includano qualsiasi modifica o variazione agli stessi apportata nel tempo.

Di seguito si fornisce l'elenco della documentazione che, nell'espletamento del proprio incarico, lo scrivente ha acquisito ed analizzato:

- sentenza dichiarativa di Fallimento del Tribunale di Milano RG nr. 232 del 25.3 – 30.3.2021;
- contratto di Co – Working del 13.1.2020 tra Carla Sozzani Editore Srl e Dieci Srl;
- contratto di licenza di marchio dell'1.9.2014 tra Carla Sozzani Editore Srl e Dieci Srl e accordo di risoluzione consensuale del 28.4.2020;
- contratto di locazione immobiliare del 28.3.2018 tra Crunpsall SA e Carla Sozzani Editore Srl;
- contratto di sublocazione immobiliare del 28.3.2018 tra Carla Sozzani Editore Srl e Dieci Srl e accordo di risoluzione consensuale dell'1.7.2020;
- contratto di sublocazione immobiliare dell'1.9.2020 tra Carla Sozzani Editore Srl e Dieci Srl;
- contratto di licenza di marchio dell'1.9.2020 tra Carla Sozzani Editore Srl e Dieci Srl;



- contratto d'affitto d'azienda, completo di allegati A), B), C e D), tra Dieci Srl e 10CC Global Shop Srl del 9.9.2020;
- contratto di somministrazione packaging tra Dieci Srl e 10CC Global Shop Srl del 18.9.2020;
- ricorso ex artt. 160 e 161 – 6° comma L.F. di Dieci Srl del 13.11.2020;
- contratto di locazione immobiliare tra Corso Como Srl e TFC Srl dell'1.4.2021;
- bilanci di esercizio con chiusura al 31 gennaio dal 2014 al 2020;
- bilanci di verifica con chiusura al 31 gennaio dal 2016 al 2019;
- libro Giornale del 2016 al 2019;
- libro degli Inventari dal 2017 al bilancio chiuso al 31.1.2020;
- registri Iva relativi agli anni 2018 e 2019;
- schede contabili relativi agli anni dal 2016 al gennaio 2020;
- registro dei beni ammortizzabili dall'1.2.2019 al 31.1.2020;
- inventario dei beni fallimentari ex art 87 L.F.;
- offerta irrevocabile d'acquisto del ramo d'azienda formulata da 10 CC Global Shop Srl.

## **1.5 LIMITAZIONI AL LAVORO SVOLTO E MODALITÀ DI SVOLGIMENTO DELL'INCARICO**

Prima di procedere alla descrizione dell'azienda oggetto di stima ed alla illustrazione delle risultanze a cui si è giunti, pare opportuno far presente di seguito i limiti di svolgimento dell'incarico:

- non sono state effettuate verifiche sui titoli di proprietà dei beni, basando la valutazione su quanto risultante dalla documentazione comunicata;
- il contenuto della presente relazione, basandosi su elementi di previsione, non può essere interpretato o assunto come una garanzia sul futuro andamento dell'azienda;
- le conclusioni raggiunte sono basate sul complesso delle informazioni disponibili e delle valutazioni effettuate; pertanto, il documento è da intendersi unitario e le sue parti non possono essere utilizzate singolarmente.

Le modalità di svolgimento dell'incarico possono essere sintetizzate nelle seguenti fasi principali:

- analisi dei presupposti metodologici per la valutazione;
- individuazione ed analisi delle attività da sottoporre alla valutazione;
- individuazione dei criteri e delle metodologie valutative;



- stima dei parametri per l'applicazione delle metodologie valutative prescelte;
- sviluppo della valutazione in base alle metodologie individuate.

## 1.6 DATA DI RIFERIMENTO

La valutazione si intende riferita alla data del deposito della dichiarazione di fallimento della società e quindi alla data del 30.3.2021 (“**Data di Riferimento**”).

## 2. SINTETICA PRESENTAZIONE DI DIECI E IDENTIFICAZIONE DEL PERIMETRO DELLA VALUTAZIONE

### 2.1 DESCRIZIONE DELL’AZIENDA E DEL *CORE BUSINESS*

Dieci è stata costituita in data 6.5.1991 ed ha come oggetto sociale *“la distribuzione e commercializzazione, all’ingrosso e al dettaglio, in Italia e all’estero, di articoli di vestiario confezionati di qualunque tipo e pregio, compresi quelli di maglieria esterna e camiceria maschile e femminile e relativi accessori di abbigliamento, di biancheria intima di qualunque tipo e pregio, di prodotti tessili, compresi quelli per l’arredamento della casa, di calzature e relativi accessori, di articoli in pelle e cuoio, di valigeria ed articoli da viaggio ed altri ed essi relativi, sia in pelle che in cuoio che in altri materiali, nonché articoli di profumeria e bigiotteria, di articoli e prodotti ad imitazione della gioielleria per abbigliamento ed ornamento della persona in metallo e pietre non preziose....ecc”*.

La storia della Società è indissolubilmente legata alla figura della Sig.ra Carla Sozzani, editrice, gallerista e imprenditrice nel settore della moda nonché creatrice, in quest’ambito, del marchio “10 Corso Como”.

Dieci ha sempre svolto la propria attività d’impresa utilizzando per l’appunto il marchio “10 Corso Como” del quale, come si vedrà, è licenziataria nei locali ubicati in Milano – Corso Como nr. 10 di proprietà di terzi.

Con il marchio “10 Corso Como” la Sig.ra Sozzani ha creato il primo “*concept store*” italiano rappresentativo di uno spazio fisico in cui unire, simultaneamente, diverse esperienze plurisensoriali riconducibili a: cultura e tendenza, moda e design, arte e commercio. In Corso Como, oltre al negozio di abbigliamento, sono infatti presenti una galleria d’arte, una libreria, un ristorante ed un *bed and breakfast* (queste ultime attività non gestite da Dieci) con attività





che hanno attirato nel tempo turisti ed operatori culturali e commerciali nazionali ed internazionali.

In sostanza in tale *location* piuttosto particolare e di indubbio fascino, i visitatori possono usufruire e beneficiare di diversi servizi ed esperienze di natura artistica e di ricreazione oltreché acquistare i prodotti di abbigliamento della Società, generalmente di ultima tendenza e coerenti con il contesto *cool* del posto.

E' bene precisare quindi che, in detto contesto, l'attività di Dieci (e di conseguenza il perimetro della valutazione) si riferisce alla vendita al dettaglio dei prodotti di abbigliamento nei locali di Milano – Corso Como nr. 10.

## **2.2 LE PRINCIPALI VICENDE SOCIETARIE RECENTI E I DATI DI BILANCIO**

Dagli atti del fascicolo concorsuale ed in particolare dal ricorso per l'ammissione alla procedura di Concordato preventivo del novembre 2020, si ricava che l'attività della Società, *“quantomeno sino all'anno 2006 ha sempre conseguito ottimi risultati economici, per merito sia della notorietà del marchio sia della continua ricerca di soluzioni (anche di carattere architettonico) che hanno avuto come effetto l'arricchimento estetico dei locali”*.

I primi problemi di natura economica si sono registrati a partire dal 2006 con la realizzazione di alcuni importanti interventi urbanistici nella zona intorno a Corso Como che, oggettivamente, hanno avuto un rilevante impatto sulla viabilità e l'accesso alle attività commerciali ivi ubicate.

Ci si riferisce alla risistemazione urbanistica dell'importante area c.d. “ex Varesine” unitamente alla pedonalizzazione dell'asse Corso Garibaldi – Corso Como e della nuova linea metropolitana nr. 5 i cui lavori si sono sostanzialmente conclusi nel 2014.

A tal proposito nel citato ricorso si legge *“in questi anni, Dieci ha subito un'importante flessione, in quanto il contesto urbano coinvolge la zona di Corso Como, da Piazza XXV Aprile alla stazione ferroviaria di Porta Garibaldi, è stato teatro di importanti ristrutturazioni che hanno richiesto l'apertura di cantieri edili che hanno stravolto la viabilità, inibendo, di fatto, l'accesso a Corso Como nonché rendendo estremamente difficoltoso il parcheggio e l'avvicinamento a tutta l'area interessata”*.



A questa criticità, di natura prettamente specifica, si è poi aggiunta a fine 2008 la crisi economica generale (apertasi convenzionalmente con il *default* della banca d'affari USA Lehman Brothers) che ha determinato una rilevante contrazione dei consumi nell'ambito del settore tessile e dell'abbigliamento.

Per effetto della crisi economica globale Dieci ha altresì sofferto una flessione dei ricavi riconducibili alla riduzione di clienti esteri (turisti e uomini o donne d'affari) presenti a Milano che spesso e volentieri transitavano dal *concept store* di 10 Corso Como. Sotto questo profilo, il *trend* negativo delle vendite perdura fino a tutto il 2012 con particolare riguardo alla clientela proveniente dal Giappone e dai paesi arabi.

Dal 2013 in avanti si è verificata una ripresa del volume d'affari ma le precedenti perdite economiche avevano generato una crescente necessità di ricorso al credito bancario che, a un certo punto, è venuto meno. Nella domanda di Concordato preventivo si legge: *“dai dati di bilancio relativi agli ultimi tre esercizi emerge la drastica riduzione dei finanziamenti e degli affidamenti concessi dalle banche, riduzione che – in concomitanza della crisi recente – ha purtroppo influito sui flussi di liquidità. Ed infatti, sino a prima dell'inizio della crisi, la Società era sempre riuscita a fare fronte agli elevati costi fissi che doveva sostenere, in particolare per il mantenimento dell'alto livello di immagine (in quanto licenziataria del marchio, la Società è vincolata al rispetto di determinati e severi criteri d'immagine)”*.

Nella sostanza, a motivo della nuova flessione delle vendite unitamente al venir meno del supporto bancario, i costi fissi aziendali sono divenuti insostenibili e la Società è andata in crisi di liquidità trovandosi *“a non poter far fronte ai debiti erariali, dando preferenza ai pagamenti in favore dei lavoratori dipendenti.....In conclusione, si può asserire che la crisi di Dieci sia riconducibile ad una concomitanza di eventi che hanno generato una drastica riduzione dei ricavi a fronte di costi fissi decisamente importanti, il tutto in un contesto in cui il ceto bancario non ha mantenuto il medesimo livello di supporto assicurato in passato”*.

E' di tutta evidenza come la pandemia ex Covid 19 non abbia certamente giovato alla situazione di per sé già critica. Da qui l'ormai indifferibile necessità, alla fine del 2020, di ricorrere al Tribunale di Milano con la domanda di Concordato preventivo poi sfociata in procedura fallimentare.

- 0 -



Di seguito i dati di bilancio relativi agli ultimi sei anni di attività della Società segnalando la circostanza che gli esercizi sociali non coincidevano con gli anni solari bensì andavano dall'1.2 al 31.1 di ogni anno. I dati indicati si riferiscono ai bilanci approvati dall'Assemblea dei Soci e depositati presso il Registro imprese della CCIAA di Milano mentre quelli relativi all'esercizio chiuso al 31.1.2021 provengono da un bilancio di verifica fornito dal Curatore fallimentare.

<b>ATTIVO</b>	<b>31.01.2016</b>	<b>31.01.2017</b>	<b>31.01.2018</b>	<b>31.01.2019</b>	<b>31.01.2020</b>	<b>31.01.2021</b>
<b>CREDITI VERSO SOCI PER VERS.TI ANCORA DOVUTI</b>	0	0	0	0	0	0
<b>IMMOBILIZZAZIONI</b>						
Immobilizzazioni Immateriali	72.845	121.798	133.443	128.700	26.434	26.434
Immobilizzazioni Materiali	2.550.973	2.527.224	2.519.099	2.489.591	2.371.685	1.603.331
Immobilizzazioni Finanziarie	598.025	146.385	20.615	20.512	0	0
<b>TOTALE IMMOBILIZZAZIONI</b>	<b>3.221.843</b>	<b>2.795.407</b>	<b>2.673.157</b>	<b>2.638.803</b>	<b>2.398.119</b>	<b>1.629.765</b>
<b>ATTIVO CIRCOLANTE</b>						
Rimanenze	3.785.050	4.093.707	4.670.474	2.950.000	1.682.381	309.000
Crediti	3.310.925	3.019.847	3.027.821	197.626	153.443	217.035
Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	0	0	0	0	0	0
Disponibilità Liquide	36.230	7.890	20.756	24.522	86.630	87.641
<b>TOTALE ATTIVO CIRCOLANTE</b>	<b>7.132.205</b>	<b>7.121.444</b>	<b>7.719.051</b>	<b>3.172.148</b>	<b>1.922.454</b>	<b>613.676</b>
Ratei e Risconti Attivi	3.856.123	4.541.816	4.324	46.797	6.750	0
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>14.210.171</b>	<b>14.458.667</b>	<b>10.396.532</b>	<b>5.857.748</b>	<b>4.327.323</b>	<b>2.243.441</b>
<b>PASSIVO</b>	<b>31.01.2016</b>	<b>31.01.2017</b>	<b>31.01.2018</b>	<b>31.12.2019</b>	<b>31.01.2020</b>	<b>31.01.2021</b>
<b>PATRIMONIO NETTO</b>						
Capitale	290.800	290.800	290.800	290.800	290.800	290.800
Riserve/versam soci	432.496	139.120	4.008	4.008	4.008	4.008
Riserve rivalutazione	0	0	0	0	0	
Utili (perdite) portati a nuovo	0	0	(4.192)	(8.653.072)	(15.489.647)	(23.131.923)
Utile (perdite) dell'esercizio	(293.377)	(139.304)	(8.648.880)	(6.836.575)	(5.165.204)	310.151
<b>TOTALE PATRIMONIO NETTO</b>	<b>429.919</b>	<b>290.616</b>	<b>(8.358.264)</b>	<b>(15.194.839)</b>	<b>(20.360.043)</b>	<b>(22.526.964)</b>
<b>Fondi per Rischi ed Oneri</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Trattamento di fine rapporto</b>	<b>306.134</b>	<b>347.300</b>	<b>355.309</b>	<b>427.223</b>	<b>402.622</b>	<b>332.356</b>
<b>Debiti</b>	<b>13.445.498</b>	<b>13.811.849</b>	<b>18.397.655</b>	<b>20.624.917</b>	<b>24.284.043</b>	<b>24.433.114</b>
Ratei e Risconti Passivi	28.620	8.902	1.832	447	701	4.935
<b>TOTALE PASSIVO</b>	<b>14.210.171</b>	<b>14.458.667</b>	<b>10.396.532</b>	<b>5.857.748</b>	<b>4.327.323</b>	<b>2.243.441</b>



CONTO ECONOMICO	31.01.2016	31.01.2017	31.01.2018	31.01.2019	31.01.2020	31.01.2021
<b>VALORE DELLA PRODUZIONE</b>						
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	6.490.502	5.221.571	4.763.457	4.227.775	3.806.580	5.578
Variaz.delle rimanenze di prodotti in lav, semilavorati e finiti	(354.227)	308.657	576.767	(1.720.474)	(1.267.619)	(268.000)
Variaz. dei lavori in corso su ordinazione						
Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni						
Altri ricavi e proventi	1.780.653	1.638.167	687.362	43.456	216.127	40.090
<b>VALORE DELLA PRODUZIONE</b>	<b>7.916.928</b>	<b>7.168.395</b>	<b>6.027.586</b>	<b>2.550.757</b>	<b>2.755.088</b>	<b>(222.332)</b>
<b>COSTI DELLA PRODUZIONE</b>						
Per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	2.792.833	1.967.925	4.206.434	2.737.803	2.447.514	(636.345)
Per servizi	853.566	627.654	661.867	1.003.982	679.619	38.545
Per godimento di beni di terzi	1.178.142	879.872	998.083	716.246	692.872	1.390
Per personale	1.403.919	1.301.588	1.354.682	1.727.480	1.307.172	2.146
Ammortamenti e svalutazioni	1.458.243	2.072.882	3.674.797	2.167.076	35.336	0
Variaz. delle rim.ze di mat. 1^, sussid. di cons., merci	0	0	0	0	0	
Accantonamento per rischi	0	0	0	0	0	
Altri accantonamenti	0	0	0	0	0	
Oneri diversi di gestione	420.909	222.141	3.718.382	1.020.693	2.731.603	57.870
<b>TOTALE COSTI DELLA PRODUZIONE</b>	<b>8.107.612</b>	<b>7.072.062</b>	<b>14.614.245</b>	<b>9.373.280</b>	<b>7.894.116</b>	<b>(536.394)</b>
<b>DIFFERENZA TRA VALORE E COSTI DI PRODUZIONE</b>	<b>(190.684)</b>	<b>96.333</b>	<b>(8.586.659)</b>	<b>(6.822.523)</b>	<b>(5.139.028)</b>	<b>314.062</b>
PROVENTI ED (ONERI) FINANZIARI	(102.693)	(235.637)	(62.221)	(14.052)	(26.176)	(3.911)
RETTIFICHE DI VALORE DI ATTIVITA' FINANZ.	0	0	0	0	0	
PROVENTI ED (ONERI) STRAORDINARI	0	0	0	0	0	
<b>RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE</b>	<b>(293.377)</b>	<b>(139.304)</b>	<b>(8.648.880)</b>	<b>(6.836.575)</b>	<b>(5.165.204)</b>	<b>310.151</b>
IMPOSTE SUL REDDITO DELL'ESERCIZIO	0	0	0	0	0	
IMPOSTE ANTICIPATE/DIFFERITE	0	0	0	0	0	
<b>UTILE (PERDITA) DELL'ESERCIZIO</b>	<b>(293.377)</b>	<b>(139.304)</b>	<b>(8.648.880)</b>	<b>(6.836.575)</b>	<b>(5.165.204)</b>	<b>310.151</b>

In ordine ai dati di bilancio - ai fini della presente relazione - si rilevano in estrema sintesi i seguenti punti:

- la circostanza più significativa è senza dubbio il calo del fatturato che passa da € 6.490.502 (al 31.1.2016) ad € 3.806.580 (al 31.1.2020); in sostanza nel giro di quattro anni il volume delle vendite si è quasi dimezzato;
- altresì nel corso degli anni esaminati si è verificato un progressivo e vistoso deterioramento della voce relativa alla differenza fra valore e costi della produzione: - € 8.586.659 al 31.1.2017; - € 6.822.523 al 31.1.2018 e - € 5.139.028 al 31.1.2019;
- il livello dei costi per il personale è invece sempre stato molto elevato e costante nel tempo;
- i risultati economici degli esercizi sono negativamente influenzati dalla svalutazione dei crediti iscritti in contabilità, avviata a partire dal 2017 e dall'incremento degli oneri diversi



di gestione che, a partire dal 2018, hanno accolto la registrazione di rilevanti importi per sanzioni ed interessi afferenti l'ingente debito per imposte e contributi non versati all'Amministrazione Finanziaria dello Stato;

- nel bilancio chiuso al 31.1.2016 si è registrato un notevole incremento, rispetto all'esercizio precedente, delle immobilizzazioni materiali di cui si parlerà meglio in seguito;
- i debiti della Società iscritti a bilancio possono essere così ripartiti:

	2017	2018	2019
<b>DEBITI VERSO SOCI PER FINANZIAMENTI</b>	€ 1.352.501,26	€ 1.394.761,00	€ 2.706.856,00
<b>DEBITI VERSO BANCHE</b>	€ 166.104,57	€ 45.922,00	€ 18.895,00
<b>DEBITI VERSO FORNITORI</b>	€ 4.612.961,00	€ 5.316.673,00	€ 5.648.230,00
<b>DEBITI TRIBUTARI</b>	€ 9.605.768,00	€ 10.195.747,00	€ 14.989.456,00
<b>DEBITI VERSO ISTITUTI DI PREVIDENZA</b>	€ 1.479.975,00	€ 1.995.144,00	€ 97.056,00
<b>DEBITI VERSO ALTRI FINANZIATORI</b>	€ 1.013.831,00	€ 1.237.030,00	€ 425.214,00
<b>DEBITI PER T.F.R.</b>	€ 352.564,35	€ 424.478,37	€ 358.911,59
<b>ALTRI DEBITI</b>	€ 166.514,00	€ 439.640,00	€ 398.336,00
<b>TOTALI</b>	<b>€ 18.750.219,18</b>	<b>€ 21.049.395,37</b>	<b>€ 24.642.954,59</b>

In conclusione i numeri di bilancio non lasciano dubbi in ordine alla circostanza che la Società, negli ultimi anni, non fosse più in grado non solo di produrre risultati economici positivi ma neppure di riuscire a coprire i costi fissi di struttura sui quali, invero, non è stata attuata alcuna incisiva azione volta al loro contenimento.

### **3. DESCRIZIONE ED IDENTIFICAZIONE DELL'AZIENDA OGGETTO DI STIMA**

#### **3.1 LOCALIZZAZIONE DELL'AZIENDA**

Come già anticipato l'azienda oggetto della valutazione viene condotta nell'immobile ubicato in Corso Como nr. 10 – Milano.

Il complesso immobiliare è senza dubbio dotato di un fascino particolare ed evocativo, trattandosi di un insieme di case di ringhiera della vecchia Milano, con un bel cortile interno, adornato con molteplici piante di vario genere, sul quale si affacciano il negozio di abbigliamento e accessori, il ristorante, il *garden caffè*, il *bed e breakfast* ed la galleria d'arte.

Dopo i richiamati interventi urbanistici l'intera zona è stata riqualificata contribuendo a rendere Milano una città più cosmopolita. Spicca fra tutti l'intervento del noto architetto argentino Cesar Pelli che ha progettato le vicine torri Unicredit prospicienti la Piazza Gae Aulenti.



La zona è ben servita dai mezzi pubblici, con la vicina stazione di Porta Garibaldi, la metropolitana verde e varie linee tramviarie.

A seguito dei detti interventi Corso Como è stato interamente pedonalizzato e i due lati sono oggi occupati da diversi ristoranti, bar e negozi di importanti firme della moda italiana e straniera. Il Corso costituisce ormai una delle aree principali della *movida* notturna milanese.

In detto contesto la *location* di Corso Como 10, ad avviso dello scrivente, rimane in ogni caso fra le più interessanti in quanto preesistente alla nuova narrazione architettonica della zona e, per questo motivo, testimone di un passato in cui la città ama riconoscersi.



Si deve sottolineare che Dieci occupa la parte dello stabile in cui esercita l'attività in forza di contratto di sublocazione parziale siglato con la società Carla Sozzani Editore Srl (ora TFC Srl) in data 1.9.2020 (allegato nr. 1).

Il contratto fa seguito ad un previgente analogo atto fra le medesime parti del 28.3.2018 (allegato nr. 2) rinnovabile di sei anni in sei anni con canone annuo di sublocazione pari ad € 550.000,00.

Questo contratto è stato risolto con accordo consensuale fra Dieci e Carla Sozzani Editore Srl in data 1.7.2020 (allegato nr. 3) “*a causa delle gravi ripercussioni avute sulla propria attività*”



*per l'emergenza sanitaria Covid 19; in particolare, la cessazione dell'operatività del negozio da diverso tempo e la conseguente incertezza sul futuro del retail non le consentirebbero di proseguire nel rapporto di sublocazione”.*

L'attuale contratto ha durata dall'1.9.2020 al 10.3.2022 e prevede un canone annuo di sublocazione di € 400.000,00.

In data 1.9.2020 era previgente un contratto di locazione siglato in data 27.3.2018, avente ad oggetto l'intero stabile, fra l'affittuaria Carla Sozzani Editore Srl e la proprietà Crumpsall SA, società di diritto lussemburghese, con previsione di un canone di locazione annuo di € 1.200.000 e durata fino al 28.2.2024 rinnovabile di sei anni (allegato nr. 4).

Detto accordo è stato sostituito con un nuovo contratto firmato in data 1.4.2021 (allegato nr. 5) dalle società Corso Como Srl (già Crumpsall SA) e TFC Srl (già Carla Sozzani Editore Srl) che prevede per il primo anno il canone ridotto di € 811.800,00 con durata fino al 31.3.2030, rinnovabile tacitamente di ulteriori nove anni.

Ai fini del presente lavoro è importante quindi registrare che Dieci non è titolare di un contratto di locazione immobiliare di adeguata durata bensì solo di un contratto di sublocazione parziale dell'immobile di breve durata il cui termine di scadenza è il 10.3.2022.

### **3.2 IDENTIFICAZIONE DEI BENI COMPRESI NELL'AZIENDA**

Il perimetro dell'azienda oggetto della presente valutazione è stato indicato allo scrivente dal Curatore del Fallimento Dieci e nella sostanza esso è riconducibile a quello indicato nel contratto di affitto di ramo d'azienda stipulato in data 9.9.2020 tra Dieci, nella persona dell'Amministratore unico Sig. Donato Maino, e la società 10 CC Global Shop Srl, nella persona dell'Amministratore unico Sig.ra Tiziana Fausti (allegato nr. 6).

Il contratto era quindi pendente alla data della dichiarazione di fallimento e l'affitto d'azienda era funzionale alla allora prospettata soluzione concordataria *“al fine di evitare la dispersione del patrimonio commerciale, organizzativo e di avviamento dell'azienda, salvaguardando la continuità aziendale e i contratti di lavoro del personale dipendente”.*

Il ramo d'azienda oggetto di affitto è costituito da:



- 1) beni materiali, di cui all'allegato A del contratto;
- 2) beni immateriali costituiti da software di cui all'allegato B del contratto;
- 3) i contratti di cui all'allegato C del contratto;
- 4) i rapporti di lavoro in essere con i dipendenti di cui all'allegato C del contratto.

La durata del contratto d'affitto d'azienda è stabilita in 18 mesi con scadenza al 18.3.2022 prorogabile di sei mesi su richiesta dell'affittuaria; il canone annuale di locazione è stabilito in € 108.000,00 oltre Iva da pagarsi in rate mensili anticipate di € 9.000,00 oltre Iva.

Sono stati esplicitamente esclusi dal contratto e quindi non faranno parte del perimetro di valutazione aziendale: le rimanenze di magazzino di abbigliamento e di *packging*, i veicoli e l'immobile (ad uso magazzino) ubicato in Via Gorizia nr. 27 – Baranzate (MI).

Per il *packging* in data 18.9.2020 è stato siglato fra le medesime parti un contratto di somministrazione *ad hoc*.

E' importante sottolineare che Dieci non è titolare del marchio "10 Corso Como" il quale risulta invece di proprietà di Carla Sozzani Editore Srl (ora TFC Srl).

Dieci infatti è licenziataria del suddetto marchio per effetto, inizialmente, del contratto stipulato con Carla Sozzani Editore Srl in data 1.9.2014 (allegato nr. 7) poi risolto consensualmente con atto del 28.4.2020 (allegato nr. 8) "*in considerazione della cessazione della operatività a causa dell'emergenza sanitaria Covid 19 e della conseguente incertezza sul futuro del retail*".

In data 1.9.2021, sempre fra le stesse parti, risulta stipulato un nuovo contratto di licenza del marchio, quello attualmente vigente, con durata fino al 10.3.2022 e previsione di una royalty pari al 4% del fatturato annuo di Dieci (allegato nr. 9).

Nella sostanza dunque la Società non risulta titolare di due importanti *assets* aziendali immateriali riconducibili: 1) al contratto di locazione dell'immobile di Corso Como nr. 10 ed 2) al marchio "10 Corso Como", la cui fruizione avviene tramite due sub contratti di breve durata ambedue con termine di scadenza ormai prossimo (10.3.2022).





A riguardo lo scrivente non può sottrarsi dal fare alcune brevi riflessioni in quanto appare fuor di dubbio che detta circostanza non potrà avere che effetti negativi sui valori del ramo aziendale oggetto d'esame.

Tanto più ove si consideri che i due *assets*, alla luce dei contratti acquisiti ed esaminati, oggi risultano di proprietà di "TFC Srl", società riconducibile alla Sig.ra Tiziana Fausti (si veda visura allegata al nr. 10) così come è riconducibile al medesimo soggetto anche la società affittuaria il ramo d'azienda "10CC Global Shop Srl" (si veda visura allegata al nr. 11).

La Sig.ra Tiziana Fausti è un imprenditrice di Bergamo del settore della moda interessata a rilevare e rilanciare tutte le attività presenti nella *location* di Corso Como nr. 10. A tal proposito si rimanda all'intervista comparsa su "MF fashion" in data 10.3.2021 (allegato nr. 13) dalla quale, in sintesi, si può ricavare che nel settembre 2020 la società della Sig.ra Fausti, la Holding Exor Srl, ha rilevato il 100% di KCS Srl, la holding che possedeva interamente la Carla Sozzani Editore Srl (ridenominata TFC Srl con atto dell'11.10.2020) che ha al suo attivo, dichiara la Sig.ra Fausti, *"il marchio 10 Corso Como e il contratto di affitto dell'immobile di Corso Como 10 con la società dei Signori Sgarbi e Barbieri che sono in proprietari dell'immobile. Quindi la mia società TFC, oltre a essere proprietaria del marchio 10 Corso Como ne gestisce le licenze ed è titolare del contratto d'affitto della location. Sempre nello stesso periodo e sempre con Holding Exor, attraverso una newco che ho creato appositamente e che si chiama 10CC Global Shop Srl, ho firmato un contratto di affitto di ramo d'azienda con Dieci Srl per la gestione della struttura e il mantenimento del personale per tutte le attività del negozio e con C Tre Srl per le attività di ristorazione di 10 Corso Como. Per entrambe le attività la durata del contratto di affitto è di un anno e mezzo"*.

Nella sostanza il Fallimento Dieci si è venuto a trovare, *obtorto collo*, in una posizione per niente favorevole in quanto si ritrova quale interlocutore principale per la cessione del ramo d'azienda il proprietario del marchio di cui è licenziatario (fino al 10.3.2022) nonché intestatario del contratto di locazione immobiliare del quale è sublocatario parziale (sempre fino al 10.3.2022).

Giusto per completezza di informazione anche la società "C Tre Srl", che gestisce il *garden* caffè, il ristorante ed il *bed and breakfast* di Corso Como nr. 10 è fallita innanzi al Tribunale di



Milano con sentenza RG nr. 202/2021 – G.D. Dott.ssa G. Pascale – Curatore Avv. M.T. Bochicchio.

Detto questo, in ultima analisi compito precipuo dello scrivente, come chiarito al par. 1.2 è quindi la stima del valore economico del ramo d'azienda come identificato nel presente paragrafo da tabella seguente:

<i>Descrizione</i>	<i>Saldo contabile al 31.1.2021</i>	<i>Note</i>
Beni materiali	1.286.904	Allegato A del contratto d'affitto d'azienda
Beni immateriali	26.434	Allegato B del contratto d'affitto d'azienda
<b>Totale</b>	<b>1.313.338</b>	

### **3.3 L'OFFERTA D'ACQUISTO DEL RAMO D'AZIENDA**

La società affittuaria 10CC Global Shop Srl ha formulato un'offerta congiunta ai due fallimenti: Dieci Srl e C TRE Srl, per l'importo complessivo di € 1.100.000,00 oltre imposte per l'acquisto dei due rami d'azienda condotti in affitto (allegato nr. 13).

In particolare al Fallimento Dieci ha offerto la somma di € 570.000,00 oltre imposte per l'acquisto del ramo d'azienda relativo al negozio di abbigliamento e accessori, comprensivo di tutti i beni richiamati nel contratto d'affitto nonché di tutti i beni effettivamente facenti parte dell'azienda affittata con facoltà di pagamento anche mediante accollo dei debiti maturati nei confronti dei dipendenti sino al 18 settembre 2020.

La proposta d'acquisto è stata cauzionata tramite assegno circolare di € 57.000,00, pari al 10% del prezzo offerto, a mani del Curatore fallimentare.

### **4. I METODI DI VALUTAZIONE AZIENDALE**

Una trattazione veramente esaustiva delle metodologie di valutazione d'azienda travalica l'oggetto del presente elaborato, il cui obiettivo è invece quello di pervenire all'utilizzo della metodologia più coeva alla realtà imprenditoriale del ramo d'azienda oggetto di valutazione.



Vengono in ogni caso di seguito sinteticamente illustrate le diverse metodologie di valutazione d'azienda.

Per la ricerca del valore di mercato di un'azienda, la dottrina e la prassi, hanno elaborato criteri e metodi valutativi di generale accettazione e utilizzo (fermo restando il carattere peculiare di ogni stima). I metodi più noti e adottati nella pratica delle valutazioni di aziende si possono sostanzialmente suddividere in quattro diversi macro-gruppi:

- Metodo finanziario;
- Metodo reddituale;
- Metodo patrimoniale;
- Metodo dei multipli.

#### **4.1 IL METODO FINANZIARIO**

Il metodo finanziario basa la valutazione dell'azienda sul valore attuale dei flussi di cassa futuri disponibili per la remunerazione dei fattori produttivi impiegati dopo avere accantonato le risorse finanziarie necessarie a sostenere l'attività aziendale. In buona sostanza il metodo finanziario permette di valutare l'azienda in funzione della sua capacità, presente e prospettica, di remunerare gli investitori basandosi sui flussi di cassa generati dalla gestione operativa al netto delle imposte. E' sicuramente un metodo razionale ma poco obiettivo per l'aleatorietà delle previsioni dei flussi monetari, in particolare della loro entità e del loro momento di manifestazione.

Il metodo finanziario è universalmente considerato il metodo logicamente più corretto. Esso però abbisogna di un sistema informativo aziendale piuttosto sofisticato ed in grado fornire previsioni finanziarie dotate di un buon grado di attendibilità per più esercizi futuri.

Nel caso di specie l'assenza di un piano economico finanziario di durata pluriennale, credibile e verificabile, rende impossibile l'applicazione dei metodi di valutazione che si richiamano a valutazioni prospettiche, quindi il metodo finanziario e il metodo reddituale (si veda di seguito).

#### **4.2 IL METODO REDDITUALE**

Il metodo reddituale, che poggia le proprie fondamenta sui medesimi pilastri teorici di quello finanziario (si basa sull'attualizzazione dei flussi reddituali attesi), è considerato per l'appunto, una semplificazione di quest'ultimo. La sua equivalenza sostanziale al metodo finanziario,



nasce dal fatto che nel medio/lungo periodo i flussi finanziari attesi tendono ad equivalere a quelli reddituali.

Il metodo reddituale fonda il valore dell'azienda sulla sua capacità di generare reddito ed ha come obiettivo quello di valutare l'azienda come complesso unitario sulla base della relazione valore = redditività. Esistono due tipologie di metodo reddituale: il metodo reddituale semplice e il metodo reddituale complesso. Il primo si basa sulla stima dei flussi di reddito costanti, dove per reddito si intende il reddito normalizzato, vale a dire un reddito che esprime una misura equilibrata di redditività, destinata a durare nel tempo e depurata da ogni sua componente straordinaria onde evitare il rischio di rendere inattendibile il risultato della valutazione. Ai fini della determinazione del reddito si ritiene che la tecnica preferibile sia quella basata sul principio di conservazione dei redditi storicamente ottenuti in tempi recenti (metodo dei risultati storici). Il secondo, evoluzione del precedente, attualizza i flussi di reddito previsti anno per anno, fino a conclusione dell'orizzonte temporale preso in considerazione. Tale applicazione trova spazio solo in caso di aziende che elaborano programmi di gestione di durata non superiore ai 5 anni.

Come illustrato in precedenza, l'assenza di un piano economico finanziario di durata pluriennale, credibile e verificabile, rende impossibile nella fattispecie l'applicazione del metodo reddituale.

#### **4.3 IL METODO PATRIMONIALE**

Il metodo patrimoniale e i suoi così detti derivati: metodo patrimoniale semplice e metodo patrimoniale complesso sono i più tradizionali.

I metodi patrimoniali misti hanno anch'essi una consolidata tradizione; fra questi, quello che attualizzando i sovra redditi fornisce una stima autonoma dell'avviamento, pare essere quello più convincente, oltre che quello più accettabile dal punto di vista teorico. Ma se per i metodi finanziari e reddituali il più delle volte è arduo contare su una buona base dati, la stima autonoma dei sovra redditi pare ancora di più difficile determinazione.

I metodi patrimoniali richiedono un accurato esame di tutti gli aggregati del patrimonio, i quali vengono riespressi (ovvero rettificati) in base a criteri di valutazione, che per la maggior parte dei casi, differiscono da quelli utilizzati per la redazione del bilancio di esercizio. In generale



quindi, l'espressione del patrimonio a valori correnti comporta la valutazione delle voci nell'ipotesi di realizzo separato dei vari cespiti.

Il metodo patrimoniale semplice fin qui descritto si arricchisce dell'aggettivo complesso, allorquando agli elementi patrimoniali stimati a valori correnti si aggiunge la stima autonoma del valore dei beni immateriali.

In accordo con i Principi Italiani di Valutazione i beni immateriali, spesso inespressi nei bilanci, sono attività non tangibili in grado di generare benefici a chi li possiede in quanto possono essere oggetto di investimento e/o di cessione.

Si dividono in due categorie:

- beni identificabili (o beni immateriali specifici, p.es. il marchio) che possono essere ceduti, locati, concessi in licenza o scambiato in forma separata rispetto all'entità che lo possiede e il cui valore è quindi determinabile separatamente;
- beni non identificabili (o beni immateriali generici, p.es. il know how, l'avviamento, i brevetti, i processi produttivi, le formule ecc.) non separabili dall'azienda e il cui valore rappresenta una parte del valore dell'azienda.

L'avviamento può essere quindi determinato soltanto all'interno di un percorso di definizione del valore economico dell'azienda (p.es. attraverso i metodi c.d. misti) e non ha senso economico parlare di valore di avviamento svincolato dalla stima del valore d'azienda.

Ancora più complessa è la stima dell'avviamento nelle situazioni di crisi di azienda.

La dottrina<sup>1</sup> ritiene che *“l'avviamento è potenzialmente determinabile nelle situazioni di ristrutturazione dell'azienda, e cioè nei casi di riconversione dello stato di crisi, ma non nelle situazioni liquidatorie”*.

Sono assimilabili alle situazioni liquidatorie le cessioni di *“singoli rami d'azienda, oggetto di ristrutturazione e quindi di possibile cessione, nell'ambito di una procedura “liquidatoria” giudiziale”*.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Confronta CNDCEC SIDREA Linee guida per la valutazione delle aziende in crisi (2015)

<sup>2</sup> CNDCEC SIDREA 2015



Per le ragioni sopraesposte è quindi ragionevole affermare che, nel caso di specie, non sia possibile ipotizzare alcun valore di avviamento riferito alla valutazione del ramo oggetto di cessione.

#### **4.4 IL METODO DEI MULTIPLI**

Altro metodo di valutazione è quello che nella prassi viene definito metodo dei multipli. Nella valutazione tramite multipli, il valore dell'azienda deriva dal prezzo di mercato di alcune caratteristiche quantità aziendali riferite a società quotate paragonabili, come ad esempio gli utili, i flussi di cassa, il patrimonio netto o il fatturato. L'attrattività di questo metodo deriva dalla sua facilità di utilizzo, i multipli infatti possono essere impiegati per ottenere delle stime veloci del valore di impresa e sono particolarmente utili quando esiste un numero ampio di imprese confrontabili quotate nei mercati finanziari e il mercato mediamente stabilisce per esse prezzi corretti. La relativa semplicità del calcolo tuttavia può far sì che tali indicatori siano facilmente manipolabili e suscettibili di utilizzi impropri, soprattutto nel caso in cui si riferiscano ad aziende non del tutto simili.

Nel caso di specie, la presenza di squilibri economici crea inevitabili difficoltà nell'adozione del metodo dei multipli in quanto la registrazione di margini negativi rendono automaticamente insensata l'adozione del multiplo.

#### **4.5 I METODI MISTI**

I metodi misti patrimoniali – reddituali costituiscono una sintesi tra i due procedimenti sopra descritti, basati appunto sul patrimonio e sul reddito, e consentono, di norma, un minore grado di incertezza e soggettività contemplando entrambe le componenti dell'azienda, quella appunto patrimoniale e reddituale.

Il metodo misto è essenzialmente composto da due metodologie:

- il metodo del valore medio: che valuta l'azienda esprimendo la media aritmetica o ponderata dell'elemento patrimoniale e di quello reddituale;
- il metodo della stima autonoma dell'avviamento: che valuta l'azienda attualizzando il sovra reddito o con le formule della rendita perpetua o con la formula della rendita a durata limitata, aggiungendo il valore del patrimonio netto rettificato.



## 5. LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE

La dottrina aziendalistica e la prassi professionale, concordano nel ritenere che la valutazione di un'azienda costituisca un problema complesso, la cui corretta risoluzione richiede la considerazione di molteplici profili, tra i quali, principalmente, i seguenti:

- i. la tipologia dell'operazione in vista della quale la valutazione è stata richiesta e le sue finalità;
- ii. l'identità, gli interessi e gli scopi delle parti interessate alla transazione, sempre che la valutazione sia effettuata a tale scopo;
- iii. la specificità e lo stato dell'azienda oggetto di stima;
- iv. le informazioni disponibili per la valutazione.

Il variare ed il combinarsi delle possibili configurazioni che i suddetti profili, di volta in volta assumono, contribuisce a mutare, necessariamente, l'approccio e le conclusioni del soggetto chiamato ad esprimere la valutazione.

Nel caso in questione, sotto il profilo sub (i) inerente la tipologia dell'operazione, si tratta di valutare un ramo d'azienda posseduto da una società in fallimento concesso in affitto.

Il secondo profilo sub (ii) non avrà un peso eccessivo dal momento che la presente *opinion* non è rilasciata a beneficio di specifiche parti che stanno negoziando, da una parte una dismissione, e dall'altra un acquisto, ma solo a beneficio della parte cedente (la Procedura) che vuole conoscere una valutazione di raffronto (al fine di un giudizio di congruità) rispetto all'offerta cauzionata pervenuta (da prendersi a base, quest'ultima, per la procedura competitiva di vendita ex art. 107 L.F.)

Il terzo profilo sub (iii) inerente lo stato e la specificità dell'azienda oggetto di valutazione ha invece una sua specifica rilevanza in quanto si riferisce alla conclamata condizione di crisi dell'azienda.

Il quarto ed ultimo profilo sub (iv) è altrettanto importante in quanto il processo di valutazione subisce la limitazione degli elementi informativi e documentali che il sottoscritto ha potuto analizzare e che sono stati analiticamente elencati nei precedenti paragrafi 1.3, 1.4 e 1.5.



In particolare non è disponibile alcun piano economico e pertanto non è possibile avere una visione dei flussi di risultato attesi che il ramo d'azienda potrebbe essere in grado di generare nel medio termine.

Considerato, nel caso di specie:

- l'assenza di un piano economico e finanziario con una sufficiente articolazione temporale;
  - il conclamato contesto di crisi;
  - l'inesistenza di un ipotetico apprezzabile valore di avviamento del ramo d'azienda unitamente alla circostanza che il marchio "10 Corso Como" non è di proprietà del Fallimento;
- la scelta del metodo di valutazione è quindi ricaduta sul metodo patrimoniale semplice che esprime una valutazione somma dei singoli elementi patrimoniali rettificati ed espressi a valori correnti.

La dottrina consiglia l'adozione di un metodo principale e un metodo di controllo. Nel caso di specie, sempre per la limitazione documentale di cui sopra, ci si è limitati all'adozione del solo metodo principale.

## **6. IL VALORE DEL RAMO D'AZIENDA RISULTANTE DALL'APPLICAZIONE DEL METODO PATRIMONIALE**

### **6.1 IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI**

I beni immateriali sono quelli di cui all'allegato B del contratto d'affitto d'azienda in essere del 9.9.2020 (allegato nr. 6 della presente relazione).

In particolare si tratta delle licenze dei software aziendali, il cui costo capitalizzato è iscritto a bilancio al 31.1.2021 per l'importo complessivo residuo - al netto degli ammortamenti - di € 26.434,00.

L'affittuaria utilizza i software di cui sopra per gestire in maniera integrale le varie fasi dell'intero processo aziendale con particolare riferimento alla gestione del magazzino, dell'amministrazione e del personale nonché di tutte le caselle di posta elettronica necessarie all'attività.

I software sono passati tal quali da Dieci all'affittuaria 10 CC Global Shop Srl, quindi senza alcun tipo di modifica e senza soluzione di continuità, ed allo scrivente risulta il pieno utilizzo





degli stessi da parte di quest'ultima.

Alla luce delle precedenti considerazioni ed accertato che i software in questione sono certamente funzionali all'attività aziendale in corso, lo scrivente ritiene opportuno osservare il principio di continuità contabile, attribuendo perciò a detti beni il valore netto contabile di bilancio all'1.1.2021, pari ad € **26.434,00**.

## **6.2 IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI**

I beni materiali sono quelli di cui all'allegato A del contratto d'affitto d'azienda in essere del 9.9.2020 (allegato nr. 6 della presente relazione).

Incrociando detto allegato con i dettagli di contabilità i beni in questione sono:

*- Impianti e macchinari*

Impianti di condizionamento

Impianti specifici

Impianti di riscaldamento

*- Attrezzature industriali e commerciali*

Attrezzatura antitaccheggio

Registratori di cassa

*- Altre immobilizzazioni materiali*

Mobili e arredi

Macchine d'ufficio elettroniche

Opere d'arte e design

Telefonia fissa

Beni inferiori a € 516,46



Detti beni, alla data del 31.1.2021, sono iscritti in contabilità ai seguenti valori (in Euro):

DESCRIZIONE	Valore Lordo Contabile	Fondo ammortamento	Valore Netto Contabile
<b>IMPIANTI E MACCHINARI</b>			
Impianti di condizionamento	22.908,00	21.145,00	1.763,00
Impianti specifici	12.442,00	8.419,00	4.023,00
Impianti di riscaldamento	59.680,00	58.188,00	1.492,00
<b>Totali parziali</b>	<b>95.030,00</b>	<b>87.752,00</b>	<b>7.278,00</b>
<b>ATTREZZATURE INDUSTRIALI E COMMERCIALI</b>			
Attrezzatura antitaccheggio	6.020,00	349,00	5.671,00
Registratori di cassa	2.616,00	1.174,00	1.442,00
<b>Totali parziali</b>	<b>8.636,00</b>	<b>1.523,00</b>	<b>7.113,00</b>
<b>ALTRE IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI</b>			
Mobili e arredi	19.681,00	9.170,00	10.511,00
Macchine d'ufficio elettroniche	19.883,00	7.848,00	12.035,00
Opere d'arte e design	1.249.967,00	-	1.249.967,00
Telefonia fissa	6.205,00	6.205,00	-
Beni inferiori a € 516,46	5.872,00	5.872,00	-
<b>Totali parziali</b>	<b>1.301.608,00</b>	<b>29.095,00</b>	<b>1.272.513,00</b>
<b>TOTALI</b>	<b>1.405.274,00</b>	<b>118.370,00</b>	<b>1.286.904,00</b>

Lo scrivente ha personalmente visionato presso i locali di Corso Como nr. 10 i beni di cui sopra acquisendo un significativo repertorio fotografico e presenziando alle operazioni di inventario ex art. 87 L.F., come da verbale allegato al nr. 14.

I beni non sono di recente acquisizione tant'è che, in taluni casi, hanno quasi esaurito il processo di ammortamento contabile.

Considerato che, in sede di contratto d'affitto di ramo d'azienda, detti beni sono passati dalla concedente all'affittuaria senza soluzione di continuità e che quest'ultima li sta utilizzando pienamente nella conduzione aziendale, lo scrivente ritiene appropriato osservare un principio



di continuità contabile, assegnando perciò ad essi (fatta eccezione per la categoria “Opere d’arte e design”) il valore netto contabile di bilancio al 31.1.2021, pari ad € **36.937,00**.

- o -

In ordine invece alla voce “Opere d’arte e design” lo scrivente è giunto a conclusioni diverse in forza delle seguenti considerazioni.

Alla data del 31.1.2021 la posta è iscritta in contabilità per il valore residuo di € 1.249.967,00.

Va sottolineato che non sono state rinvenute pezze contabili giustificative in ordine all’iscrizione a bilancio della posta in questione.

Sono stati quindi effettuati gli approfondimenti del caso con la documentazione a disposizione, all’esito dei quali è emerso che nel bilancio relativo all’esercizio 2015/2016 (allegato nr. 15) la posta “Altre immobilizzazioni materiali” si è incrementata per l’importo di € 2.116.888,00 per effetto di “Riclassifiche (del valore di bilancio)”.

La circostanza viene riportata alla pag. 16 della Nota integrativa al bilancio senza alcun commento particolare nonostante l’importanza della posta (pari a circa un terzo il fatturato dell’esercizio).

Esaminato il libro Giornale (allegato nr. 16) emerge una scrittura contabile effettuata in data 31.1.2016 (quindi l’ultimo giorno dell’esercizio) dalla quale si ricava, senza ombra di dubbio, che la posta si sia incrementata non già per effetto di acquisti di beni bensì a seguito di un mero artificio contabile.

A tal proposito infatti la posta “Mobili e arredi – Opere d’arte e design” si incrementa per l’importo di € 2.116.888,00 a fronte di:

- stralcio del debito nei confronti di “Fornitore generico” per € 1.348.809,86 (si veda relativa scheda contabile – allegato nr. 17);
- stralcio del debito nei confronti di “IPI Italia SpA – Prada” per € 80.955,67;
- rilevazione di “Sopravvenienze attive” non meglio precisate per € 687.122,47.

Nella sostanza il bilancio della Società al 31.1.2016 risulta alterato per effetto di questa scrittura contabile poiché:



- 1) la perdita d'esercizio è stata così limitata all'importo di € 293.377,00;
- 2) il patrimonio netto è stato mantenuto positivo per € 429.919,00.

Senza entrare nel merito di valutazioni che non competono allo scrivente, ai fini della presente relazione è certamente fuor di dubbio che le scritture contabili siano, sul punto, del tutto inattendibili.

Lo scrivente si è quindi rifatto all'inventario fisico dei beni reperiti in Corso Como nr. 10 effettuato ai sensi e per gli effetti dell'art. 87 L.F. (si veda verbale allegato nr. 14).

Per la quasi totalità si tratta di mobili, arredi e grafiche creati da Kris Ruhs, artista, scultore e designer nato a New York; dal 1996 in Italia e compagno di vita della Sig.ra Carla Sozzani.

I beni inventariati si riferiscono ad oggetti di *design* e sono costituiti, per lo più, da: lampadari, installazioni varie (alcune luminose), tavoli, piani d'appoggio in vetro e plexigas, pannelli metallici, tende, stampe, vasi.

Tutti i beni sono in ottimo stato di conservazione, fatta eccezione per gli arredi della terrazza e del cortile in quanto, da diverso tempo, esposti agli agenti atmosferici. L'impressione generale è che detti oggetti siano stati creati *ad hoc* per il *concept store* di Corso Como - nel quale si integrano molto bene - e che quindi, al di fuori di questo contesto, non godrebbero di un'autonoma ed apprezzabile valorizzazione artistica, trattandosi nella sostanza di oggetti d'arredamento (sebbene, va detto, di ricercato e non banale *design*).

Ai fini dell'odierna valutazione lo scrivente si è rifatto alla vendita di beni analoghi intervenuta in data 31.7.2020 (si veda fattura nr. 70 e nr. 72 allegato nr. 18) fra Dieci e Carla Sozzani Editore Srl (ora TFC Srl) non rivendicati, allo stato, nell'ambito della verifica del passivo fallimentare.

Lo scrivente ha quindi applicato lo stesso criterio di valutazione ai singoli beni inventariati in sede fallimentare, in quanto la detta compravendita è intervenuta in un tempo prossimo ed ha interessato analoghi beni inseriti nel medesimo contesto.

All'esito di detta procedura è scaturita una valutazione complessiva pari ad € **225.370,00** come da prospetto analitico allegato al nr. 19.



## 7. CONCLUSIONI

In conclusione, sulla base del criterio di valutazione adottato, i valori dei beni rientranti nel perimetro del ramo d'azienda da alienare in sede fallimentare, alla Data di Riferimento, può essere così indicato (in Euro):

DESCRIZIONE	Valore contabile	Rettifiche	Valore di stima
<b>IMMOBLIZZAZIONI IMMATERIALI</b>			
Software	26.434,00	0	26.434,00
<b>Totali parziali</b>	<b>26.434,00</b>	<b>0</b>	<b>26.434,00</b>
<b>IMPIANTI E MACCHINARI</b>			
Impianti di condizionamento	1.763,00	0	1.763,00
Impianti specifici	4.023,00	0	4.023,00
Impianti di riscaldamento	1.492,00	0	1.492,00
<b>Totali parziali</b>	<b>7.278,00</b>	<b>0</b>	<b>7.278,00</b>
<b>ATTREZZATURE INDUSTRIALI E COMMERCIALI</b>			
Attrezzatura antitaccheggio	5.671,00	0	5.671,00
Registratori di cassa	1.442,00	0	1.442,00
<b>Totali parziali</b>	<b>7.113,00</b>	<b>0</b>	<b>7.113,00</b>
<b>ALTRE IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI</b>			
Mobili e arredi	10.511,00	0	10.511,00
Macchine d'ufficio elettroniche	12.035,00	0	12.035,00
Opere d'arte e design	1.249.967,00	- 1.024.597,00	225.370,00
Telefonia fissa	0	0	0
Beni inferiori a € 516,46	0	0	0
<b>Totali parziali</b>	<b>1.272.513,00</b>	<b>- 1.024.597,00</b>	<b>247.916,00</b>
<b>TOTALI</b>	<b>1.405.274,00</b>	<b>- 1.024.597,00</b>	<b>288.741,00</b>

Per effetto di quanto sopra si ritiene di conseguenza più che congrua l'offerta d'acquisto del ramo d'azienda avanzata da parte dell'affittuaria "10 CC Global Shop Srl", da porre a base della



procedura competitiva ex art. 107 L.F. ai fini del massimo soddisfacimento della massa dei creditori concorsuali.

Lo scrivente ritiene di aver assolto l'incarico conferito e, nel ringraziare per la fiducia accordata, resta a disposizione per ogni ulteriore chiarimento.

Con osservanza.

Milano, 5 gennaio 2022.



Dott. Pietro Santoro

**Allegati:**

1. Contratto di sublocazione parziale d'immobile dell'1.9.2020.
2. Contratto di sublocazione parziale d'immobile del 28.3.2018.
3. Risoluzione consensuale contratto di sublocazione ad uso non abitativo dell'1.7.2020.
4. Contratto di locazione ad uso diverso da quello abitativo del 28.3.2018.
5. Contratto di locazione ad uso diverso da quello abitativo dell'1.4.2021.
6. Contratto di affitto di azienda del 9.9.2020.
7. Contratto di licenza marchio dell'1.9.2014.
8. Accordo di risoluzione consensuale del 28.4.2020.
9. Contratto di licenza del marchio dell'1.9.2020.
10. Visura storica di TFC Srl.
11. Visura storica di 10 CC Global Shop Srl.
12. Rassegna stampa del 16.3.2021.
13. Offerta irrevocabile d'acquisto di 10 CC Global Shop Srl.
14. Verbale di inventario dei beni fallimentari del 3.11.2021.
15. Bilancio di Dieci Srl al 31.1.2016.
16. Estratto del libro Giornale alla data del 31.1.2016.
17. Scheda contabile "Fornitore generico" del bilancio chiuso al 31.1.2016.
18. Fatture nr. 70 e nr. 72 del 31.7.2020.
19. Prospetto di valutazione dei beni fallimentari inventariati.

