

TRIBUNALE ORDINARIO DI MILANO

Sezione Terza Civile

n. 7825/2017 R.G.E.

Giudice dell'Esecuzione Dott. Simona Caterbi

Perito stimatore Dott. Alfredo Haupt

RELAZIONE PERITALE DI STIMA

SULLA VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE PIGNORATA

nella procedura esecutiva mobiliare emarginata avente ad oggetto una partecipazione nella società Old Fashion S.r.l., cod. fisc. 80166300154

promossa da

Buono Demetrio, con l'avv. Federico Tramontana

creditore procedente

contro

... 0415515 ...

debitore esecutato

* * *

Il sottoscritto Alfredo Haupt, dottore commercialista, revisore legale, codice fiscale HPT LRD 66C12 F205 T, con studio in Milano (MI), corso Italia 1, indirizzo di posta elettronica alfredo.haupt@studiohaupt.it, indirizzo di posta elettronica certificata alfredo.haupt@odcecmilano.it, nominato con provvedimento del Giudice dell'Esecuzione in data 18 dicembre 2018 nella procedura esecutiva in epigrafe per la valutazione della partecipazione pignorata, espone nel seguito la presente propria relazione di stima, articolata nei capitoli e paragrafi indicati nel sommario che segue, con relativo deposito nel termine concesso nell'udienza in data

24 gennaio 2019, e quindi:

SOMMARIO

I.	INTRODUZIONE	
I.1	Premessa	p. 2
I.2	La partecipazione pignorata	p. 3
II.	LE OPERAZIONI PERITALI	
II.1	L'avvio delle operazioni peritali	p. 4
II.2	L'acquisizione della documentazione disponibile	p. 4
III.	IL PROCESSO DI VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE PIGNORATA	
III.1	Le metodologie di valutazione, lineamenti teorici	p. 8
III.2	Cenni storici, attività svolta, dati economici e patrimoniali della società la cui quota è stata pignorata	p. 12
III.3	I motivati limiti dei metodi misti con determinazione autonoma del <i>goodwill</i> nel caso di specie	p. 23
III.4	L'applicazione del metodo dei multipli	p. 23
III.5	Lo sconto di minoranza	p. 27
IV.	LE CONCLUSIONI SULLA VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE PIGNORATA	
IV.1	Le conclusioni sulla valutazione della partecipazione pignorata	p. 30
V.	I DIRITTI DI PRELAZIONE E LE RISERVE DI GRADIMENTO	
V.1	I diritti di prelazione e le riserve di gradimento	p. 30

* * *

I. INTRODUZIONE

I.1 Premessa

Con provvedimento in data 18 dicembre 2018, il Giudice dell'Esecuzione

nella procedura esecutiva in epigrafe, Dott. Simona Caterbi, convocava avanti a sé lo scrivente perito per l'udienza del giorno 24 gennaio 2019, per il conferimento dell'incarico, formulando il seguente quesito: *“Letti gli atti, sentite le parti ed i loro consulenti, acquisiti i documenti necessari: stimi il valore delle quote sociali di proprietà del debitore, **OMISSIS**, relative alla società Old Fashion s.r.l.; secondo i criteri civilistici e contabili di bilancio; verifichi altresì l'eventuale esistenza di diritti di prelazione degli altri soci o di riserva di gradimento”*. All'udienza anzidetta del giorno 24 gennaio 2019, il Giudice dell'Esecuzione raccoglieva il giuramento dello scrivente stimatore secondo la formula di rito, dando atto dell'inizio delle operazioni peritali, fissato per il giorno 5 febbraio 2019, ad ore 15.00, nello studio dello scrivente perito, in Milano (MI), corso Italia 1, concedendo quindi termine di giorni novanta per il deposito della relazione di stima, rinviando quindi all'udienza del giorno 23 maggio 2019, ad ore 12.00 **(Allegato A)**. *OMISSIS*.

I.2 La partecipazione pignorata

A risultanza degli atti depositati nel fascicolo di Cancelleria dal creditore procedente, con relativa nota in data 4 ottobre 2017, la partecipazione pignorata risulta costituita da una quota di nominali euro 1.872,00 della società Old Fashion S.r.l., con sede legale in Milano (MI), viale Emilio Alemagna 6, codice fiscale e numero di iscrizione nel Registro delle Imprese di Milano Monza Brianza Lodi 80166300154, n. MI-837570

R.E.A., con capitale sociale di euro 46.800,00 i.v., corrispondente quindi al 4% (quattro per cento) di detta società, intestata al debitore esecutato in epigrafe, ad evidenza della relativa visura camerale estratta in data 3 ottobre 2017 oggetto del predetto deposito agli atti del procedimento esecutivo **(Allegato B)**.

II. LE OPERAZIONI PERITALI

II.1 L'avvio delle operazioni peritali

Si dà atto che, alla data di inizio delle operazioni peritali, fissata per il giorno 5 febbraio 2019, ad ore 15.00, nello studio dello scrivente stimatore, prendeva parte alle stesse il difensore del creditore procedente, avv. Federico Tramontana, il quale riferiva quindi *“che il creditore procedente non ha provveduto alla nomina di relativo consulente tecnico”*, a risultanza del relativo verbale **(Allegato C)**, talché lo scrivente perito riservava la predisposizione del presente elaborato nel termine concesso dal Giudice dell'Esecuzione, *... OMISSIS ...*

II.2 L'acquisizione della documentazione disponibile

Si dà quindi atto che, con precedente provvedimento in data 21 giugno 2018, il Giudice dell'Esecuzione, al fine di *“ricevere un primo momento informativo circa la possibilità di collocare le quote pignorate sul mercato, sia al fine di consentire un notevole risparmio dei costi a carico del creditore procedente per il caso in cui le quote non risultassero ictu oculi di possibile realizzo”*, disponeva l'acquisizione di *“una prima check-list relativamente alla società oggetto di pignoramento che evidenzi l'effettiva possibilità di collocare sul mercato la quota di cui si discute”*, designando all'uopo il dott.

Alberto Beretta, socio di PricewaterhouseCoopers S.p.A., con sede in Milano (MI), via Monte Rosa, 91. Con nota informativa depositata in data 23 ottobre 2018 nella Cancelleria, il predetto professionista, dott. Alberto Beretta, riferiva quindi sulle *“preliminari attività di valutazione delle quote della società Old-Fashion S.r.l.”*, sulla scorta dell’esame dei bilanci pubblicati, riferiti agli esercizi chiusi al 31 dicembre 2013, 2014, 2015 e 2016, oltre bilancio al 31 dicembre 2017 e situazione infrannuale al 30 giugno 2018 (limitata al solo prospetto contabile) resi disponibili dalla società anzidetta, rappresentando di non aver individuato partecipazioni detenute da detta società ovvero beni immobili della stessa, all’esito dell’esame delle risultanze catastali **(Allegato D)**. In dipendenza di quanto sopra, lo scrivente perito procedeva quindi ad acquisire la documentazione oggetto dell’esame svolto di cui alla predetta nota informativa, resa quindi disponibile con posta elettronica in data 13 febbraio 2019 dalla società PricewaterhouseCoopers S.p.A. **(Allegato E)**, in evasione di conferente richiesta con pari mezzo. Ad integrazione di quanto sopra, lo scrivente perito stimatore acquisiva altresì, oltre quanto qui in seguito richiamato, il bilancio per l’esercizio chiuso al 31 dicembre 2017 della società Old Fashion S.r.l., nelle more pubblicato nel Registro delle Imprese di Milano Monza Brianza Lodi **(Allegato F)**, procedendo altresì ad ulteriore riscontro catastale, eseguito in data 24 gennaio 2019 in riferimento al codice fiscale di detta società, con aggiornamento al 23 gennaio 2019 **(Allegato G)**. ... OMISSIS ...

... 041581 S.r.l.

il presente elaborato peritale è quindi fondato sull'esame dei bilanci pubblicati nel Registro delle Imprese, avendo altresì riguardo alle informazioni ricavabili dalla situazione infrannuale al 30 giugno 2018 (limitata al solo prospetto contabile) di cui sopra, talché, pur anche all'esito di una relativa lettura critica, occorre quindi dare evidenza delle conseguenti limitazioni sull'esame del patrimonio e dei dati economici, ciò con specifico riguardo alle metodologie valutative di tipo assoluto di cui qui in seguito. I bilanci anzidetti della società Old Fashion S.r.l., oggetto di rispettivo esame ai fini della presente relazione di stima possono quindi essere rassegnati come segue e quindi:

- bilancio per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2013 (con patrimonio netto contabile di euro 167.866), approvato con assemblea in data 5 giugno 2014;
- bilancio per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014 (con patrimonio netto contabile di euro 57.436), approvato con assemblea in data 29 giugno 2015;
- bilancio per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2015 (con patrimonio netto contabile di euro 67.661), approvato con assemblea in data 15 luglio 2016;
- bilancio per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2016 (con patrimonio netto contabile di euro 155.897), approvato con assemblea in data 29 giugno 2017;
- bilancio per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2017 (con patrimonio netto contabile di euro 132.865), approvato con assemblea in data 27 luglio 2018;

richiamandosi la predetta situazione infrannuale al 30 giugno 2018 (limitata al solo prospetto contabile), resa disponibile dalla società PricewaterhouseCoopers S.p.A., con posta elettronica in data 13 febbraio 2019. Appare quindi doversi precisare che i dati ricavati sulla scorta dei bilanci al 31 dicembre 2013, 2014, 2015, 2016 e 2017, nonché della situazione infrannuale al 30 giugno 2018 anzidetti sono stati assunti nelle relative pari risultanze, senza alcuna attività di revisione dei dati contabili, al pari di quanto precisato anche dalla società PricewaterhouseCoopers S.p.A., dato atto della intervenuta approvazione dei bilanci di cui sopra.

III. IL PROCESSO DI VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE PIGNORATA

III.1 Le metodologie di valutazione, lineamenti teorici

La trattazione che segue investe brevemente i profili teorici delle metodologie valutative c.d. assolute (o dirette), costituite, tra le altre, dai metodi misti con determinazione autonoma del *goodwill*, astrattamente idonei anche a rappresentare la situazione patrimoniale della società oggetto della stima, nonché quelle fondate sui metodi relativi (o indiretti), rappresentati dai modelli dei multipli riferiti a società comparabili. Appare opportuno premettere che, nonostante le limitazioni riscontrate nell'applicazione dei metodi misti anzidetti, come qui in seguito riferito, è comunque stato ritenuto di possibile interesse trattare i relativi profili teorici, anche al fine di una migliore comprensione delle limitazioni appena accennate.

metodi misti con determinazione autonoma del goodwill

La valutazione del capitale economico di un'azienda in funzionamento è espressa, nei metodi in esame, con una relazione funzionale del tipo $W = f(R; K)$, dove il capitale economico W rappresenta il valore assunto da una funzione f sulla base dei valori attribuibili alla variabile reddito R , nonché alla consistenza del capitale netto rettificato K .

Il capitale netto rettificato K esprime la sommatoria algebrica del capitale netto contabile C e delle plusvalenze P , nonché delle minusvalenze M , accertabili a seguito della rappresentazione a valori correnti delle componenti patrimoniali non monetarie, dedotti, se del caso, gli oneri fiscali potenziali determinati avendo riguardo all'aliquota applicata t e precisamente come segue:

$$K = C + [(P1 + P2 + \dots + Pn) - (M1 + M2 + \dots + Mn)] \times (1-t)$$

La predetta funzione $W = f(R; K)$ richiede quindi di definire la misurazione del risultato economico, la durata dell'orizzonte temporale al quale si ritiene di riferire la proiezione reddituale, nonché il tasso di capitalizzazione del flusso reddituale atteso, oltre quanto nel seguito più in dettaglio precisato. Con specifico riferimento alla definizione del risultato economico appare opportuno evidenziare che allo stesso possono concorrere componenti reddituali diverse, in dipendenza del tipo di approccio valutativo adottato, sommariamente riferibile ad un orientamento verso valori c.d. *asset side* ovvero *equity side*, rispettivamente assumendo, in via generale, la estraneità, ovvero l'interferenza degli effetti della posizione finanziaria netta dell'impresa esercitata. Nel caso di specie, attesa la prefigurabile esitazione della partecipazione pignorata nel procedimento esecutivo, si ritiene che la relativa valutazione dovrebbe essere rapportata ad un approccio *equity side*, tenendo quindi anche conto della posizione finanziaria netta, ciò per rappresentare l'attuale valore del bene. Per la motivazione appena sopra rappresentata, il reddito futuro atteso è stato stimato procedendo alla neutralizzazione delle sole eventuali componenti straordinarie del risultato economico, al netto dell'effetto fiscale, facendo quindi riferimento al risultato netto nel caso rettificato come appena indicato. Tra le ulteriori variabili concorrenti nel processo valutativo del modello dei metodi c.d. misti patrimoniale-reddituale in esame si comprende la definizione dell'orizzonte temporale di proiezione dei risultati economici attesi. Si ritiene quindi generalmente preferibile fondare la conseguente stima

assumendo un numero limitato di annualità, ciò in considerazione della evidente crescente incertezza dei risultati con manifestazione più lontana nel tempo, anche solo intuitivamente ravvisabile, escludendo pertanto l'impiego del valore della rendita perpetua, ovvero di eccessiva durata. La valutazione del compendio aziendale secondo i metodi misti patrimoniali-reddituali risulterà pertanto conseguentemente rappresentata dalla sommatoria degli addendi costituiti dal capitale netto rettificato K e dal valore attuale di una rendita posticipata annua di durata limitata di n anni riferita al flusso reddituale stimato. Occorre quindi precisare ulteriormente che, nel modello in esame, il predetto flusso reddituale è apprezzato con riguardo alla nozione di sovrareddito, analiticamente esprimibile come $(R - i' \times K)$, identificabile pertanto con il differenziale dei redditi ritraibili in rapporto ad un rendimento *medio di mercato* i' riferibile al tipo di investimento. La valutazione dei metodi misti patrimoniali-reddituali può quindi conclusivamente riassumersi con la relazione funzionale qui in seguito riportata e precisamente:

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

dove a_{n-i} rappresenta il seguente fattore di capitalizzazione:

$$a_{n-i} = \frac{(1+i)^n - 1}{(1+i)^n \times i}$$

riferito al tempo t_0 di una rendita futura unitaria di durata n anni al tasso di capitalizzazione i . Concorrono quindi altresì nel modello di valutazione in esame il tasso di capitalizzazione i ed altresì il tasso rappresentativo di un rendimento medio di mercato per pari investimenti

i' , nel seguito oggetto di separata rispettiva trattazione. Il tasso di attualizzazione i' può essere riferito al rendimento del capitale proprio c.d. *c.o.e.* o *cost of equity*, ad esempio facendo riferimento al tasso-opportunità, rappresentativo del rendimento equivalente per investimenti alternativi a parità di rischio. Il valore del *c.o.e.* potrebbe pertanto essere calcolato secondo il modello quantitativo *C.A.P.M. capital asset pricing model*, come segue:

$$i' = r_f + (r_m - r_f) \times \beta$$

dove il tasso di capitalizzazione i' è rappresentato dal rendimento corrente dei titoli del debito pubblico r_f , ivi assunti a rischio nullo, maggiorato per l'investimento nel capitale di rischio azionario $(r_m - r_f)$, aggiustato per tenere conto del coefficiente di volatilità ovvero del rischio non diversificabile β , rappresentativo della sensibilità dell'andamento del settore in cui opera l'impresa oggetto di valutazione, rispetto alle generali variabili macroeconomiche. Come qui in seguito motivato, le limitazioni riscontrate nell'applicazione del modello valutativo in esame sono principalmente relative alla determinazione del valore del capitale netto rettificato K , che, per l'effetto, incidono altresì sulla misurazione del sovrareddito $(R - i' \times K)$.

Metodi dei multipli

I metodi intitolati descrivono il capitale economico dell'impresa sulla base di multipli di grandezze della stessa (i.e. ricavi, risultati economici, capitale netto), riferiti a società comparabili, risultando quindi strettamente dipendenti dalla efficienza dei mercati, necessariamente incidente sul valore dei moltiplicatori utilizzati. I multipli in esame

possono essere riferiti, al pari delle metodologie valutative assolute, a modelli *equity side*, ovvero *asset side*, questi ultimi indipendenti pertanto rispetto alla struttura finanziaria dell'impresa, occorrendo quindi in seguito procedere al conseguente aggiustamento del valore riscontrato sulla scorta della posizione finanziaria netta. Nella presente relazione si è quindi fatto riferimento ai multipli *E.V.* (i.e. *economic value*) /ricavi delle vendite, caratterizzati, come noto, dalla oggettività della grandezza al denominatore, come qui in seguito rappresentato, tenuto conto delle limitazioni, sopra accennate, di analisi della struttura patrimoniale e del conto economico.

III.2 Cenni storici, attività svolta, dati economici e patrimoniali della società la cui quota è stata pignorata

La società risulta costituita con atto in data 4 marzo 1972. Le norme di funzionamento della società prevedono che la stessa abbia per oggetto *“la gestione diretta ed indiretta di locali notturni, sale da ballo, bar, piano-bar, ristoranti, mense anche aziendali, selfservices, pizzerie, tavole calde, alberghi, cinema, pensioni ed in genere qualsiasi servizio ed attività organizzativa, in proprio e per conto di terzi, attinente la somministrazione al pubblico di alimenti e bevande, la ristorazione, l'industria ricettiva e del trattenimento, servizi musicali in genere, produzione in qualsiasi forma, in proprio o per terzi, anche su ogni tipo di supporto tecnico audiovisivo, di concerti, rassegne musicali e spettacoli in genere, anche in compartecipazione, e l'organizzazione degli stessi; commercializzazione, rappresentanza e distribuzione di quanto sopra e di articoli promozionali. Essa potrà inoltre stipulare, nelle forme più ampie, contratti di concessione*

e di affiliazione commerciale (franchising), contratti per l'uso di marchi (merchandising), contratti di affitto di rami d'azienda, nonché mettere a disposizione di terzi i mezzi tecnici necessari per lo svolgimento delle attività di cui sopra, fornendo l'uso di sale, attrezzature, personale (locations)", oltre attività strumentali. Si dà quindi evidenza che, a risultanza del fascicolo storico estratto in via aggiornata in data 1 maggio 2019 dal Registro delle Imprese di Milano Monza Brianza Lodi, la società Old Fashion S.r.l. parrebbe aver aperto, in data 10 settembre 2018, la unità locale in Milano (MI), viale Emilio Alemagna 6, con attività ivi esercitata "notturni, bar, piano bar", classificazione Atecori 2017, codice 93.29.1 attività primaria "discoteche, sale da ballo night-club e simili" e codice 56.3 attività secondaria "bar e altri esercizi simili senza cucina". In riferimento a quanto sopra, si rileva altresì la presenza anche della sede legale della suddetta società al medesimo indirizzo. Si dà quindi atto dell'atto, con medesima data 10 settembre 2018, iscritto in data 14 novembre 2018 nel Registro delle Imprese di Milano Monza Brianza Lodi con protocollo n. 411701/2018 del 2 ottobre 2018, che reca "trasferimento della sede legale. Indirizzo precedente: Milano (MI) viale Emilio Alemagna 6". L'atto estratto riferito al protocollo anzidetto concerne invero procura indirizzata all'"Ufficio del Registro delle Imprese di Milano" in favore di „OMISSIS” a firma di „OMISSIS”, in qualità di legale rappresentante, con codice univoco pratica „OMISSIS”, senza ulteriori documenti uniti, non risultando inoltre iscritto alcun nuovo indirizzo della sede legale della società Old Fashion S.r.l., quindi coincidente con l'indirizzo riferito alla unità locale iscritta posta al

medesimo indirizzo. Il portale <https://oldfashion.it> illustra l'omonimo locale storico Old Fashion Milano, posto nel Palazzo dell'Arte, esercitato dalla società Old Fashion S.r.l., con ingresso dal viale Luigi Camoens, retrostante il viale Emilio Alemagna, sede della società anzidetta, descrivendo le attività svolte (**Allegato I**), come segue:

- Ristorante: *"Ristorante notturno. Il nostro servizio di ristorante notturno è attivo tutte le sere dalle 20:00 alle 00:30. Ristorante di cucina italiana rivisitata in chiave internazionale"*;
- Dancing: *"Dancing dal 1933. Il Dancing Club apre tutte tutte le notti dalle 23:00 alle 05:00 con i migliori Music Designer per i vari generi musicali : House – Hip Hop – Reggaeton –Afrobeat"*;
- Eventi: *"Privati o aziendali. Che siano eventi privati o aziendali, Old Fashion resta indubbiamente la migliore location in Milano per organizzarli"*.

La sezione *homepage* del suddetto portale illustra che *"Nel Palazzo dell'Arte dal 1933. Ristorante e Dancing dal 1933 è un locale versatile e in grado di ospitare grandi eventi di lavoro o di intrattenimento. Si trova nel Palazzo dell'Arte di Milano, nel cuore dello storico Parco Sempione, a pochi minuti a piedi dal centro della città. Dal 2006 è riconosciuto dal Comune di Milano e Regione Lombardia come "negoziato di importanza storica"*. Nella sezione del predetto portale <https://oldfashion.it/privacy-policy/>, è evidenziato il titolare del trattamento dei dati identificato nella società Old Fashion S.r.l., con sede in via Alemagna 6, 20121 Milano (MI).

Nel portale www.negozistoricilombardia.it è possibile parimenti riscontrare il suddetto locale riferito alla società Old Fashion S.r.l.

I dati economici degli esercizi 2013-2017 in esame possono essere riassunti nella tabella comparativa che segue:

OLD FASHION S.R.L. – CONTO ECONOMICO ES. 2013, 2014, 2015, 2016, E 2017

descrizione	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	31-12-2016	31-12-2017
A) valore della produzione					
1) ricavi vendite	2.391.977	2.251.394	2.108.709	2.380.907	2.415.371
2) var. rim. prod. lav., sem. fin.					
5) altri ricavi	198.130	126.141	153.603	165.461	183.530
totale valore della produzione	2.590.107	2.377.535	2.262.312	2.546.368	2.598.901
B) costi della produzione					
6) materie prime, suss., cons., merci	(837.903)	(848.949)	(952.509)	(1.032.539)	(1.094.729)
7) servizi	(693.413)	(452.061)	(365.303)	(352.207)	(578.124)
8) godimento beni di terzi	(352.208)	(351.847)	(336.082)	(354.157)	(349.070)
9) costi del personale	(450.850)	(479.989)	(347.099)	(349.718)	(359.408)
10a) ammort. immob. immateriali					
10b) ammort. immob. materiali	(85.074)	(77.363)	(69.819)	(53.484)	(46.573)
10c) svalutazione crediti	(1.086)	(1.277)	(470)	(340)	(453)
11) var. rim. mat. pr., suss. cons., merci	5.413	(643)	2.587	(26.459)	11.100
12) accantonamenti per rischi	0	(19.959)			
14) oneri diversi di gestione	(160.161)	(145.755)	(160.319)	(235.309)	(197.252)
totale costi della produzione	(2.575.282)	(2.377.843)	(2.229.014)	(2.404.213)	(2.614.509)
A)-B) diff. val. e costi della produzione	14.825	(308)	33.298	142.155	(15.608)
C) proventi ed oneri finanziari					
16) proventi finanziari	16.066	9.012	5.378	12.770	1.490
17) int. ed altri oneri finanziari	(368)	(14.921)	(849)	(850)	(1.833)
17 bis) utili e (perdite) su cambi	0	0	0	0	(120)
totale proventi ed oneri finanziari	15.698	(5.909)	4.529	11.920	(463)
E) proventi ed oneri straordinari	14.187	(119.021)	1	n/a	n/a
A,B,C,D) risultato prima delle imposte	44.710	(125.238)	37.828	154.075	(16.071)
20) imposte correnti, differite ed ant.	(37.251)	(17.250)	(27.603)	(65.839)	(6.961)
21) utile (perdita) esercizio	7.459	(142.488)	10.225	88.236	(23.032)

I dati economici riferiti all'intervallo temporale oggetto di osservazione nella tabella che precede possono quindi essere ulteriormente esaminati facendo anche riferimento alla situazione infrannuale al 30 giugno 2018 di cui sopra della società Old Fashion S.r.l., costituita dal solo prospetto contabile (che peraltro difetta, tra l'altro, delle scritture di periodo per rilevazione di rimanenze finali, ammortamenti, accantonamenti, anche per T.F.R., ratei ed imposte). Per l'effetto, tale situazione contabile appare di possibile interesse limitatamente al valore dei ricavi ivi esposti, pari ad euro 1.183.341 riferiti al primo semestre 2018, con conseguente proiezione su base annua, per convenzione lineare, pari ad euro

2.366.682 con valori conseguentemente coerenti rispetto alla serie storica 2013-2017 di cui alla tabella suddetta. All'esito di una valutazione critica dell'andamento della differenza tra valore e costi della produzione, appare potersi in particolare rilevare, con riferimento all'esercizio 2017, un relativo sensibile incremento della incidenza delle voci B6) acquisti per materie prime, sussidiarie, consumo e merci e B7 servizi sul valore della produzione di detto esercizio, rispetto al dato medio 2013-2016, infatti rispettivamente incrementata al 42,12% (rispetto alla media aritmetica 37,68% per il periodo 2013-2016) e 22,24% (rispetto alla media aritmetica 18,94% per il periodo 2013-2016), come indicato nella tabella che segue:

OLD FASHION S.R.L. – CONTO ECONOM. % ES. 2013, 2014, 2015, 2016, E 2017

descrizione	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	31-12-2016	31-12-2017	media 2013-16
A) valore della produzione						
1) ricavi vendite	92,35%	94,69%	98,21%	93,50%	92,94%	93,44%
2) var. rim. prod. lav., sem. fin.						
5) altri ricavi	7,65%	5,31%	6,79%	6,50%	7,06%	6,56%
totale valore della produzione	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
B) costi della produzione						
6) materie prime, suss., cons., merci	(32,35)%	(35,71)%	(42,10)%	(40,55)%	(42,12)%	(37,68)%
7) servizi	(26,77)%	(19,01)%	(16,15)%	(13,83)%	(22,24)%	(18,94)%
8) godimento beni di terzi	(13,60)%	(14,80)%	(14,86)%	(13,91)%	(13,43)%	(14,29)%
9) costi del personale	(17,41)%	(20,19)%	(15,34)%	(13,73)%	(13,83)%	(16,67)%
10a) ammort. immob. immateriali						
10b) ammort. immob. materiali	(3,28)%	(3,25)%	(3,09)%	(2,10)%	(1,79)%	(2,93)%
10c) svalutazione crediti	(0,04)%	(0,05)%	(0,02)%	(0,01)%	(0,02)%	(0,03)%
11) var. rim. mat. pr., suss. cons., merci	0,21%	(0,03)%	0,11%	(1,04)%	0,43%	(0,19)%
12) accantonamenti per rischi	0,00%	(0,84)%	0,00%	0,00%	0,00%	(0,21)%
14) oneri diversi di gestione	(6,18)%	(6,13)%	(7,09)%	(9,24)%	(7,59)%	(7,16)%
totale costi della produzione	(99,43)%	(100,01)%	(98,53)%	(94,42)%	(100,60)%	(98,10)%
A)-B) diff. val. e costi della produzione	0,57%	(0,01)%	1,47%	5,58%	(0,60)%	1,90%

Si segnala altresì una diminuzione della incidenza percentuale del costo del lavoro di cui alla voce B9) per l'esercizio 2017, che, peraltro, parrebbe collocarsi nel solco di un coerente dato tendenziale, avuto in particolare riguardo alle risultanze degli esercizi 2015, 2016 e 2017. I valori del risultato economico prima delle imposte di cui sopra richiedono quindi, per relativa normalizzazione, la espunzione delle componenti straordinarie di reddito, agevolmente rilevabili sino a tutto l'esercizio

2015, avendo riguardo alla relativa sezione E) del conto economico, in seguito espunta per effetto delle modifiche introdotte dal D.Lgs. 18 agosto 2015 n. 139, come indicato nella tabella seguente e quindi:

OLD FASHION S.R.L. – CONTO ECON. ES. 2013, 2014, 2015, 2016, E 2017

descrizione	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	31-12-2016	31-12-2017
risultato prima delle imposte	44.710	(125.238)	37.828	154.075	(16.071)
stomo proventi ed oneri straordinari	(14.187)	119.021	(1)	n/a	n/a
ris. prima delle imp. e comp. straord.	30.523	(6.217)	37.827	154.075	(16.071)

Infine, potrebbe quindi ricavarsi la media aritmetica del risultato economico prima delle imposte e dei componenti straordinari di reddito, estesa alla intera serie storica esaminata 2013-2017 pari ad euro 40.027 (i.e. $(30.523 - 6.217 + 37.827 + 154.075 - 16.071) \times 1/5$), ovvero, limitatamente alle tre annualità più recenti, avendo riguardo alla valutazione di redditività prospettica, addivenendo quindi ad un valore di euro 58.610 (i.e. $(37.827 + 154.075 - 16.071) \times 1/3$), occorrendo infine procedere alla stima dell'onere tributario, assunto, ai fini della presente relazione peritale, con riferimento al corrente prelievo I.Re.S. 24% ed I.R.A.P. 3,9%, attesa la proiezione reddituale futura posta a relativo fondamento, addivenendosi quindi ad un risultato netto rispettivamente pari ad euro 28.860 (i.e. $40.027 - 40.027 \times (24\% + 3,9\%)$), ovvero pari ad euro 42.258 (i.e. $58.610 - 58.610 \times (24\% + 3,9\%)$). La rilevazione del suddetto risultato economico prima dei componenti straordinari e delle imposte appare preferibile, nel caso di specie, rispetto al riscontro dei valori degli indicatori economici, E.B.I.T.D.A. (*earning before interests, taxes, depreciation and amortization*), E.B.I.T. (*earning before interests and taxes*) e N.O.P.A.T. (*net operating profit after taxes*), atteso la rilevanza

degli ammortamenti nel processo di produzione del reddito, nonché l'opportuno apprezzamento dei componenti reddituali di natura finanziaria, sostanzialmente relativi all'impiego di liquidità, ricordando infatti la definizione di detti indicatori come segue (L. Guatri – M. Bini, "Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende", Egea 2005, pag. 708) e quindi: $N.O.P.A.T. = E.B.I.T. \times (1-t)$, dove t rappresenta l'aliquota del prelievo fiscale, risultando che $E.B.I.T. = E.B.I.T.D.A. \times (1-d) \times (1-t)$, dove d rappresenta l'ammortamento in percentuale su E.B.I.T.D.A. Nelle tabelle che seguono sono comparativamente esposti i dati patrimoniali relativi ad attivo, patrimonio netto e passivo della società Old Fashion S.r.l. riferiti al medesimo suddetto periodo 2013-2017 sopra trattato.

OLD FASHION S.R.L. – STATO PATRIM. ATTIVO 2013, 2014, 2015, 2016 E 2017

descrizione		31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	31-12-2016	31-12-2017
B)	Immobilizzazioni	327.076	258.417	206.765	151.426	120.675
I	Immobilizzazioni immateriali					
	valore lordo	86.367	7.762	7.762	7.762	7.762
	ammortamenti	(86.367)	(7.762)	(7.762)	(7.762)	(7.762)
	totale immobilizzazioni immateriali	0	0	0	0	0
II	Immobilizzazioni materiali					
	valore lordo	1.516.324	1.526.563	1.547.309	1.512.494	1.514.594
	ammortamenti	(1.202.166)	(1.279.529)	(1.349.248)	(1.370.183)	(1.403.344)
	totale immobilizzazioni materiali	314.158	247.034	198.061	142.311	111.250
III	Immobilizzazioni finanziarie					
	altri titoli	12.918	11.383	8.704	9.115	9.425
	totale immobilizzazioni finanziarie	12.918	11.383	8.704	9.115	9.425
C)	Attivo circolante	712.695	715.372	589.595	710.455	833.594
I	Rimanenze					
	totale rimanenze	54.586	53.943	56.530	30.071	41.170
II	Crediti					
	totale crediti	452.053	414.353	224.503	104.843	195.846
III	Attività finanz. che non cost. immob.					
	totale att. fin. che non cost. immob.	156.000	133.754	133.754	149.992	149.992
IV	Disponibilità liquide					
	totale disponibilità liquide	50.056	113.322	174.808	425.549	446.586
D)	Ratei e risconti	8.438	6.951	6.694	6.214	7.627
	Ratei e risconti	8.438	6.951	6.694	6.214	7.627
A, B, C, D) Totale attivo		1.048.209	980.740	803.054	868.095	961.896

La struttura dell'attivo evidenzia una sostanziale stabilità del costo storico delle immobilizzazioni al netto del processo di ammortamento.

L'indice di rotazione delle rimanenze e dei crediti possono essere riscontrati nei valori riportati nella tabella che segue, con relativo dettaglio di calcolo (rispettivamente riferito al prodotto tra il rapporto CI di stato patrimoniale/B6 di conto economico e CII di stato patrimoniale/A1 di conto economico ed il moltiplicatore 365), e precisamente:

OLD FASHION S.R.L. – IND. ROTAZ. RIM., CRED. 2013 2014, 2015, 2016 E 2017

descrizione	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	31-12-2016	31-12-2017
gg. rotazione magazzino (CI/B6 × 365)	24	23	22	11	14
gg. rotazione crediti (CII/A1 × 365)	69	67	39	16	30

OLD FASHION S.R.L. – STATO PATR. P/N, PASS. 2013, 2014, 2015, 2016 E 2017

	descrizione	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	31-12-2016	31-12-2017
A)	Patrimonio netto	167.866	57.436	67.661	155.897	132.865
I	Capitale	46.800	46.800	46.800	46.800	46.800
IV	Riserva legale	9.360	9.360	9.360	9.360	9.360
VII	Versamenti in c/capitale e cop. perd.	48.536	80.594			
VIII	Utili (perdite) a nuovo	55.711	63.170	1.276	11.501	99.737
VI	Utili (perdite) dell'esercizio	7.459	(142.488)	10.225	88.236	(23.032)
	totale patrimonio netto	167.866	57.436	67.661	155.897	132.865
B)	Fondi per rischi ed oneri	0	19.958	19.958	0	0
	totale fondi per rischi ed oneri	0	19.958	19.958	0	0
C)	Trattamento fine rapporto	107.598	124.697	121.078	109.913	113.352
D)	Debiti	772.482	778.646	593.417	602.285	715.459
	verso banche	94	0	0	0	0
	verso soci per finanziamenti	83.058	15.000	15.000	0	0
	acconti	0	0	0	0	2.800
	verso fornitori	397.504	383.487	230.816	248.678	380.009
	tributari	64.945	163.603	110.629	102.569	47.701
	verso ist. previdenza e sicurezza soc.	43.317	31.752	29.545	36.235	12.734
	altri	183.564	184.804	207.427	214.803	272.215
	totale debiti	772.482	778.646	593.417	602.285	715.459
E)	Ratei e risconti	263	3	940	0	220
	Ratei e risconti	263	3	940	0	220
A, B, C, D, E)	Totale passivo e patrimonio netto	1.048.209	980.740	803.054	868.095	961.896

Con riferimento alla situazione patrimoniale al 30 giugno 2018, richiamata la suddetta relativa attuale incompletezza, appare comunque di possibile interesse dare atto del lieve incremento delle immobilizzazioni immateriali e materiali, nonché della sostanziale stabilità delle disponibilità liquide, pari ad euro 430.511 complessivi, ivi non rilevandosi invece modifiche del patrimonio netto diverse dalla destinazione del

risultato di esercizio 2017 a perdite a nuovo.

L'analisi patrimoniale di cui sopra appare tuttavia deficitaria, in quanto priva di alcuna valorizzazione del rapporto locatizio afferente i locali di esercizio dell'attività sociale, che, pur nella indisponibilità del relativo rapporto contrattuale, parrebbe potersi ricavare in dipendenza dei seguenti riscontri e quindi:

- ratei e riscontri attivi riferiti a "*canoni di locazione*" nella nota integrativa dei bilanci riferiti agli esercizi chiusi al 31 dicembre 2013 (p. 8, ovvero 30 di 42), 31 dicembre 2014 (p. 21 di 41, ovvero 45 di 65);
- debiti verso il locatore appostati tra gli altri debiti, a risultanza della nota integrativa del bilancio riferito all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2015 (p. 15 di 25, ovvero 39 di 49);
- valore della voce B8 del conto economico riferito a tutti gli esercizi del periodo esaminato 2013-2017, con valore medio di euro 348.673 (i.e. $(352.208 + 351.847 + 336.082 + 354.157 + 349.070) \times 1/5$);
- difetto di riscontro di beni immobili di proprietà, come anche parimenti riscontrato dalla società PricewaterhouseCoopers S.p.A. all'esito dei riscontri catastali, ulteriormente svolti, con pari esito, dallo scrivente perito, nonché tenuto conto delle evidenze dei bilanci di esercizio, apparendo infatti la compilazione della tabella relativa alle immobilizzazioni materiali contenuta nella nota integrativa del bilancio per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2017 (p. 9 di 23, ovvero 12 di 29), ivi risultando un valore netto di bilancio per la categoria "*terreni e fabbricati*" di euro 8.132 apparentemente ascrivibile ad

errore materiale, non risultando ad esempio alcun bene di detta categoria nel precedente bilancio ed anteriori esaminati, pur riferendosi nella suddetta nota integrativa sin un valore iniziale.

Da quanto sopra, appare dunque potersi ipotizzare l'esercizio dell'attività nei locali in Milano (MI), con ingresso dal viale Luigi Camoens, retrostante il viale Emilio Alemagna, in forza di un rapporto locatizio, pur restando tale conclusione mera ipotesi ricavata sulla scorta di quanto sopra, con conseguente avvertenza del difetto di alcun riscontro al riguardo sulla scorta della documentazione disponibile. Il portale sopra richiamato <https://oldfashion.it/location/> riferisce che *"i locali si sviluppano su una superficie interna di circa 800 m.q. suddivisi in due ampie sale e una grande Dehor in cristallo che si affaccia su un giardino privato di 1.300 m.q. , E' perfettamente attrezzato per attività all'aperto"* (**Allegato L**).

In dipendenza di quanto sopra, occorrerebbe quindi, sempre nell'ambito dell'ipotizzato rapporto locatizio, dare evidenza di un conseguente eventuale valore intangibile connesso alle c.d. *"buonuscite"*, che, a risultanza delle rilevazioni 2018 pubblicate da F.I.M.A.A. di Milano, Monza Brianza, Collegio degli Agenti d'Affari in Mediazione delle Province di Milano, Monza & Brianza di cui qui in seguito, potrebbero risultare anche di rilevante entità.

I valori 2018 delle *"buonuscite"* pubblicati da F.I.M.A.A. di Milano, Monza Brianza, Collegio degli Agenti d'Affari in Mediazione delle Province di Milano, Monza & Brianza risultano riferiti alle seguenti aree del Comune di Milano e quindi *"corso Buenos Aires"*, *"corso Como"*, *"corso di Porta Ticinese"*, *"corso Garibaldi"*, *"corso Genova"*, *"corso San Gottardo"*, *"corso*

Venezia”, “corso Vercelli – via Belfiore”, “corso Vittorio Emanuele”, “corso XXII Marzo”, “Galleria Vittorio Emanuele”, “via Dante”, “via della Spiga”, “via Manzoni”, “via Montenapoleone”, “via Paolo Sarpi” e “via Torino”.

Tenuto conto della dislocazione dei locali in esame, parrebbe, per relativa maggiore vicinanza, rispetto ai suddetti altri indirizzi, e pregio, potersi far riferimento ai dati riferiti all’area di “via Dante” (tenuto conto che il termine di detta via risulta in posizione comunque prospiciente al parco Sempione), pur con riguardo al relativo valore minimo, in considerazione della minore vicinanza al centro città.

A titolo esemplificativo, le quotazioni 2018 pubblicate per “*buonuscite*” da F.I.M.A.A. di Milano, Monza Brianza, Collegio degli Agenti d’Affari in Mediazione delle Province di Milano, Monza & Brianza, in riferimento all’area di “via Dante”, sono comprese nell’intervallo tra un minimo di euro 400.000 ed un massimo di euro 1.000.000 per “*locali dai 70 ai 100 mq con 2/3 vetrine*” (**Allegato M**). Ove quindi potesse proporzionalmente rapportarsi detta quotazione alla maggiore estensione del locale *de quo* riferita nel portale <https://oldfashion.it/location/> per una “*superficie interna di circa 800 m.q. suddivisi in due ampie sale*”, richiamato peraltro la ulteriore area esterna ivi riferita, si ricaverebbe per l’effetto un valore di “*buonuscita*” pari a circa euro 3.200.000 assumendo appunto l’ipotesi di un valore di euro 400.000 ogni mq. 100 di superficie (i.e. 8×400.000), che, al netto della fiscalità latente (sempre commisurata al sistema impositivo I.Re.S. 24%, I.R.A.P. 3,9%), residuerebbe per un valore netto di euro 2.307.200 (i.e. $3.200.000 \times (1 - 24\% - 3,9\%)$). Occorre comunque osservare che detta valorizzazione potrebbe risultare dover essere

diversamente apprezzata, ad esempio in ipotesi di cessazione del rapporto locatizio, in tal caso facendosi riferimento alla indennità per la perdita dell'avviamento ex art. 34 L. 27 luglio 1978 n. 392, stimabile in diciotto mensilità.

III.3 I motivati limiti dei metodi misti con determinazione autonoma del goodwill nel caso di specie

Per quanto sopra richiamato, la valutazione secondo i metodi misti con determinazione autonoma del *goodwill* appare evidenziare, nel caso di specie, alcuni evidenti limiti. Ed infatti, doverosamente richiamata la naturale stretta dipendenza della valutazione in argomento dalle risultanze dei bilanci per gli esercizi chiusi al 31 dicembre 2013, 2014, 2015, 2016 e 2017, in difetto di alcuna relativa attività di revisione, pur dato atto dell'approvazione da parte dell'assemblea dei soci nelle rispettive adunanze, non pare inoltre che la stessa possa ragionevolmente essere coltivata, in difetto di un compiuto apprezzamento di beni immateriali, nel caso di specie riferibili al titolo di detenzione dei locali adibiti all'esercizio dell'attività sociale, in quanto di rilevanza apparentemente largamente preminente dell'attivo immobilizzato. In dipendenza delle osservazioni sopra argomentate, appare quindi potersi far riferimento ai processi di valutazione affidati ai c.d. metodi dei multipli, come riferito nel successivo paragrafo.

III.4 L'applicazione del metodo dei multipli

Soccorrono quindi, nell'ambito del processo valutativo in esame, in difetto di opportuni campionamenti ad esempio riscontrabili dal *link* http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.ht

ml (fonte www.stern.nyu.edu New York University School of Business Leonard N. Stern), per difficoltà della individuazione di settori comparabili, attesa la peculiare attività svolta dalla società Old Fashion S.r.l., le rilevazioni pubblicate da F.I.M.A.A. di Milano, Monza Brianza, Collegio degli Agenti d’Affari in Mediazione delle Province di Milano, Monza & Brianza, pubblicate nel portale www.listinimilano.it, accessibile previo abbonamento.

Detta pubblicazione, evidenzia quindi, nell’*Archivio Rilevazione dei Prezzi delle Aziende di Milano*, in riferimento alla categoria *“esercizi pubblici - 2018”* (segnatamente suddivisa in *“Bar – Tavole fredde – Tavole calde”*, *“Pizzerie – Trattorie”* e *“Ristoranti”*), i prezzi minimi e massimi di relativa valutazione, commisurati ad una percentuale dell’incasso annuale, tenendo altresì conto della ubicazione, distinta in primaria ed altre **(Allegato N)**, come segue e quindi:

- *“Bar – Tavole fredde – Tavole calde”*: i) ubicazione primaria, minimo 70% incasso annuo, massimo 100% incasso annuo; ii) altre ubicazioni, minimo 40% incasso annuo, massimo 60% incasso annuo;
- *“Pizzerie – Trattorie”*: i) ubicazione primaria, minimo 60% incasso annuo, massimo 70% incasso annuo; ii) altre ubicazioni, minimo 40% incasso annuo, massimo 50% incasso annuo;
- *“Ristoranti”*: i) ubicazione primaria, minimo 60% incasso annuo, massimo 70% incasso annuo; ii) altre ubicazioni, minimo 40% incasso annuo, massimo 50% incasso annuo;

annotando, per tutte le tipologie di locali di cui sopra, *“domanda: scarsa, predilige nuove aperture; offerta: elevata”*, e la caratteristica di

“*arredamento/attrezzature buono stato*”. Tenuto conto dell’attività ricavabile dal Registro delle Imprese, descritta in modo più articolato nel suddetto portale <https://oldfashion.it/>, appare potersi maggiormente collocare l’esercizio commerciale anzidetto tra la tipologia “*Ristoranti*”, escludendo quindi le tipologie “*Bar – Tavole fredde – Tavole calde*” e “*Pizzerie – Trattorie*”, ragionevolmente riferibili ad attività di natura più distante.

Nella tabella che segue, sono quindi riportati i dati relativi ai ricavi di cui alla voce A1 del conto economico ex art. 2425 Codice Civile, per il periodo 2013-2017, oltre proiezione lineare su base annua, del dato ricavabile dalla situazione infrannuale al 30 giugno 2018 (i.e. euro 1.183.341 al 30 giugno 2018 × 2 = euro 2.366.682) e quindi:

OLD FASHION S.R.L. – RICAVI 2013, 2014, 2015, 2016, 2017 E PROIEZ. 2018

descrizione	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	31-12-2016	31-12-2017	proiezione 2018
A1) ricavi vendite	2.391.977	2.251.394	2.108.709	2.380.907	2.415.371	2.366.682

Sulla scorta dei dati di cui alla tabella che precede, è quindi possibile ricavare un valore medio di ricavi, per l’intero periodo 2013-2018, pari ad euro 2.319.173 (i.e. $(2.391.977 + 2.254.394 + 2.108.709 + 2.380.907 + 2.415.371 + 2.366.682) \times 1/6$), potendosi quindi far riferimento a detto valore per l’applicazione dei moltiplicatori pubblicati da F.I.M.A.A. di Milano, Monza Brianza, Collegio degli Agenti d’Affari in Mediazione delle Province di Milano, Monza & Brianza, relativi all’”*Archivio Rilevazione dei Prezzi delle Aziende di Milano*”, con riferimento alla suddetta categoria “*Ristoranti*”, ubicazione primaria, in ragione della dislocazione dell’esercizio.

Occorre quindi avere altresì in considerazione, nella prospettiva di una

valutazione *equity side*, la posizione finanziaria netta della società, non potendosi al riguardo che riferirsi alla situazione in ultimo riscontrabile con riferimento all'ultimo bilancio disponibile, relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2017, con gli aggiornamenti consentiti dalla situazione infrannuale al 30 giugno 2018, come evidenziato nella tabella che segue:

OLD FASHION S.R.L. – POSIZIONE FINANZ. NETTA 2013, 2014, 2015, 2016, 2017

descrizione	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	31-12-2016	31-12-2017
disponibilità liquide (A)	50.056	113.322	174.808	425.549	446.586
debiti verso banche (B)	94	0	0	0	0
debiti verso soci per finanz. (C)	83.058	15.000	15.000	0	0
P.F.N. (A)-(B)-(C)	(33.002)	98.322	159.808	425.549	446.586

In riferimento alla suddetta situazione infrannuale al 30 giugno 2018, non potendosi che rilevare, al riguardo della posizione finanziaria netta, il solo saldo delle disponibilità liquide, pari ad euro 430.511, non avendosi invece alcuna evidenza di eventuali debiti bancari, ovvero verso soci per finanziamenti o comunque di natura finanziaria, attesa la relativa predisposizione in forma abbreviata, si è per l'effetto fatto riferimento alle risultanze al 31 dicembre 2017, tenuto anche conto della sostanziale stabilità del saldo delle disponibilità liquide (i.e. euro 430.511 al 30 giugno 2018, rispetto al valore di euro 446.586 al 31 dicembre 2017).

Per quanto sopra, la valutazione dell'intero capitale della società Old Fashion S.r.l. è stato quindi calcolato in euro 2.070.007, secondo i metodi in esame come indicato nella tabella che segue e quindi:

OLD FASHION S.R.L. – VALUTAZIONE CON METODI MULTIPLI MOLTIPLICATORI FIMAA

descrizione	valori
valore medio ricavi 2013-2018 (euro) (A)	2.319.173
valutazione moltiplicatore massimo 70% F.I.M.A.A. Archivio Rilevazione prezzi delle Aziende di Milano - ristoranti (B)	70%
(A) × (B)	1.623.421
P.F.N.	446.586
valutazione con multipli (A) × (B) + P.F.N.	2.070.007

III.5 Lo sconto di minoranza

Si richiama in argomento che la partecipazione pignorata nella società Old Fashion S.r.l. è rappresentativa di una quota di minoranza, segnatamente pari al 4% (quattro per cento) del relativo capitale, occorrendo quindi considerare anche l'incidenza di uno sconto di minoranza.

Sulla scorta dei bilanci anzidetti, non si riscontra la distribuzione di dividendi, talché poter ipotizzare l'eventuale prospettiva di investimento nella partecipazione in esame sotto l'eventuale profilo della realizzazione di una rendita finanziaria, nemmeno potendosi ulteriormente apprezzare un mercato ad elevata liquidità in relazione a detta partecipazione, infatti costituita appunto da una quota di minoranza di una società a responsabilità limitata. Pertanto, lo scrivente perito ritiene quindi doversi per l'effetto far riferimento, per la quantificazione di detto sconto di minoranza, nel caso di specie riconducibile anche ad uno sconto di illiquidità, agli interventi di dottrina e di prassi. Si espone talvolta, nella prassi (Fabio Landuzzi, Euroconference news, 2 novembre 2017) **(Allegato O)**, per il caso dello sconto di illiquidità, un valore empirico dello sconto di minoranza, individuato in un intorno del trenta per cento. E' inoltre possibile procedere ad ulteriore stima dello sconto di minoranza sulla scorta delle complementari rilevazioni dei premi di maggioranza, secondo la seguente funzione:

$$\text{sconto minoranza} = 1 - 1 / (1 + \text{premio maggioranza})$$

(*Mergestat Review*, richiamata in "La valutazione delle aziende", G. Zana, M. Lacchini, T. Onesti, Giappichelli Torino, VI Edizione, p. 515)

Sulla scorta di detto rapporto funzionale, lo sconto di minoranza potrebbe quindi essere calcolato facendo riferimento ai dati empirici relativi ai premi di maggioranza, come proposti dal suddetto medesimo intervento di prassi, individuati tra il venti ed il quaranta per cento, addivenendosi così, per l'effetto, ad un intervallo di valori dello sconto di minoranza compreso tra 17% circa (i.e. $1 - 1 / (1+20\%)$) e 29% circa (i.e. $1 - 1 / (1+40\%)$).

Nell'ulteriore intervento *"Premi di maggioranza e sconti di minoranza nella valutazione delle partecipazioni: aspetti teorici ed ambiti di applicazione"* di Massimo Buongiorno, in *"La rivista delle operazioni straordinarie n. undici 2013"* (**Allegato P**), si riferisce su una distribuzione dei premi di maggioranza individuata dalla dottrina nazionale, per società diverse da quelle quotate, in un intervallo compreso tra quindici e trenta per cento, talché, sulla scorta dell'algoritmo di calcolo prima richiamato, potrebbe per l'effetto addivenirsi ad una stima dello sconto di minoranza compreso tra 13% circa (i.e. $1 - 1 / (1+15\%)$) e 23% circa (i.e. $1 - 1 / (1+30\%)$).

Nella tabella che segue, sono quindi riepilogati i valori dei possibili sconti di minoranza, come segue e quindi:

VALORE SCONTI DI MINORANZA

descrizione	valore %
sconto di minoranza 30%	30%
sconto di minoranza ($1 - 1 / (1+20\%)$)	17%
sconto di minoranza ($1 - 1 / (1+40\%)$)	29%
sconto di minoranza ($1 - 1 / (1+15\%)$)	13%
sconto di minoranza ($1 - 1 / (1+30\%)$)	23%
sconto di minoranza media aritmetica	22%

Tenuto conto della limitata entità della partecipazione pignorata, condividendo quanto rappresentato dalla nota informativa agli atti del

procedimento esecutivo, depositata in data 23 ottobre 2018 dal dott. Alberto Beretta della società PricewaterhouseCoopers S.p.A., ivi in particolare riferendosi, alle *“eventuali difficoltà legate alla cessione a soggetti terzi di una quota così esigua”*, parrebbe congrua la stima di uno sconto di minoranza secondo il valore massimo 30% rilevabile sulla scorta di quanto sopra indicato. Per l’effetto, la valutazione della partecipazione pignorata con applicazione dei metodi dei multipli, come sopra rassegnato, e sconto di minoranza riferito alla stessa appare poter essere stimato nel valore finale di euro 57.960 indicato nella tabella che segue e quindi:

OLD FASHION S.R.L. – VALUTAZIONE PARTECIPAZIONE PIGNORATA

descrizione	valori (euro)
valutazione intero capitale sociale riferito a valutazione multipli (A)	2.070.007
quota partecipazione pignorata (B)	4%
valore proporzionale quota partecipazione pignorata (C)	82.800
sconto di minoranza 30% (D)	(24.840)
valore quota partecipazione pignorata al netto sconto (C)+(D)	57.960

Lo scrivente stimatore ha cura di evidenziare altresì che la decurtazione derivante dallo sconto di minoranza, pur ritenuta concorrente nella valutazione del valore di mercato della partecipazione pignorata, potrebbe invero essere diversamente apprezzata per il caso, astrattamente possibile, nel quale la suddetta partecipazione fosse ad esempio oggetto di cessione in favore di soggetto già socio della medesima società Old Fashion S.r.l., consentendo al cessionario di consolidare ulteriormente, ovvero integrare conseguentemente, la propria partecipazione di maggioranza, o anche addivenire ad una c.d. minoranza qualificata. Dette valutazioni appaiono tuttavia derivare da una possibile distinzione tra un valore estimativo di mercato della partecipazione pignorata qui in esame,

appunto ridotto per effetto dello sconto di minoranza, rispetto ad uno specifico valore della stessa riferibile in dipendenza di una particolare posizione soggettiva della parte acquirente.

IV. LE CONCLUSIONI SULLA VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE PIGNORATA

IV.1 Le conclusioni sulla valutazione della partecipazione pignorata

All'esito dell'analisi sopra svolta, lo scrivente stimatore, richiamate le ipotesi ed i parametri sottesi alle operazioni peritali svolte, nonché i relativi limiti, anche documentali, come sopra narrato, tenendo anche conto di una ipotesi quantitativa dello sconto di minoranza, prima riferita, ritiene quindi di poter conseguentemente rassegnare le seguenti conclusioni in ordine ad una valutazione estimativa della partecipazione pignorata, pari al 4% (quattro per cento) della società Old Fashion S.r.l., come sopra generalizzata, addivenendo quindi al relativo valore stimato in un intorno di euro 57.960,00 (cinquantasettemilanoceventosessanta/00), così individuato, che appare quindi potersi approssimare come segue:

euro 58.000,00 (cinquantottomila/00)

V. I DIRITTI DI PRELAZIONE E LE RISERVE DI GRADIMENTO

V.1 I diritti di prelazione e le riserve di gradimento

Si richiamano gli ulteriori accertamenti previsti dal quesito peritale, riferiti alla verifica su *"l'eventuale esistenza di diritti di prelazione degli altri soci o di riserva di gradimento"*.

In relazione a quanto sopra, si ha quindi cura di rilevare che, ad evidenza dello statuto unito in allegato al fascicolo storico della società Old Fashion S.r.l. estratto in data 1 maggio 2019 dal Registro delle Imprese di Milano, Monza Brianza e Lodi, con ultimo protocollo di aggiornamento in data 20

febbraio 2019, risulta ivi disciplinato, al relativo articolo 5, rubricato “capitale – partecipazioni – finanziamenti dei soci - recesso”, quanto qui riportato ed ivi più diffusamente narrato **(Allegato Q)** e quindi: “*le partecipazioni al capitale sono trasferibili per atto tra vivi e per successione a causa di morte. Nel caso di trasferimento delle partecipazioni per atto tra vivi occorre peraltro il consenso preventivo dei soci non cedenti oppure l’esperienza della seguente procedura. Il socio che intende cedere per atto tra vivi, in tutto od in parte, la propria partecipazione deve comunicare la propria decisione a tutti gli altri soci ed all’organo amministrativo a mezzo di lettera raccomandata con ricevuta di ritorno indicando il nominativo dell’aspirante acquirente ed il prezzo concordato per la cessione a titolo oneroso o il valore attribuito alla partecipazione per la cessione a titolo gratuito. Entro il termine di decadenza di trenta giorni da tale notizia, gli altri soci possono esercitare il diritto di prelazione per l’acquisto dell’intera partecipazione offerta e, sempre a mezzo di lettera raccomandata con ricevuta di ritorno, comunicare la loro decisione al socio che intende alienare. Ove più soci esercitino il diritto di prelazione, la partecipazione offerta spetterà a ciascuno di essi in proporzione alle rispettive partecipazioni. Nel caso in cui i soci che intendono esercitare la prelazione ritengano il prezzo od il valore di cui sopra eccessivo, questo, in mancanza di accordo, è determinato dall’arbitro previsto dal presente statuto. In tal caso il termine per l’esercizio del diritto di prelazione, a pena di decadenza, è di trenta giorni dalla comunicazione del prezzo o del valore determinato dall’arbitro, comunicazione da effettuarsi con le stesse modalità previste in precedenza. Successivamente alla valutazione dell’arbitro, sia il cedente*”

che gli acquirenti hanno facoltà di rinunciare rispettivamente alla cessione o all'acquisto, restando però a carico della parte rinunciante le spese dell'arbitrato. Le disposizioni del presente articolo si applicano anche al trasferimento dei diritti di opzione relativi ad eventuali aumenti del capitale. In caso di inosservanza delle norme stabilite dal presente articolo, la cessione non ha efficacia verso la società e verso i terzi in genere. La procedura prevista dal presente articolo non si applica in caso di trasferimento di partecipazione sociale al coniuge ovvero a parenti in linea retta nè in caso di intestazione a società fiduciaria o di reintestazione al fiduciante, intendendosi tali trasferimenti liberi da ogni limitazione".

Non sono state infine riscontrate espresse specifiche disposizioni, estranee al suddetto articolo 5 dello statuto sociale, in materia di riserve di gradimento per la circolazione delle partecipazioni. Si richiamano quindi, per quanto in argomento, le previsioni ex art. 2471, terzo comma, Codice Civile.

* * *

Si offrono gli allegati relativi a copia dei documenti sopra richiamati qui elencati nell'apposito indice che segue:

- (Allegato A)** provvedimento del Giudice dell'Esecuzione in data 18 dicembre 2018 e verbale dell'udienza in data 24 gennaio 2019 nella procedura esecutiva in epigrafe;
- (Allegato B)** visura camerale relativa alla società Old Fashion S.r.l. estratta in data 3 ottobre 2017, depositata nel fascicolo della procedura esecutiva con nota in data 4 ottobre 2017 del creditore procedente;

- (Allegato C)** verbale delle operazioni peritali in data 5 febbraio 2019;
- (Allegato D)** nota informativa del dott. Alberto Beretta, socio di PricewaterhouseCoopers S.p.A., con sede in Milano (MI), via Monte Rosa, 91, depositata in data 23 ottobre 2018 nella Cancelleria, sulle *“preliminari attività di valutazione delle quote della società Old-Fashion S.r.l.”*, sulla scorta dell’esame dei bilanci pubblicati, riferiti agli esercizi chiusi al 31 dicembre 2013, 2014, 2015 e 2016, oltre bilancio al 31 dicembre 2017 e situazione infrannuale al 30 giugno 2018 (limitata al solo prospetto contabile);
- (Allegato E)** corrispondenza di posta elettronica in data 13 febbraio 2019 della società PricewaterhouseCoopers S.p.A., relativa alla trasmissione di documentazione, in particolare riferita ai bilanci per gli esercizi chiusi al 31 dicembre 2013, 2014, 2015, 2016 della società Old Fashion S.r.l., con rispettivi verbali delle assemblee dei soci per approvazione, e situazione infrannuale della stessa al 30 giugno 2018;
- (Allegato F)** bilancio per l’esercizio chiuso al 31 dicembre 2017 della società Old Fashion S.r.l., estratto in data 24 gennaio 2019 dal Registro delle Imprese di Milano Monza Brianza Lodi;
- (Allegato G)** riscontro catastale eseguito in data 24 gennaio 2019 in riferimento al codice fiscale 80166300154 della società Old Fashion S.r.l., con aggiornamento al 23 gennaio 2019;
- (Allegato H)** *... MISSIS ...*

- (Allegato I)** pubblicazione del portale <https://oldfashion.it/eventi-privati-commerciali-compleanno-laurea/> estratto in data 4 maggio 2019;
- (Allegato L)** pubblicazione del portale <https://oldfashion.it/location/> estratto in data 3 maggio 2019;
- (Allegato M)** quotazioni 2018 pubblicate per “*buonuscite*” da F.I.M.A.A. di Milano, Monza Brianza, Collegio degli Agenti d’Affari in Mediazione delle Province di Milano, Monza & Brianza, portale www.listinimilano.it, estratte in data 3 maggio 2019;
- (Allegato N)** Archivio Rilevazione dei Prezzi delle Aziende di Milano”, in riferimento alla categoria “*esercizi pubblici - 2018*”, pubblicato da F.I.M.A.A. di Milano, Monza Brianza, Collegio degli Agenti d’Affari in Mediazione delle Province di Milano, Monza & Brianza, portale www.listinimilano.it, per le tipologie “*Bar – Tavole fredde – Tavole calde*”, “*Pizzerie – Trattorie*”; “*Ristoranti*”;
- (Allegato O)** intervento di prassi di Fabio Landuzzi, Euroconference news, 2 novembre 2017;
- (Allegato P)** “*Premi di maggioranza e sconti di minoranza nella valutazione delle partecipazioni: aspetti teorici ed ambiti di applicazione*” di Massimo Buongiorno, in “*La rivista delle*

operazioni straordinarie n. undici 2013”;

(Allegato Q) statuto della società Old Fashion S.r.l. allegato al fascicolo storico estratto in data 1 maggio 2019 dal Registro delle Imprese di Milano, Monza Brianza e Lodi, con ultimo protocollo di aggiornamento in data 20 febbraio 2019.

Milano, 6 maggio 2019

Con osservanza

Il perito stimatore

dott. Alfredo Haupt

(firma digitale)

