

suo delegato.

Si invitano tutti i soggetti interessati a far pervenire l'offerta irrevocabile di acquisto in busta chiusa sigillata presso il Notaio delegato entro e non oltre le ore 10:00 del giorno 11.07.2017.

L'apertura delle buste avverrà il giorno 11.07.2017 alle ore 16:00 a cura del medesimo Notaio.

Ogni offerente, tranne i soggetti per legge non ammessi alla vendita, dovrà depositare, unitamente all'offerta, una somma non inferiore al 25% del prezzo base d'asta, da imputarsi a cauzione, versata sul rapporto di conto corrente intestato alla procedura (IBAN: IT IT89 G050 3503 2064 8457 0759 994).

L'offerta dovrà essere conforme al disciplinare di vendita pubblicato sul sito web www.astegiudiziarie.it.

L'imposta di registro, l'imposta di bollo ed ogni altra imposta diretta e/o indiretta, ogni altro tributo e/o diritto eventualmente inerenti il verbale della procedura di vendita e l'aggiudicazione, nonché gli onorari notarili, sono interamente a carico dell'aggiudicatario.

Il presente avviso non costituisce proposta irrevocabile né offerta al pubblico, né sollecitazione al pubblico risparmio, né impegna in alcun modo il curatore fallimentare a contrarre con gli offerenti.

Roma, data della pubblicazione

TRIBUNALE ORDINARIO DI ROMA

Sezione fallimentare

Fallimento n. 825/2016 [REDACTED]

G.D. Dott. Adolfo Ceccarini

Curatore: Avv. Federica Marziale

DISCIPLINARE

DELLA PROCEDURA DI VENDITA DELL'AZIENDA FARMACIA IN TITOLARITÀ

DELLA " [REDACTED] "

" [REDACTED] " IN FALLIMENTO

1. Premessa

Il fallimento n. 825/2016 della "[REDACTED]", aperto avanti il Tribunale di Roma con sentenza del 26.10.2016 (autorizzato all'esercizio provvisorio d'impresa ai sensi dell'art. 104, comma 2° l.f.), intende procedere all'alienazione dell'azienda esercente attività di farmacia corrente in Roma, Via Trionfale n. 8768/70, comprendente: i titoli autorizzativi; l'azienda commerciale; l'avviamento; beni mobili, attrezzature; scorte di magazzino e rapporti giuridici afferenti,

incluso il rapporto di locazione riguardante le porzioni immobiliari presso le quali viene svolta l'attività (il tutto complessivamente di seguito indicato: "azienda farmacia").

Per l'effetto il Curatore, in conformità alla previsioni del Programma di Liquidazione, approvato dal Comitato dei Creditori, nonché su conforme provvedimento del Giudice Delegato, intende con il presente Disciplinare di Vendita regolamentare la procedura di vendita dell'azienda farmacia anzidetta (di seguito, "Procedura"), con particolare riferimento:

- alle modalità di presentazione delle offerte per l'acquisto dell'azienda farmacia;
- alle modalità di svolgimento della Procedura;
- alle modalità di aggiudicazione;
- alle modalità di stipula del Contratto di Cessione dell'Azienda e di pagamento del prezzo.

2. Pubblicazione della documentazione inerente la procedura

Un avviso di vendita (di seguito: "Avviso") sarà pubblicato una volta sui quotidiani "Il Sole 24 Ore" ed "Il Messaggero", almeno 30 giorni prima dell'espletamento della prima asta.

Il curatore potrà pubblicare ulteriori avvisi di vendita prima delle eventuali aste successive, almeno 10 giorni prima dell'espletamento di ogni asta.

Al fine di consentire ai soggetti interessati di acquisire dettagliate informazioni sull'azienda farmacia oggetto di vendita saranno altresì pubblicati continuativamente sul sito internet www.astegiudiziarie.it i seguenti documenti ("Documentazione inerente la vendita"):

- Il presente Disciplinare di Vendita;
- l'Avviso di vendita;
- la Perizia di stima dell'azienda;
- il verbale di inventario.

Il presente Disciplinare sarà inviato, unitamente alla Documentazione inerente la vendita, a mezzo posta elettronica certificata, all'Ordine dei Farmacisti di Roma nonché alla Federazione Ordini Farmacisti Italiani.

3. Oggetto della Procedura

La Procedura ha ad oggetto la vendita dell'azienda "[REDACTED]", munita di titolo autorizzativo all'esercizio quale sede farmaceutica n. 193 della pianta organica del Comune di

Roma, denominata "██████████", con esercizio in Roma, via Trionfale nn. cc. 8768 (ingresso al pubblico), 8764, 8770 (vetrine), come da provvedimento amministrativo rilasciato dal Sindaco di Roma in data 30.12.2010, numero di protocollo 74194.

L'Azienda da porre in vendita comprende, il diritto di esercizio della farmacia, il diritto alla denominazione, alla ditta, all'insegna, il consenso alla volturazione di tutte le concessioni, licenze, autorizzazioni, abilitazioni, nulla osta, permessi ed ogni altro atto di consenso comunque denominato per la vendita dei prodotti complementari e per ogni altra attività svolta dalla farmacia.

L'azienda comprende altresì:

A) Beni mobili, attrezzature e stigliature;

Trattasi di beni mobili di varia natura, delle attrezzature strumentali all'esercizio dell'attività nonché delle stigliature;

B) Rapporti giuridici afferenti;

Trattasi di tutti i contratti in essere necessari per lo svolgimento dell'attività tra i quali:

- i rapporti di lavoro pendenti alla data del 15.05.2017 con le relative qualifiche e data di assunzione;
- i rapporti di fornitura alla data del 15.05.2017;
- il contratto di locazione dell'unità immobiliare ubicata in Roma, in Roma, via Trionfale nn. cc. 8768 (ingresso al pubblico), 8764, 8770 (vetrine).

Alla cessione d'azienda regolata dal presente Disciplinare ed in particolare alla successione nei contratti si applica la disciplina di cui all'art. 2558 c.c.

L'elenco dei rapporti giuridici afferenti è suscettibile di modificazioni/aggiornamenti fino alla vendita dell'azienda, per effetto dell'esercizio provvisorio d'impresa attualmente pendente.

E' esclusa la responsabilità dell'acquirente per i debiti relativi all'esercizio dell'azienda ceduta, sorti prima del trasferimento.

Non costituiscono oggetto di cessione i crediti aziendali sorti prima del trasferimento.

C) Avviamento aziendale;

D) Scorte di magazzino;

Sono oggetto di trasferimento tutte le scorte di magazzino come esistenti al momento della stipula. Dette scorte saranno oggetto di separata valutazione, onde provvedere alla determinazione separata del relativo prezzo (di seguito: "**Prezzo delle scorte di magazzino**"), che costituirà componente integrativa del prezzo di aggiudicazione. A tale scopo le scorte di merci (specialità medicinali, galenici officinali, prodotti parafarmaceutici, dietetici, sanitari ed altri prodotti) dovranno essere inventariate e contabilizzate, in contraddittorio tra le parti, entro il termine del terzo giorno antecedente alla stipulazione dell'atto notarile di trasferimento dell'azienda farmacia in favore dell'acquirente.

Alle merci inventariate, depurate di quanto resosi non più commerciabile (ad esempio: perché scaduto, avariato, revocato, ritirato ovvero non integro nel suo condizionamento primario, ecc.) e dei prodotti con data di scadenza inferiore a 3 mesi dalla data dell'atto di trasferimento, verrà praticato uno sconto sul prezzo al pubblico impresso sulle fustelle di vendita, scorporato dell'IVA corrispondente, del 30% (trenta/00);

Si precisa che l'aggiudicazione del compendio aziendale non comporta l'automatica volturazione delle autorizzazioni amministrative, restando in capo all'acquirente ogni rischio connesso al buon esito dei relativi procedimenti.

Resta inteso che l'acquirente dovrà possedere i requisiti di legge e dovrà altresì porre in essere, a proprio esclusivo rischio e spese, tutte le formalità necessarie all'ottenimento dell'avvenuto trasferimento della titolarità da parte della competente Autorità Sanitaria e al subentro, ai sensi della vigente disciplina sul commercio, nell'autorizzazione amministrativa per la vendita di prodotti c.d.

parafarmaceutici complementari alla tabella speciale per titolari di farmacia. Resta inteso che in ogni caso, la curatela non assume alcuna garanzia né responsabilità per la esistenza e validità di dette autorizzazioni né per la sussistenza, in capo all'acquirente definitivo, di eventuali requisiti speciali per lo svolgimento di determinate attività (ad es. vendita di prodotti alimentari, etc.), requisiti che restano di competenza ed a rischio di quest'ultimo.

4. Calendario e prezzi base delle aste

L'espletamento delle Aste avverrà avanti il notaio Dott. Fabrizio Bissi, presso lo studio di questi in Roma, via Oslavia n. 12. Qualora all'esito della prima asta (ovvero di ogni asta successiva) l'azienda farmacia risulti ancora non aggiudicata, il Curatore deve intendersi autorizzato a programmare ulteriori esperimenti di vendita, il tutto secondo il seguente calendario:

- prima asta: 11/07/2017, ore 16:00; prezzo base d'asta euro 650.000,00 (euro seicentocinquantamila/00);
- seconda asta (eventuale): 25/07/2017, ore 16:00; prezzo base d'asta euro 520.000,00 (euro cinquecentoventimila/00);
- terza asta (eventuale): 08/09/2017, ore 16:00; prezzo base d'asta euro 416.000,00 (euro quattrocentosedicimila/00);

Si rammenta che il prezzo di aggiudicazione costituisce solo una componente del prezzo di vendita dell'azienda farmacia, dovendosi determinare l'ulteriore componente (il "Prezzo delle scorte di magazzino"), all'esito delle verifiche inventariali sulle scorte di magazzino, secondo il criterio di cui al precedente punto 3, lett. D.

In caso di impedimento il curatore potrà nominare, anche solo per alcune fasi, propri sostituti.

5. Condizioni minime della vendita

Il prezzo a base d'asta per la prima asta viene determinato secondo gli esiti della stima effettuata dall'esperto incaricato dalla procedura fallimentare.

La vendita dell'Azienda, come sopra descritta, avverrà nello stato di fatto e di diritto in cui si trova al momento della consegna.

La vendita non è soggetta alle norme concernenti la garanzia per vizi o mancanza di qualità né potrà essere revocata per alcun motivo. Conseguentemente, l'esistenza di eventuali vizi, mancanza di qualità o difformità - ivi compresi ad esempio, quelli urbanistici e/o edilizi e/o catastali, ovvero comunque riferibili alle autorizzazioni amministrative, ovvero derivanti da eventuale necessità di adeguamento degli immobili e/o di impianti e/o di macchinari e/o di attrezzature, per qualsiasi motivo non considerati anche se occulti e comunque non evidenziati negli atti messi a disposizione della procedura fallimentare - non potranno dare luogo ad alcun risarcimento, indennità o riduzione del prezzo, essendosi di ciò tenuto conto nell'elaborazione del prezzo a base d'asta.

Sono esclusi dalla cessione dell'Azienda tutti i crediti e i debiti maturati anteriormente alla data di stipulazione del contratto definitivo di cessione.

I beni mobili, attrezzature, macchinari e impianti, saranno ceduti liberi da pesi o vincoli.

Eventuali adeguamenti degli stessi o dei beni immobili alle normative vigenti in ambito di prevenzione, sicurezza così come quelli riguardanti la tutela ecologica e ambientale in materia di igiene e sanità, e, in generale, eventuali adeguamenti alle normative vigenti saranno a carico dell'acquirente dell'Azienda, che ne sopporterà qualsiasi spesa e onere, con esonero della cedente da qualsiasi garanzia o onere al riguardo.

Ogni onere fiscale della vendita, le spese di trasferimento, ivi compresi i compensi dovuti al Notaio Incaricato, sono a carico dell'acquirente.

6. Tipologia di offerte presentabili nel corso della procedura

Ciascun partecipante alla presente Procedura potrà presentare un'offerta per l'acquisto dell'azienda farmacia, come descritta nel presente Disciplinare.

L'offerta potrà essere presentata da concorrenti persone fisiche ovvero da imprese collettive, purché in possesso dei requisiti indicati al successivo punto 7.

Non è consentita la presentazione di offerte per persona da nominare.

Non saranno ritenute valide eventuali offerte che siano subordinate, in tutto o in parte, a condizioni di qualsiasi genere.

7. Requisiti necessari per la presentazione delle offerte

In considerazione della peculiarità dell'azienda, la partecipazione alle aste verrà consentita ai soli soggetti in possesso dei requisiti di legge, che presentino offerta secondo le modalità stabilite al seguente punto 8, corredata di copia di un valido documento di identità del sottoscrittore, estremi identificativi dell'offerente, codice fiscale, domiciliazione, nonché dichiarazione ex artt. 46 e 47 del d.p.r. 28.12.2000 n. 445, sottoscritta dall'interessato, con la quale questi, consapevole delle sanzioni penali previste dall'art. 76 del d.p.r. n. 445/2000 per l'ipotesi di falsità in atti e dichiarazioni mendaci, sotto la propria responsabilità, attesti e comprovi a pena di esclusione:

a) in caso di concorrente persona fisica:

- l'iscrizione all'albo professionale farmacisti con indicazione dell'Ordine Provinciale e del numero di iscrizione;
- la mancata pendenza di procedimenti penali, l'inesistenza di cause ostative di cui all'art. 10 della legge 31.05.1965 n. 575 come modificato dall'art. 3 della legge 19.03.1990 n. 55 (disposizioni antimafia) o di cause di interdizione, inabilitazione o fallimento e che a proprio carico non sono in corso procedure per la dichiarazione di tali stati e che i predetti stati non si sono verificati nel quinquennio precedente;
- la sussistenza, in capo al concorrente, di uno dei requisiti di cui all'art. 12 della legge 02.04.1968 n. 475 ed in particolare: (i) conseguimento della titolarità di farmacia o dell'idoneità conseguita in un precedente concorso; (ii) svolgimento, per almeno due anni, di pratica professionale certificata dall'autorità sanitaria competente;
- di non aver ceduto altre farmacie oppure di trovarsi in una delle fattispecie previste dall'art. 12 della legge 02.04.1968 n. 475 ai fini dell'acquisizione di nuova farmacia;
- di aver preso visione ed accettato incondizionatamente tutte le clausole del presente disciplinare;
- di aver preso visione e conoscenza delle condizioni giuridiche e di fatto dell'azienda nonché di tutte le circostanze atte ad influire sulla presentazione dell'offerta, anche con riferimento ai mobili, arredi ed attrezzature oggetto di cessione.

b) in caso di concorrente impresa collettiva:

Offerta secondo le modalità stabilite al seguente punto 8, sottoscritta dal legale rappresentante, corredata di copia di un valido documento di identità del sottoscrittore, estremi identificativi dell'offerente, codice fiscale e partita iva, domiciliazione, nonché dichiarazione ex artt. 46 e 47 del d.p.r. 28.12.2000 n. 445, sottoscritta dall'interessato, con la quale questi, consapevole delle sanzioni penali previste dall'art. 76 del d.p.r. n. 445/2000 per l'ipotesi di falsità in atti e dichiarazioni mendaci, sotto la propria responsabilità, attesti e comprovi, a pena di esclusione:

- la sua qualità di legale rappresentante e che lo stesso è abilitato ad impegnarsi per essa;
- l'iscrizione della società nel registro imprese con indicazione del registro, del numero, della data di iscrizione e della sede della società;
- che a carico della società non sussiste stato di fallimento, procedura di concordato preventivo, di liquidazione volontaria o coatta, e che tali procedure non si sono verificate nel quinquennio anteriore alla data dell'asta;
- l'indicazione della data di costituzione della società, la sua forma giuridica e l'oggetto

sociale;

- la composizione societaria con indicazione delle cariche sociali, dei nomi e dei dati anagrafici di tutti i soci;
- l'iscrizione di ciascuno dei soci all'albo professionale farmacisti con indicazione dell'Ordine Provinciale e del numero di iscrizione;
- la sussistenza, in capo ai soci, di uno dei requisiti di cui all'art. 12 della legge 02.04.1968 n. 475, con indicazione specifica del requisito posseduto, ed in particolare: (i) conseguimento della titolarità di farmacia o dell'idoneità conseguita in un precedente concorso; (ii) svolgimento, per almeno due anni, di pratica professionale certificata dall'autorità sanitaria competente;
- che in caso di aggiudicazione non verrebbe ad essere violato dalla società il limite di cui all'art. 7 comma 4bis della legge 362/91;
- che, per coloro che partecipano alla società, non sussistono le incompatibilità previste dall'art. 8 comma 1 della legge 362/1991;
- la mancata pendenza, in capo al legale rappresentante, ai soci ed agli amministratori, di procedimenti penali, l'inesistenza di cause ostantive di cui all'art. 10 della legge 31.05.1965 n. 575 come modificato dall'art. 3 della legge 19.03.1990 n. 55 (disposizioni antimafia) o di cause di interdizione, inabilitazione o fallimento e che a carico dei suddetti e della società non sono in corso procedure per la dichiarazione di tali stati e che i predetti stati non si sono verificati nel quinquennio precedente;
- dichiarazione di presa visione ed accettazione piena ed incondizionata di tutte le clausole del presente disciplinare;
- di avere preso conoscenza delle condizioni giuridiche e di fatto dell'azienda, nonché di tutte le circostanze atte ad influire sulla presentazione dell'offerta, anche con riferimento ai mobili, arredi ed attrezzature oggetto di cessione.

8. Modalità di presentazione delle offerte

Ciascuna offerta dovrà essere redatta in carta semplice.

Le offerte dovranno pervenire perentoriamente entro e non oltre le ore 10.00 della data stabilita per l'asta, tramite posta o mediante consegna diretta "a mano". Non sarà ritenuta valida alcuna offerta presentata oltre il termine perentorio di scadenza o in luogo diverso da quello di seguito indicato.

Nel caso in cui le offerte siano inviate per posta, dovranno essere indirizzate a:

Studio Notarile del Dott. Fabrizio Bissi, via Oslavia n. 12, 00195 Roma.

Non sono ammesse altre forme di presentazione dell'offerta.

Il recapito dell'offerta resta ad esclusivo rischio del mittente ove, per qualsiasi motivo, questa non giunga a destinazione nei termini prescritti. In tal caso faranno fede esclusivamente le registrazioni eseguite dal Notaio Incaricato all'atto del ricevimento del plico. Nulla potrà essere imputato al Curatore per il ritardo o la mancata consegna dell'offerta.

Non saranno in alcun caso presi in considerazione i plichi pervenuti oltre il suddetto termine perentorio di scadenza, anche indipendentemente dalla volontà del concorrente ed anche se spediti prima del termine medesimo; ciò vale anche per i plichi inviati a mezzo raccomandata con avviso di ricevimento, a nulla valendo la data di spedizione risultante dal timbro postale dell'agenzia accettante.

Tali plichi non verranno aperti e verranno considerati come non consegnati, ai fini dell'espletamento della procedura competitiva.

Il Curatore si riserva - in ogni caso - di esaminare successivamente le offerte tardive, inammissibili od invalide a qualunque titolo, anche al fine di consentire l'esercizio del potere di sospensione ex artt. 107 e 108 l. fall. L'offerta, da redigersi esclusivamente in lingua italiana, dovrà essere contenuta in un unico plico chiuso sigillato, sui lembi di chiusura, con striscia di carta incollata o nastro adesivo, o con equivalenti strumenti idonei a garantire la sicurezza contro eventuali

manomissioni, recante a pena di esclusione soltanto il riferimento: "Fallimento n. 825/2016 [redacted] - Offerta per la partecipazione all'asta del giorno"

Il plico deve contenere al suo interno, a pena di esclusione dalla procedura, **due buste chiuse sigillate**, sui lembi di chiusura, con ceralacca o con striscia di carta incollata o nastro adesivo, o con equivalenti strumenti idonei a garantire la sicurezza contro eventuali manomissioni. La busta "A" dovrà contenere la dicitura "**Busta A - Documentazione Amministrativa Acquisto**" e la busta "B" dovrà contenere la dicitura "**Busta B - Offerta Economica Acquisto**".

9. Modalità di presentazione dell'offerta

Documentazione busta "A"

Nella busta "A", contenente la Documentazione Amministrativa, il concorrente dovrà inserire, a pena di esclusione dalla Procedura, la seguente documentazione:

- dichiarazione, resa ai sensi degli artt. 46 e 47 del D.P.R. n. 445/2000, sottoscritta dal legale rappresentante del concorrente o da persona munita da comprovati poteri di firma, con allegata copia del documento di identità del sottoscrittore ai sensi dell'art. 38 del D.P.R. n. 445/2000, attestante il possesso dei requisiti di partecipazione previsti al paragrafo 7;
- documentazione bancaria di attestazione di versamento della cauzione provvisoria (come infra disciplinata), completa di indicazione del codice identificativo del bonifico;
- il certificato di iscrizione alla C.C.I.A.A., di data non anteriore a sei mesi a quella dell'esperimento della Procedura;
- nome, numero di telefono, indirizzo e se disponibile indirizzo di posta elettronica certificata ai quali si desidera ricevere eventuali comunicazioni;
- copia del presente disciplinare, siglato in ogni pagina e sottoscritto per esteso in calce nell'ultima pagina, ad integrale accettazione delle condizioni ivi previste.

Si precisa che qualora la dichiarazione anzidetta venga sottoscritta da un procuratore speciale a ciò autorizzato, nella busta "A" dovrà, altresì, essere prodotto, in originale ovvero in copia conforme all'originale, il relativo atto di procura dal quale si evincano i poteri di rappresentanza del sottoscrittore delle dichiarazioni.

Si precisa peraltro che in caso di certificazioni/attestazioni ecc. rilasciati in lingua diversa dall'italiano, dovrà esserne presentata anche la traduzione giurata.

Cauzione Provvisoria

Ciascuna offerta dovrà essere accompagnata, a pena di inammissibilità, da un deposito cauzionale d'importo pari al 25% del prezzo base d'asta da imputarsi a titolo di cauzione, costituito e giustificato dalla attestazione di versamento, mediante disposizione di bonifico a favore del C/C bancario intestato a "Fall. n. 825/2016 [redacted] a [redacted]." distinto dal seguente codice IBAN: IT89 G050 3503 2064 6457 0759 994, con causale "cauzione per Offerta di Acquisto dell'azienda farmacia".

Sarà scartata, rendendo inammissibile l'offerta alla quale si riferisce, l'attestazione di bonifico che non rechi l'indicazione del codice identificativo del bonifico, ovvero che indichi una valuta per il beneficiario di data posteriore a quella dell'ultimo giorno per la consegna dell'offerta.

Le cauzioni verranno restituite mediante bonifico ai soggetti non aggiudicatari, sul conto corrente che ciascuno dovrà necessariamente indicare, entro quindici giorni lavorativi dall'aggiudicazione della Procedura.

La cauzione costituita dal soggetto aggiudicatario verrà imputata in conto prezzo, al momento della stipula del Contratto di Cessione d'Azienda, ovvero sarà incamerata a titolo di penale, fatto salvo in ogni caso il maggior danno, in caso di successivo mancato versamento del prezzo.

Documentazione busta "B"

L'Offerta di Acquisto dell'Azienda, dovrà essere inserita, a sua volta, in una busta sigillata e

controfirmata su almeno uno dei lembi di chiusura, con la scritta "Busta B – Offerta Economica Acquisto".

L'Offerta di Acquisto, dovrà a pena di esclusione dalla Procedura:

- indicare esattamente la denominazione e ragione sociale, la relativa P. IVA nonché la sede legale dell'offerente;
- essere siglata o firmata in ogni pagina e sottoscritta per esteso nell'ultima pagina dall'offerente ovvero dal legale rappresentante dell'offerente (o comunque da persona munita da comprovati poteri di firma la cui procura sia stata prodotta nella busta A);
- indicare il prezzo in numerario ed in lettere offerto per l'acquisto dell'azienda farmacia, prezzo che non dovrà essere inferiore al prezzo base per l'acquisto; in caso di discordanza tra il prezzo indicato in lettere e quello indicato in cifre, prevarrà il prezzo più favorevole per la Procedura;
- prevedere l'obbligo dell'acquirente di corrispondere al Curatore il prezzo, secondo le modalità e i termini di pagamento indicati nel presente Disciplinare;
- prevedere l'obbligo dell'acquirente di corrispondere al Curatore al momento della stipula del Contratto di Cessione d'Azienda, salvo che facciano carico al venditore per disposizione inderogabile di legge, tutte le imposte di legge, spese di trasferimento e spese di cancellazione delle formalità pregiudizievoli (espressamente incluse le spese di cancellazione delle formalità pregiudizievoli gravanti sui beni immobiliari);
- prevedere l'obbligo dell'acquirente di corrispondere al Curatore al momento della stipula del Contratto di Cessione d'Azienda il "Prezzo delle scorte di magazzino", quale componente integrativa del prezzo di aggiudicazione, secondo il criterio stabilito al precedente art. 3, lettera D del presente Disciplinare e che a tale scopo le scorte di merci (specialità medicinali, galenici officinali, prodotti parafarmaceutici, dietetici, sanitari ed altri prodotti) dovranno essere inventariate e contabilizzate, in contraddittorio tra le parti, entro il termine del terzo giorno antecedente alla stipulazione dell'atto notarile di trasferimento dell'azienda farmacia in favore dell'acquirente.
- indicare che si tratta espressamente di proposta di acquisto irrevocabile ex art. 1329 c.c. e vincolante per l'offerente per il periodo di 180 giorni dalla scadenza del termine di presentazione delle offerte;
- contenere la dichiarazione espressa di accettazione dell'azienda farmacia come vista e piaciuta, nello stato di fatto e di diritto in cui si trova, così come descritta nel presente Disciplinare e nella documentazione allegata;
- contenere la dichiarazione di essere pienamente a conoscenza che l'aggiudicazione del compendio aziendale non equivale ad automatica volturazione delle autorizzazioni e degli accreditamenti, restando in capo all'acquirente ogni rischio connesso al buon esito dei relativi procedimenti amministrativi.

Non saranno ritenute valide le eventuali offerte che siano subordinate, in tutto o in parte, a condizioni di qualsiasi genere.

10. Apertura delle buste

La prima asta, nonché occorrendo ogni asta successiva, si terrà alla data ed all'orario indicati al paragrafo 4, presso lo Studio Notarile del Dott. Fabrizio Bissi, via Oslavia n. 12, 00195 Roma, quale Notaio Incaricato.

Il Notaio Incaricato, alla presenza del Curatore e degli offerenti, procederà all'apertura dei plichi contenenti le offerte ed alle operazioni successive necessarie a giungere all'aggiudicazione della vendita dell'azienda farmacia.

Ciascun soggetto che avrà presentato un'offerta ha l'onere di presenziare, direttamente o tramite proprio delegato con procura speciale notarile, all'apertura dei plichi e delle offerte.

L'espletamento della Procedura si articolerà nelle seguenti fasi:

Il Notaio Incaricato, alla presenza del Curatore nonché degli offerenti, procederà alla verifica

dell'integrità e regolarità formale dei plichi pervenuti presso lo studio del Curatore e procederà all'apertura degli stessi, seguendo il seguente procedimento:

- preliminarmente aprirà le buste denominate "**Busta A – Documentazione Amministrativa Acquisto**" delle Offerte per l'Acquisto dell'Azienda non escluse, constaterà la presenza dei documenti ivi contenuti, mediante spunta ad alta voce dei documenti stessi;
- successivamente aprirà le buste denominate "**Busta B – Offerta Economica Acquisto**" e ne verificherà l'ammissibilità, accertando per ognuna che contenga tutti i requisiti necessari perché possa essere considerata ammissibile ai sensi di quanto indicato ai precedenti punti, provvedendo ad escludere eventuali offerte inammissibili;
- infine darà lettura dei prezzi offerti per l'acquisto dell'azienda farmacia.

In caso di presentazione di una sola Offerta per l'acquisto dell'azienda farmacia valida, l'aggiudicazione sarà disposta a favore dell'unico offerente, al prezzo da questi offerto.

In caso di presentazione di più Offerte valide, si svolgerà una gara tra tutti coloro che avranno presentato l'offerta, partendo dal maggiore tra i prezzi proposti, come specificato al successivo paragrafo 11.

Inoltre, all'esito della Procedura, il Notaio Incaricato procederà:

- a depositare copia autentica del verbale della Procedura nel fascicolo del fallimento provvedendo ad inserire l'originale tra gli atti del proprio repertorio;
- a predisporre, una volta stipulato il Contratto di Cessione d'Azienda, bozza del decreto finalizzato alla cancellazione delle iscrizioni relative ad eventuali diritti di prelazione, nonché delle trascrizioni e dei pignoramenti e dei sequestri e di ogni altro vincolo, affinché il Giudice Delegato, ai sensi dell'art. 108, Il comma I. fall., provveda ad emettere il relativo decreto;
- ad eseguire le formalità di registrazione, trascrizione dell'atto di trasferimento dei beni aziendali, alle comunicazioni necessarie, nonché all'espletamento di ogni formalità di cancellazione di ogni trascrizione pregiudizievole conseguente all'atto di trasferimento.

L'aggiudicatario viene a conoscenza dell'esito favorevole della gara direttamente, in quanto partecipante all'apertura delle Offerte, della quale viene redatto verbale dal Notaio Incaricato, o tramite raccomandata con avviso di ricevimento nel caso in cui non fosse presente all'atto dell'aggiudicazione.

In caso di impedimento il notaio potrà nominare, anche solo per alcune fasi, o per singole operazioni, un proprio sostituto.

11. Gara tra gli offerenti

Nel caso di presentazione di più offerte economiche valide, la gara sarà effettuata tra tutti coloro che avranno presentato l'offerta, partendo dal maggiore tra i prezzi offerti.

I soggetti ammessi alla gara potranno presentare offerte palesi in aumento rispetto al prezzo base di gara con rilanci non inferiori ad euro 20.000,00 (euro ventimila/00).

Ogni offerta validamente formulata sarà indicata nel verbale dell'asta redatto a cura del Notaio Incaricato. Resta inteso che anche ogni offerta in aumento sarà considerata vincolante per l'offerente per il periodo di 180 giorni dalla data dell'asta.

In assenza di offerte in aumento nel minuto successivo all'apertura della gara o dall'ultima offerta in aumento valida, il Notaio Incaricato aggiudicherà il complesso aziendale in favore del miglior offerente, indicando quale prezzo di aggiudicazione l'importo dell'offerta maggiore.

All'esito del procedimento, il Notaio Incaricato provvederà a identificare i concorrenti che non saranno risultati aggiudicatari ai quali dovrà essere restituita la cauzione prestata, impegnando il curatore a farlo entro 20 giorni lavorativi, mediante bonifico bancario, sul conto corrente che ciascun offerente avrà indicato.

Di tutte le attività e le operazioni descritte relative alla presentazione ed esame delle domande di partecipazione, all'apertura delle offerte ed all'eventuale gara tra gli offerenti verrà redatto verbale a

cura del Notaio Incaricato, fermo restando che il suddetto verbale (le cui spese saranno corrisposte ed a carico dell'aggiudicatario) non terrà luogo né avrà valore di contratto.

12. Stipula del contratto di vendita e modalità di pagamento

La stipula dell'atto traslativo dell'azienda farmacia avverrà davanti al medesimo Notaio Incaricato della Procedura, entro 30 giorni dalla data dell'asta, previa convocazione scritta inviata dalla Procedura all'aggiudicatario mediante telegramma, o lettera raccomandata a/r o a mezzo pec, almeno dieci giorni prima della data dell'atto.

Saldo del Prezzo di Acquisto

Il prezzo di acquisto dovrà essere corrisposto:

- **in un'unica soluzione**, all'atto della stipula del Contratto di Cessione d'Azienda, previa imputazione in conto prezzo di quanto già versato alla Procedura a titolo cauzionale, da documentare mediante esibizione di attestazione bancaria comprovante l'esecuzione di bonifico a favore del C/C bancario intestato a "Fall. n. 825/2016 [redacted] [redacted] e." distinto dal seguente codice IBAN: IT89 G050 3503 2064 6457 0759 994, con causale "saldo prezzo per acquisto dell'azienda farmacia";

oppure

- **in forma rateale**, previa imputazione in conto prezzo di quanto già versato alla Procedura a titolo cauzionale (25%), nonché versamento del residuo debito (pari al 75% del prezzo di acquisto) in sei rate bimestrali posticipate di pari importo, la prima scadente l'ultimo giorno del mese successivo al mese in cui viene stipulato il Contratto di Cessione d'Azienda. In tale caso l'importo di ogni rata sarà maggiorato di interessi corrispettivi calcolati al saggio del 2,00% annuo. I pagamenti saranno effettuati mediante bonifico disposto a favore del C/C bancario intestato a "Fall. n. 825/2016 [redacted] [redacted] Rata [redacted]." distinto dal seguente codice IBAN: IT89 G050 3503 2064 6457 0759 994, con causale "rata prezzo acquisto dell'azienda farmacia".

Condizione essenziale perché possa procedersi al pagamento del prezzo di acquisto in forma rateale è il contestuale rilascio di garanzia bancaria (per l'importo rateizzato, inclusivo degli interessi corrispettivi) a prima richiesta, rilasciata a favore della Procedura da primario Istituto di Credito, in cui siano esplicitamente previsti: a) la rinuncia al beneficio della preventiva escussione del debitore principale (art. 1944, comma 2, c.c.); b) l'espressa rinuncia a far valere qualsiasi eccezione spettante al debitore principale (art. 1945 c.c.) e c) l'espressa rinuncia a far valere qualsiasi eccezione relativa alla scadenza dell'obbligazione di cui all'art. 1957 del codice civile, nonché d) l'operatività della garanzia medesima entro quindici giorni, a semplice richiesta scritta del Fallimento.

Sarà scartata, rendendo inammissibile l'offerta alla quale si riferisce, l'attestazione di bonifico che non rechi l'indicazione del codice identificativo del bonifico, ovvero che indichi una valuta per il beneficiario di data posteriore a quella della data di stipulazione del Contratto di Cessione d'Azienda.

Saldo del Prezzo delle scorte di magazzino

Il "Prezzo delle scorte di magazzino", quale componente integrativa del prezzo di aggiudicazione, determinato secondo il criterio stabilito al precedente art. 3, lettera D del presente Disciplinare dovrà essere versato secondo le medesime modalità. Il relativo versamento dovrà essere documentato mediante esibizione di attestazione bancaria comprovante l'esecuzione di bonifico a favore del C/C bancario intestato a "Fall. n. 825/2016 [redacted] [redacted]".

14. Disposizioni finali

La Curatela si riserva di integrare la documentazione consultabile sul sito www.astegiudiziarie.it fino al settimo giorno antecedente l'espletamento dell'asta.

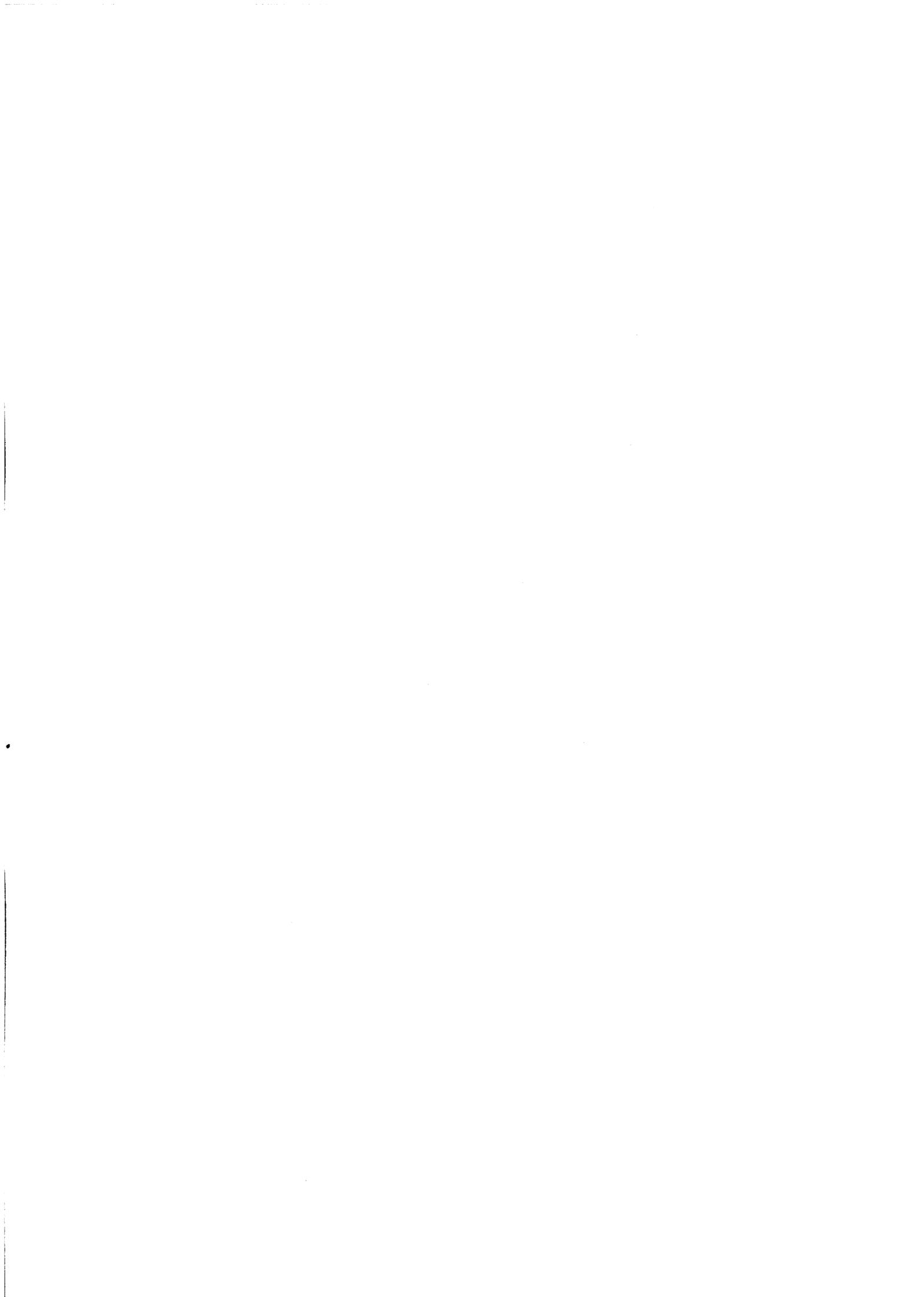
Il presente avviso non costituisce offerta al pubblico ex art. 1336 codice civile, né sollecitazione del pubblico risparmio. Esso, inoltre, non comporta per la procedura fallimentare e per i suoi Organi alcun obbligo od impegno di alienazione nei confronti di eventuali offerenti, e per questi ultimi alcun diritto a qualsivoglia rimborso, indennizzo o prestazione.

Qualora una o più clausole del presente Disciplinare siano dichiarate o da considerarsi invalide e/o inefficaci, le altre clausole rimarranno valide ed efficaci e la clausola invalida o inefficace sarà sostituita, ove possibile, dalla corrispondente disposizione di legge.

Gli Organi della procedura si riservano, a proprio insindacabile giudizio e senza obbligo di motivazione, di sospendere ovvero interrompere definitivamente la Procedura.

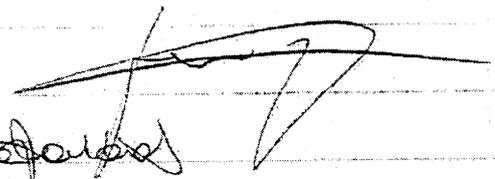
Il trattamento dei dati inviati dagli offerenti si svolgerà in conformità alle disposizioni del D.Lgs. n.196 del 30/06/2003. Ai sensi del medesimo decreto, il trattamento dei dati personali sarà improntato a liceità e correttezza nella piena tutela dei diritti degli offerenti e della loro riservatezza; il trattamento dei dati ha la finalità di consentire l'accertamento della idoneità dei soggetti a partecipare alla procedura, nonché il corretto svolgimento della medesima. Il titolare dei trattamenti dei dati sarà il curatore nei cui confronti il soggetto interessato potrà far valere i diritti di cui agli artt.7 e ss. del D.Lgs. n.196 del 30/06/2003.

Roma, 15.05.2017



- u 4+1 ACCONIT NAPOLUS
- u 30 SIMINGHI PIC ULTRAFINE
- u 19 CIPROFLOXACINA 750
- u 11 CEFTRIAXONE 1g
- u 10 CANNABISMINA
- u 10 ATORVASTATINA 10mg
- u 10 ATORVASTATINA 40mg
- u 20 VALSARTAN 160mg
- u 15 VIAGRA 50mg
- u 65 FASCIE TESSUTO NOCIX di varie
misure
- u 2 SELF CHECK PIC
- u 2 MODI PROFESSIONE
- u 2 SET DICHIOR

u 4 TAVOLI RIVESTITI PER BAMBINI
 Il presente verbale viene chiuso e rimbalzo
 e data da destinarsi e affidarsi a
 rete che si era costituito proprio alle ore
 17.45 e l'incasso viene rimbalzo

Stef- Nello
 e assistente 

Il giorno 23/11/2016 alle ore 15 l'incasso viene
 recuperato in Uff. Giulio Cesare 54/B c.s. la rete



del Tribunale per ricorso a NOTA VIA
 TRACAPPA BORGIO PER proseguire con le
 operazioni di custodia

Già al posto si usava l'incarico proseguendo le
 attività identiche

So allora essere ripartite la custodia del
 TRACAPPA BORGIO del Tribunale, FORTESSA da
 u. 19 MAGGIO TRONTO-NOBIA

Per quanto riguarda gli eredi e il materiale
 informativo il Dr. CAVALLERA dichiara che si tratta
 dei beni non dei pupilli della famiglia una
 dei beni in affitto con contratto di LOBBING
 stipulato con la società CANTIERI in SUCCO
 2011.

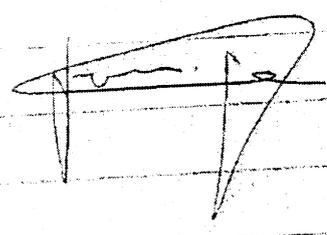
Le richieste del CAVALLERA al Dr. CAVALLERA dichiaro
 che il contratto di LOBBING non è disponibile
 perché conservato alla COORDINAZIONE DSSA
 ECBA BORGIO BORGIO.

I beni pupilli all'incanto della FAMIGLIA sono
 pertanto quelli ripartiti al corso corso che
 si allega per estratto al presente verbale

Si fa atto che alle operazioni di custodia
 è stato presenziato il Dr. CAVALLERA

Non essendovi altro da custodire l'incarico
 viene chiuso e l'Ufficio viene a sede ore 11

era costata la giornata alle ore 17.30
e l'incarico era di



av. Belfanti

Dir. A. 1000
- 2000

INDICE

1. PREMESSA	2
2. LA DOCUMENTAZIONE PRESA IN ESAME.....	3
3. LA DITTA INDIVIDUALE "....."	4
3.1 L'ESERCIZIO PROVVISORIO EX ART. 104 L.F.....	7
3.2 I DATI ECONOMICI PREVISIONALI DELLA	3
4. LE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE DELLE AZIENDE: ASPETTI GENERALI.....	10
5. LA STIMA DEL VALORE ECONOMICO DELLA CON APPLICAZIONE DEL METODO REDDITUALE COMPLESSO	14
5.1 PERIODO DI PROIEZIONE ESPlicitA	15
5.2 LA STIMA DEI FLUSSI REDDITUALI NETTI ATTESI DA ATTUALIZZARE	16
5.3 LA DETERMINAZIONE DEL TASSO DI SCONTO.....	17
5.4 DETERMINAZIONE DEL TERMINAL VALUE	17
5.5 CALCOLO DEL VALORE CORRENTE TEORICO CON IL METODO REDDITUALE "LEVERED" CON TV.....	18
5.6 L'ANALISI DI SENSITIVITY.....	19
5.7 LA VERIFICA DEL VALORE TRAMITE IL METODO DEI MULTIPLI.....	19
6. CONSIDERAZIONI CONCLUSIONI	21

PC

1. Premessa

Con istanza del 1° dicembre 2016, presentata presso l'Ecc.mo Tribunale Civile di Roma, Sezione Fallimentare, l'Avv. Federica Marziale – in qualità di Curatore del Fallimento n. 825/2016 della I. [REDACTED] – ha conferito allo scrivente Paolo Carbone, Dottore di Ricerca in Economia Aziendale, Dottore Commercialista e Revisore Legale dei Conti, l'incarico di provvedere alla “stima del complesso aziendale della [REDACTED]” ai sensi dell'art. 87 L.F.

Oggetto dell'incarico, conferito previa autorizzazione dell'Ill.mo Giudice Delegato al Fallimento, concessa con provvedimento del 16 dicembre 2016, è pertanto la stima del valore economico attribuibile al complesso aziendale di proprietà della procedura.

Il presente elaborato contiene la stima del valore della [REDACTED] (di seguito, anche solo la “Farmacia” o la “Ditta Individuale”) alla data di riferimento del 31.12.2016.

Si avverte sin d'ora che la presente relazione non rappresenta in alcun modo una revisione contabile o una *due diligence* della contabilità del compendio aziendale oggetto di valutazione. Essa si fonda esclusivamente sui documenti e sulle informazioni rese disponibili allo scrivente dalla Curatoria e dal titolare della Ditta Individuale.

Lo scrivente, pur avendo svolto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, non risponde della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività dei documenti, dati e informazioni messi a disposizione. Si precisa, inoltre, che lo scrivente non ha sottoposto ad alcun vaglio di attendibilità la documentazione consegnata, nè ha svolto alcuna attività di *audit* sui dati contabili ed extra contabili forniti.

* * *

Il presente lavoro si sviluppa come segue: dapprima viene reso un elenco dettagliato della documentazione esaminata ai fini dello svolgimento del lavoro (*paragrafo n. 2*); si procede poi con un richiamo al contesto aziendale di riferimento e con un esame dei principali dati economici e patrimoniali afferenti il complesso aziendale (*paragrafo n. 3*); la relazione prosegue con una breve rassegna delle metodologie di valutazione di complessi aziendali maggiormente impiegate nella prassi professionale e accreditate dalla dottrina economico-aziendale (*paragrafo n. 4*) per poi procedere con lo sviluppo dell'algoritmo valutativo prescelto e della metodologia di controllo individuata (*paragrafo n. 5*). L'elaborato termina con alcune considerazioni conclusive e di riepilogo del lavoro svolto (*paragrafo n. 6*).



2. La documentazione presa in esame

A seguito dell'incarico ricevuto, lo scrivente ha immediatamente preso contatto con il Curatore Fallimentare, Avv. Federica Marziale, ricevendo – nei diversi incontri tenuti – informazioni sul contesto di riferimento del lavoro da svolgere e taluni primi documenti.

Ad esito del preliminare esame della documentazione contabile e fiscale trasmessa dalla curatela, lo scrivente ha altresì tenuto un incontro con il [REDACTED], presso i locali della Farmacia in Roma via Trionfale n. 8768, nel corso del quale è stato possibile acquisire informazioni utili ai fini della valutazione.

In definitiva, il presente incarico è stato svolto mediante l'utilizzo della seguente documentazione:

- a. visura CCIAA;
- b. bilancio di verifica della Ditta Individuale relativo all'esercizio chiuso al 31.12.2012;
- c. bilancio di verifica della Ditta Individuale relativo all'esercizio chiuso al 31.12.2013;
- d. bilancio di verifica della Ditta Individuale relativo all'esercizio chiuso al 31.12.2014;
- e. bilancio di verifica della Ditta Individuale relativo all'esercizio chiuso al 31.12.2015;
- f. evidenza dello scambio di corrispondenza tra la curatela e la proprietà dei locali ove è svolta l'attività d'impresa;
- g. copia del contratto strumentale di leasing stipulato tra la Farmacia e Comifin;
- h. copia del piano concordatario ex art. 161, co. 2, lett. e) L.F. della [REDACTED];
- i. copia della perizia di stima predisposta dal Dott. Francesco Rocchi nell'ambito della procedura di concordato preventivo;
- j. copia dell'attestazione ex art. 161, co. 3, L.F. del piano concordatario della [REDACTED];
- k. istanza di autorizzazione all'esercizio provvisorio dell'attività d'impresa nel corso della procedura fallimentare;
- l. documentazione allegata all'istanza di cui al punto che precede;
- m. evidenza dei dati desumibili dal programma gestionale WinFarm per il periodo di gestione in esercizio provvisorio 01.02.2017 – 13.03.2017;
- n. Business Plan 2017-2021 della [REDACTED], con esplicitazione le ipotesi sottese alla formulazione delle proiezioni predisposto, su richiesta dello scrivente, dal [REDACTED] (All. n. 1);
- o. altra documentazione ritenuta utile ai fini del lavoro.

Nel paragrafo che segue vengono forniti brevi cenni sulla [REDACTED] a [REDACTED], nonché una breve analisi dei dati storici riferiti agli esercizi dal 2012 al 2015.

3. La [REDACTED]

La ditta "[REDACTED]", con sede legale in Roma (RM), via Trionfale n. 8768/70, è stata costituita in data 1° gennaio 2011 e risulta iscritta nel Registro delle Imprese di Roma nell'apposita sezione prevista per i piccoli imprenditori al numero RM-1288432 ([REDACTED] e P.I. n. 11211051005).

La ditta individuale riconducibile al [REDACTED] ha ad oggetto l'esercizio dell'attività tipica di una farmacia, che si sostanzia – come è noto – nel commercio di prodotti farmaceutici e/o medicinali di qualsiasi natura, nonché di altri prodotti comunque connessi all'esercizio della medesima (come, ad esempio, i c.d. "farmaci da banco", i cosmetici, taluni alimenti, ecc.)². Tale attività è svolta sin dalla data di iscrizione nel Registro delle imprese.

L'instestazione della farmacia al [REDACTED] è avvenuta a seguito del perfezionamento dell'atto di compravendita a rogito del notaio in Roma Dott.ssa Chiara Mingiardi (rep. n. 910, racc. n. 917); con tale atto, sottoscritto in data 15 novembre 2010, il [REDACTED] ha rilevato dalla Dott.ssa Anna Maria Ponzetti la sede farmaceutica n. 193 della pianta organica del Comune di Roma, con esercizio nella zona di Roma Monte Mario. Ad esito della citata compravendita, avvenuta a un prezzo di 3,2 milioni di euro, [REDACTED] ottenuto dal Comune di Roma l'autorizzazione al trasferimento della titolarità del diritto di esercizio della sede farmaceutica della P.O. del Comune di Roma n. 193, originariamente autorizzato con provvedimento del Medico Provinciale di Roma in data 21.02.1969, prot. n. 12/193/1727. Tale autorizzazione è stata rilasciata con provvedimento amministrativo del Sindaco di Roma prot. n. 74194 del 30.12.2010.

Attualmente, l'attività continua ad essere esercitata nei locali di Roma, via Trionfale n. 8768/70, di proprietà delle Sig.re Germani Paola e Roberta, nonostante la convalida di un provvedimento di sfratto per morosità³.

¹ I farmaci da banco (FdB), anche detti OTC (dall'inglese "Over The Counter", ossia sopra il banco) sono prodotti da automedicazione, dispensati direttamente dal farmacista al paziente senza obbligo di prescrizione medica. A definire per la prima volta la categoria dei medicinali non soggetti a prescrizione medica, è stato il decreto legislativo 539/1992, che ne ha stabilito anche le caratteristiche, ossia:

- in condizioni normali di utilizzo non devono presentare pericoli rilevanti per la salute;
- non devono contenere sostanze dagli effetti ancora poco conosciuti;
- non possono essere somministrati per iniezione intramuscolare o endovenosa
- possono essere consigliati dal farmacista.

I medicinali da banco o da automedicazione sono quindi un sottogruppo dei medicinali non soggetti a prescrizione medica ossia di tutti quei farmaci che, per la loro composizione e il loro obiettivo terapeutico, sono concepiti e realizzati per essere utilizzati senza intervento di un medico per la diagnosi, la prescrizione o la sorveglianza nel corso del trattamento. Il Servizio Sanitario Nazionale non si fa carico di questi farmaci il cui costo è a carico del cittadino.

² L'azienda commerciale in oggetto risulta autorizzata alla vendita anche di altre merci e/o prodotti para-farmaceutici di cui alla legge 426/1971 c.d. "Tabella XIV - farmacia" (cfr. autorizzazione del Comune di Roma n. 335/1978 del 17.05.1978).

³ Al riguardo, può precisarsi che – nell'ambito delle attività propedeutiche alla pianificazione del periodo di continuazione temporanea dell'esercizio d'impresa – la Curatela del fallimento n. 825/2016 ha raggiunto, mediante scambio di corrispondenza, un'intesa con la proprietà dei locali che, in estrema sintesi, prevede quanto segue:

- sottoscrizione di un nuovo contratto della durata di sei anni rinnovabile ex lege, a un canone mensile di € 3.000,00 (ridotto a € 2.000,00 per il primo anno di locazione);
- obbligo del conduttore subentrante, all'atto dell'acquisto dell'azienda, a pena di risoluzione, di fornire adeguata fidejussione a garanzia dell'adempimento pari a dodici mensilità del canone.

Secondo quanto desumibile dalla documentazione depositata presso l'Ecc.mo Tribunale di Roma in occasione del ricorso per l'ammissione alla procedura di concordato preventivo, a partire dall'esercizio 2014, [REDACTED] è stata interessata dalla permeante situazione di crisi dell'economia nazionale e, più in dettaglio, del settore di riferimento che – come noto – ha peraltro registrato, negli ultimi anni, l'introduzione di significative modifiche normative che hanno incrementato il grado di concorrenza⁴.

Sempre secondo quanto si legge in atti, gli effetti della citata crisi economica, la progressiva difficoltà ad assicurarsi un adeguato approvvigionamento dei prodotti, anche in ragione dell'impossibilità di contrarre ulteriore indebitamento (data la chiusura di alcuni affidamenti bancari), si sono riversati sui livelli di fatturato e sui margini dell'attività, determinando, dapprima, l'esigenza di ricorrere a uno strumento di soluzione concordata della crisi e, successivamente, il fallimento della [REDACTED].

Di seguito, si riportano i dati economici della [REDACTED] relativi agli esercizi dal 2012 al 2015.

CONTO ECONOMICO	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015
Vendite SSN	511.448	476.972	63.239	32.077
Vendite Merci da ventilare	617.195	588.323	729.469	536.260
Merci c/ vendite	0	0	0	2.679
Totale Vendite	1.128.643	1.065.295	792.708	571.016
Altri ricavi	16.926	18.887	2.296	2.120
Totale Ricavi	1.145.569	1.084.182	795.004	573.136
Costo del Venduto	(820.799)	(616.749)	(446.721)	(414.953)
Variazione delle rimanenze	(92.036)	56.789	19.475	(54.942)
Acquisti dell'Anno	(728.763)	(673.538)	(466.196)	(360.011)
Margine delle vendite	324.770	467.433	348.283	158.183
Spese del personale	(132.832)	(138.535)	(129.130)	(131.521)
Costi per servizi	(59.667)	(45.727)	(24.816)	(35.503)
Godimento beni di terzi	(29.796)	(29.796)	(29.796)	(27.888)
Altri costi operativi e generali			(783)	(3.510)
EBITDA	102.475	253.375	163.758	(40.239)
Ammortamenti	(9.534)	(9.473)	(10.989)	(10.340)
Svalutazioni				
EBIT	92.941	243.902	152.769	(50.579)

Nel periodo preso in esame si assiste a una netta contrazione del valore della produzione, che passa da 1,12 milioni nel 2012 a 0,57 milioni di euro nel 2015, riducendosi di oltre il 50%.

Il descritto andamento dei ricavi, unitamente agli effetti determinati da una certa rigidità di talune componenti negative di reddito (quali, ad esempio, gli oneri per il personale), ha inciso sulla capacità dell'impresa di remunerare in maniera adeguata il capitale investito.

A partire dall'esercizio 2013, si assiste inoltre a una progressiva contrazione del margine operativo lordo (EBITDA) e del reddito operativo (EBIT); progressiva contrazione che, nel

⁴ Si pensi ad esempio:

- alla previsione di apertura di nuove farmacie;
- all'avvio dell'attività delle c.d. parafarmacie;
- alla possibilità, prima inesistente ed ora concessa alle farmacie stesse, di praticare sconti sui prezzi di tutti i tipi di farmaci e prodotti venduti;
- alla sopraggiunta flessibilità degli orari di apertura, in particolare per alcune fasce orarie serali.

corso del 2015, porta i margini in parola su valori negativi, segno di una tensione, non solo economica, ma anche finanziaria.

Con particolare riferimento a tale ultimo aspetto, ossia le dinamiche finanziarie (passate) del complesso aziendale, ulteriori elementi di analisi possono cogliersi dai dati patrimoniali dei bilanci relativi agli esercizi dal 2012 al 2015, riportati di seguito.

ATTIVO	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015
Disponibilità	8.523	3.146	4.507	4.670
Crediti v/Clienti	189.597	122.629	78.141	58.403
Rimanenze	110.491	167.280	186.756	131.813
Altri crediti e attività	298.836	98.342	158.116	240.035
Attivo Circolante	607.447	391.397	427.520	434.921
Attivo Immobilizzato	2.847.399	2.664.190	2.482.671	2.297.208
Totale Attivo	3.454.846	3.055.587	2.910.191	2.732.129

PASSIVO	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015
Debiti v/ Banche		52.425	107.242	84.593
Debiti v/ Fornitori	738.941	773.900	921.492	1.053.532
Debiti diversi	640.137	111.509	183.818	309.586
Passivo Corrente	1.379.078	1.237.834	1.212.552	1.447.711
Finanziamenti da Ist. Finanziari	2.440.308	2.303.132	2.293.077	2.184.599
TFR	12.456	14.993	21.924	29.065
Passivo Consolidato	2.452.764	2.318.125	2.315.001	2.213.664
Patrimonio Netto	(376.996)	(500.372)	(617.364)	(929.245)
Totale Passivo	3.454.846	3.055.587	2.910.189	2.732.130

Il prospetto che precede mostra un progressivo mutamento del *mix* delle fonti impiegate per finanziare l'attività d'impresa, che si caratterizzano per un peso via via maggiore dei debiti verso fornitori.

Quali che siano le ragioni del deterioramento delle condizioni di gestione, probabilmente riferibili a un ricorso forse eccessivo alla leva finanziaria per l'acquisto della farmacia (nel 2010), con conseguenti eccessivi oneri finanziari e, al tempo stesso, a una progressiva difficoltà ad adeguare l'offerta alle pressioni concorrenziali, generate anche dalla recente ridefinizione, da parte del legislatore, dell'intero comparto di riferimento, il progressivo incremento della debitoria verso i fornitori ha di certo determinato difficoltà sempre maggiori nell'approvvigionamento delle materie prime; difficoltà che, a loro volta – nell'ambito di un meccanismo, per così dire, a spirale – hanno negativamente e ulteriormente influito sui volumi di fatturato, sui margini aziendali e sulla capacità dell'impresa di far fronte alle obbligazioni assunte.

* * *

Tenuto conto delle difficoltà finanziarie in cui [REDACTED] è incorsa, in data 12.01.2016 il [REDACTED], in qualità di titolare della medesima ditta, ha presentato domanda per l'ammissione alla procedura concordataria di cui all'art. 161, co. 6 L.F.

Nei termini assegnati dall'Ecc.mo Tribunale Fallimentare di Roma, [REDACTED] – assistito dai propri consulenti – ha depositato una proposta di concordato in continuità aziendale ai sensi dell'art. 186 *bis* L.F., corredata dal piano, dalla relazione di attestazione e dagli ulteriori documenti previsti dall'art. 161 L.F.

In data 15.06.2016, il Tribunale di Roma, nonostante il parere contrario del Pubblico Ministero, ha dichiarato aperta la procedura di concordato preventivo (n. 3/2016) a carico [redacted] nominando Giudice Delegato il Cons. Dott. Adolfo Ceccarini e Commissario Giudiziale l'Avv. Anna Rossi.

Successivamente, in data 26.09.2016, prima dell'adunanza dei creditori (fissata per il 6.10.2016), il Commissario Giudiziale ha depositato un'informativa per rappresentare, ai sensi dell'art. 173, co. 3 L.F., la sussistenza delle seguenti criticità in ordine alla fattibilità del piano concordatario:

- mancato apporto, nei termini previsti dal piano, della finanza esterna;
- mancata stipula di un nuovo contratto di locazione con la proprietà dell'immobile ove era (ed è) svolta l'attività d'impresa;
- avvenuto conseguimento di risultati di gestione non coerenti con le risultanze del piano concordatario e/o comunque negativi, con contestuale incremento della debitoria.

Alla luce dei rilievi mossi dal Commissario Giudiziale, il Tribunale Fallimentare di Roma, sentito il debitore:

- ha disposto la revoca dell'ammissione alla procedura di concordato preventivo della Ditta Individuale riferibile [redacted] con provvedimento del 26.10.2016, riservandosi in ordine alle istanze di fallimento pendenti;
- ha dichiarato il fallimento della [redacted] con sentenza n. 849/2016 sempre del 26.10.2016.

3.1 L'esercizio provvisorio ex art. 104 L.F.

Con apposita "Proposta ... per la continuazione temporanea dell'esercizio dell'impresa ai sensi dell'art. 104, co. 2, L.F." del 6 dicembre 2016, il Curatore del Fallito [redacted], Avv. Federica Marziale, ha chiesto al Giudice Delegato l'autorizzazione a proseguire l'attività della ditta individuale, nell'ottica del miglior realizzo dell'attivo concordatario.

Ai fini della formulazione della citata "Proposta", successivamente autorizzata dal Giudice Delegato con provvedimento dell'11 gennaio 2017, la Curatela ha posto in essere una serie di attività finalizzate alla rimozione delle criticità connesse all'eventuale prosecuzione dell'attività (fra cui, a mero titolo di esempio, l'assenza di un accordo con la proprietà dei locali ove è svolta la medesima attività).

Di seguito, si riportano i dati previsionali stimati dalla curatela con riferimento al periodo 1.01.2016 - 30.06.2016.

CONTO ECONOMICO		E.P. 1H2017
Totale Ricavi		285.000
Acquisto di Beni		(174.750)
Margine Lordo		110.250
Prestazioni di servizi		(13.508)
Godimento beni di terzi		(31.410)
Oneri diversi di gestione		(1.500)
Valore Aggiunto		63.832
Costi del Personale		(59.912)
EBITDA		3.920

Tenuto conto delle informazioni disponibili, risulta che la gestione in corso da parte della Curatela abbia generato risultati superiori alle attese, segno della conservazione di un valore economico del complesso aziendale, nonostante le criticità strutturali, inevitabili, che caratterizzano l'esercizio di un'attività nell'ambito di una procedura fallimentare.

3.2 I dati economici previsionali della [REDACTED]

Come già anticipato, allo scopo di acquisire ogni informazione utile per la predisposizione del presente elaborato, lo scrivente ha incontrato il [REDACTED]. In occasione dell'incontro tenutosi, sono state acquisite puntuali informazioni, anche con riferimento alla ragionevole evoluzione della gestione in un contesto competitivo.

Al riguardo, [REDACTED] ha rappresentato che:

- [REDACTED] è situata in una zona ad alta densità abitativa, con popolazione di età media non giovane, ed è di servizio per diversi studi medici;
- il luogo di esercizio dell'attività può eventualmente essere mutato, ma solo nell'ambito del perimetro territoriale di riferimento del diritto di esercizio della sede farmaceutica della P.O. del Comune di Roma n. 193;
- nelle zone limitrofe, a circa 200 metri dalla Farmacia, risulta ubicato un ulteriore esercizio commerciale esercente attività di commercio di prodotti farmaceutici;
- in una Farmacia, le voci tipiche di ricavo sono rappresentate dalla vendita di prodotti farmaceutici (con o senza ricetta), dalla vendita di prodotti da banco, dalle vendite per servizi speciali erogati in convenzione con il S.S.N. (ad esempio, distribuzione medicinali per conto ASL, etc.), le vendite per eventuali servizi resi (quali noleggio bilance/aerosol, o test diagnostici) e da altre vendite (quali, ad esempio, preparazioni galeniche).

Sulla base di tutte le informazioni disponibili e in coerenza con l'esperienza maturata nello specifico settore di riferimento, [REDACTED] inoltre reso allo scrivente il seguente conto economico previsionale per il periodo 2017 (secondo semestre) – 2021.

Descrizione	2H2017	2018	2019	2020	2021
Vendite libere		567.000	756.000	771.120	771.120
Vendite libere farmaci	285.000				
Ticker + Quote		378.000	504.000	514.080	514.080
Vendite SSN					
Ricavi Caratteristici	285.000	945.000	1.260.000	1.285.200	1.285.200
Altri Ricavi		0	0	0	0
Totale Ricavi	285.000	945.000	1.260.000	1.285.200	1.285.200
Acquisto di Beni	(285.250)	(633.150)	(844.200)	(861.084)	(861.084)
Margine Lordo	(250)	311.850	415.800	424.116	424.116
Prestazioni di servizi	(9.062)	(18.124)	(18.124)	(18.124)	(18.124)
Godimento beni di terzi	(31.410)	(74.820)	(74.820)	(74.820)	(74.820)
Oneri diversi di gestione	(11.435)	(22.869)	(22.869)	(22.869)	(22.869)
Valore Aggiunto	(52.157)	196.037	299.987	308.303	308.303
Costi del Personale	(100.800)	(201.600)	(201.600)	(201.600)	(201.600)
EBBITDA	(152.957)	(5.563)	98.387	106.703	106.703

I dati riportati si fondano sulle assunzioni di seguito esposte:

- la stima dei ricavi è avvenuta tenendo conto di un numero medio di clienti per ciascun mese pari a 5.000 unità e di un valore di spesa medio di circa € 21. Nell'anno 2020, è stato inoltre previsto un incremento dei ricavi *una tantum* del 2%. Si precisa, sempre per ciò che

- attiene ai ricavi, che è stato ipotizzato di ritrarli in misura pari al 60% del totale dalle c.d. vendite libere e per il rimanente 40% dalle vendite in convenzione con il S.S.N.; ciò in maniera sostanzialmente coerente con i dati registrati nel corso dei primi mesi dell'esercizio provvisorio;
- il costo dei prodotti oggetto di rivendita è stato quantificato in misura pari al 67% del volume delle vendite ipotizzato;
 - tra i costi per prestazioni di servizi si è tenuto conto, sulla base delle evidenze storiche, di:
 - o spese per utenze (energia elettrica, acqua e servizi telefonici) per circa € 552/mese;
 - o spese per consulenza contabile e tributaria per € 500/mese;
 - o spese per consulenza in materia di gestione del personale per € 150/mese;
 - o costi per il programma gestionale WINFARM, pari a € 2.500/anno;
 - o costi di smaltimento farmaci per € 1.200/anno;
 - i costi per godimento beni di terzi sono stati stimati sulla base degli accordi/contratti in essere con il proprietario dei locali di Roma, via Trionfale n. 8768, che prevede un canone mensile di € 3.000,00 (si precisa che per il solo periodo giugno-dicembre 2017 sono stati considerati gli effetti della riduzione del canone a € 2.000,00/mese, prevista contrattualmente), e con l'Istituto di leasing COMIFIN, che prevede un canone mensile di € 3.250 per i mobili e gli arredi della Farmacia;
 - gli oneri diversi di gestione sono stati quantificati sulla base di evidenze storiche e contengono i costi connessi a servizi di assicurazione (€2.600/anno), servizi di smaltimento rifiuti (€1.250/anno), quote associative annuali (Federfarma e Ordine Professionale), tasse di concessione e altre spese (per complessivi € 2.774/anno);
 - i costi del personale sono stati stimati tenendo conto di:
 - o n. 3,5 unità *full time equivalent* (FTE) con qualifica farmacista, per un costo mensile lordo di € 3.000 cadauno;
 - o n. 1,5 unità FTE con qualifica magazziniere, per un costo azienda mensile lordo di € 2.600 cadauno;

Nella stima dei citati flussi, [REDACTED] ha altresì precisato che:

- per il secondo semestre 2017, i ricavi sono stati stimati coerentemente con le previsioni formulate dalla curatela per il primo semestre dell'esercizio, in ragione della solo recente ripresa dell'attività, mentre i costi per acquisto di prodotti tengono conto di un investimento necessario al potenziamento del magazzino (per 100 migliaia di euro);
- per l'anno 2018, si è ipotizzato – sempre nell'ottica del progressivo ritorno a condizioni di piena operatività – di considerare costi e ricavi in misura pari al 75% dei flussi economici a regime (quelli del 2019).

Si anticipa che la valutazione della [REDACTED] sarà condotta impiegando i dati previsionali dianzi riportati, per come messi a disposizione dello scrivente, nell'ipotesi che tutte le assunzioni formulate dal *management* della Società trovino effettiva realizzazione. Si precisa, al riguardo, che:

- lo scrivente, pur avendo svolto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, non risponde della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività dei dati prospettici forniti;
- il presente lavoro non tiene conto di eventi straordinari o inattesi, quali cambi di normativa, mutamenti nelle condizioni del mercato di riferimento o altri, che – in astratto – potrebbero incidere sulle risultanze della stima.

CT

4. Le metodologie di valutazione delle aziende: aspetti generali

La valutazione del capitale di una impresa⁵ è quel processo che, nell'ambito dell'economia d'azienda, è finalizzato alla determinazione del valore di un dato complesso aziendale⁶.

Per concorde dottrina⁷, il capitale d'impresa costituisce (alla stregua del reddito) un'entità astratta⁸ che si presta ad essere valutata e quantificata diversamente in relazione alle sue diverse configurazioni; le configurazioni sono la risultante delle svariate finalità che, mediante il processo valutativo, si intendono conseguire.

Così, ad esempio, il capitale di gestione è correlato all'individuazione periodica del reddito; il capitale di stralcio è correlato alla determinazione del presumibile valore di liquidazione; il capitale di trasferimento discende da un finalismo orientato all'individuazione del valore economico dell'impresa allo scopo del successivo trasferimento della medesima.

Con particolare riguardo al capitale di trasferimento, va precisato che nel caso in cui lo stesso venga determinato non già nell'ottica soggettiva del compratore o del venditore, bensì in quella di un "soggetto terzo e indipendente" (si pensi a un "perito indipendente"), si parla di "capitale economico" aziendale. In questi casi, nella pratica professionale, si parla anche di "equo valore di mercato".

Il capitale economico può considerarsi, pertanto, come un valore generale o comune, che non titolifica cioè la posizione soggettiva di un singolo *stakeholder*.

La prima compiuta teorizzazione sul tema del valore economico di un'impresa si deve allo Zappa, per il quale il capitale economico si distinguerebbe dalle altre configurazioni del capitale aziendale, quali il capitale di Bilancio e quello di Funzionamento, per essere un valore

⁵ In materia di azienda e di valutazione d'impresa si vedano tra gli altri: AA.VV., "Principi e metodi nella valutazione di aziende e di partecipazioni societarie", Egea, Milano, 1989; A. AMADUZZI, "La teoria della valutazione dei complessi aziendali", in Rivista di Politica Economica, n. 7, 1954; D. BALDUCCI, "La valutazione d'azienda", Edizione Fag, Milano, 2008; A. DAMODARAN, "Damodaran on Valuation. Security Analysis for Investment and Corporate Finance", II Ed., Wiley Finance, New York, 2006; A. DAMODARAN, "The little book of valuation. How to value a company, Pick a stock and profit", Wiley Finance, New York, 2011; T. E. COPELAND, T. KOLLER, V. MURRIN, "Il valore dell'impresa. Strategie di valutazione e gestione", Egea, Milano, 1998; G. FERRERO, "Alcune precisazioni sulla valutazione delle aziende. Brevi note metodologiche", in Contabilità e Bilancio, n. 73, 1991; M.J. GORDON, "The Investment, Financing and Valuation of the Corporation", R.D. Irwin, Homewood, Illinois, 1962; L. GUATRI, "La valutazione delle aziende. Teoria e pratica a confronto", Egea, Milano, 1990; L. GUATRI, M. BINI, "Nuovo Trattato sulla valutazione delle aziende", Università Bocconi Editore, Milano, 2005; M. MASSARI, "Il valore di mercato delle aziende", Giuffrè, Milano, 1984; R. MILES, "Guida alla valutazione delle imprese", F. Angeli, Milano, 1989; L. OLIVOTTO, "La valutazione economica dell'impresa", Cedam, Padova, 1983; P. ONIDA, "Osservazioni sulla valutazione delle aziende di produzione in esercizio stimate come complessi oggetti di trasferimento giuridico", in Scritti in memoria di A. Riparbelli, Cursi, Pisa, 1975; L. STAFFICO, "Studio delle valutazioni di sessione con particolare riguardo alle imprese", Giuffrè, Milano, 1967; G. ZANDA, "Casi ed applicazioni di valutazione delle aziende", Giappichelli Editori, Torino, 1996; O. PAGANELLI, "Valutazione delle aziende", UTET, Torino, 1990.

⁶ L. GUATRI, "Il giudizio integrato di Valutazione", Egea, Milano, 2000, p. 15: "La valutazione del capitale di un'impresa è la ricerca di una misura, a mezzo di una formula che comprende o dovrebbe comprendere in sé i fenomeni determinanti del valore, collegandoli razionalmente".

⁷ G. Zanda, M. Lacchini, E. Onesti, "La Valutazione delle Aziende", V Edizione riveduta, G. Giappichelli Editore.

⁸ Sull'argomento si leggano in particolare: G. Ferrero, "Il calcolo economico del reddito d'esercizio e del capitale di bilancio", Giuffrè, Milano, 1968; P. Onida, "Il bilancio di esercizio nelle imprese", Giuffrè, Milano, 1940; P. Onida, "Natura e limiti della politica di Bilancio", in Rivista dei Dottori Commercialisti, n. 6, 1974.

unico⁹, sintetico e non divisibile in componenti elementari e analitiche¹⁰, nonché un valore derivato¹¹, poiché “desumibile dal processo di valutazione economica del capitale d’impresa in funzione delle prospettive di redditività della gestione”¹².

Come è noto, non esistono formule o regole definite cui attenersi nella stima del valore economico di un complesso aziendale. La dottrina e la prassi professionale hanno tuttavia sviluppato una pluralità di criteri e di metodologie che riscontrano generale accettazione presso gli operatori.

Di norma, si conviene che un’attendibile metodologia di valutazione del capitale economico d’impresa debba tentare di soddisfare – o meglio, contemperare – almeno i seguenti requisiti¹³:

- *razionalità*: il metodo deve essere valido concettualmente e dotato di consistenza teorica;
- *neutralità o generalità*: il metodo deve prescindere totalmente dalle caratteristiche e dagli interessi soggettivi delle parti coinvolte nella negoziazione e dagli effetti del trasferimento dell’azienda. Il metodo deve, cioè, essere incentrato sulle sole condizioni oggettive di negoziazione, prescindendo da quelle soggettive;
- *obiettività*: il metodo deve essere concretamente applicabile ovvero fondato su dati certi od almeno notevolmente credibili¹⁴;
- *stabilità*, il metodo dovrebbe condurre ad una valutazione non eccessivamente sensibile rispetto alle ipotesi di base.

I metodi di valutazione delle aziende si sogliono correntemente distinguere, in sede di prima impostazione del problema, in metodi *diretti* ed *indiretti*.

Si definiscono *diretti* quei metodi che fanno riferimento, per l’individuazione del valore dell’azienda, agli effettivi prezzi espressi dal mercato per quote di capitale dell’azienda medesima o di aziende similari; sono *indiretti*, invece, quei metodi che, a causa delle insufficienze manifestate dai dati di mercato o dall’assenza totale di tali dati, impostano su diverse fondamenta (ad esempio, il reddito medio prospettico; consistenza del patrimonio; flussi finanziari disponibili) il processo di stima del capitale economico dell’impresa.

I **metodi diretti**, come si è accennato, fondano la stima del valore economico d’impresa su grandezze desunte dal mercato. In particolare, è possibile distinguere tra:

- *metodi diretti in senso stretto*, che si basano sui prezzi espressi dal mercato per quella stessa azienda (se quotata) ovvero sui prezzi formulati dal mercato in operazioni straordinarie che abbiano coinvolto imprese simili per caratteristiche qualitative e quantitative all’azienda oggetto di stima;

⁹ G. ZAPPA, “Il reddito d’impresa”, Giuffrè, Milano, 1950, p. 78: “Il capitale economico è il valore di un unico complesso economico, costituito da fattori complementari tali da non consentire una loro distinta valutazione per pervenire alla conoscenza del complesso valore che si vuole determinare. La valutazione del capitale economico non consiste infatti nel valutare il capitale netto con i suoi elementi attivi e passivi, bensì, l’oggetto della valutazione è l’istituzione economico-aziendale destinata a perdurare nel tempo, la quale è determinata sia dai suoi elementi che dalle relazioni di complementarietà che si instaurano tra questi”.

¹⁰ G. ZAPPA, “Il reddito d’impresa”, op. cit., p. 81.

¹¹ G. ZAPPA, “Il reddito d’impresa”, cit., p. 76.

¹² G. FERRERO, “La valutazione economica del capitale d’impresa”, Giuffrè, Milano, 1996, p. 15.

¹³ L. Guatri, “La valutazione delle aziende”, III Ed., Giuffrè, Milano, pp. 17 – 18.

¹⁴ L. GUATRI, in “Il Giudizio integrato di valutazione”, Egea, Milano, 2000, a tal proposito afferma: “Esistono procedimenti raffinati, di alto significato teorico, che tuttavia forniscono risultati incerti o addirittura privi di senso, in quanto implicano l’assunzione di conoscenze di fatto non disponibili, o che sono il mero frutto di presunzioni, o comunque largamente arbitrarie. In tal caso alla razionalità formale del procedimento corrisponde una scarsa o nulla credibilità sostanziale”.

- *metodi diretti fondati su moltiplicatori empirici*, che eguagliano il valore del capitale economico al prodotto tra un moltiplicatore di mercato e una grandezza espressiva del valore economico del capitale d'impresa.

I metodi diretti di valutazione, pur se di immediata e semplice applicazione, possono presentare inconvenienti e limiti da tenere in seria considerazione, prevalentemente riconducibili al fatto che il trasferimento di un complesso aziendale rappresenta un evento economico a sé stante e, conseguentemente, riconducibili alla difficoltà di individuare transazioni e società effettivamente comparabili.

Nella prassi professionale, pertanto, i procedimenti di stima del capitale economico tipicamente utilizzati sono rappresentati dai c.d. "metodi indiretti".

I metodi indiretti possono prendere come base di riferimento grandezze aziendali *flusso*, grandezze *stock* o entrambe congiuntamente.

Tra i metodi basati su grandezze flusso è possibile menzionare quelli basati su flussi economici (flussi di reddito o di dividendo) e i metodi fondati su flussi finanziari. Tra i metodi basati su grandezze *stock* vi è, poi, il metodo c.d. patrimoniale.

I metodi (indiretti) c.d. "reddituati" ravvisano nella capacità di un'impresa di generare risultati economici positivi l'elemento fondamentale ai fini della valutazione; in quest'ottica, il capitale economico dell'impresa è pari al valore attuale dei redditi (lordi o netti, a seconda dell'approccio valutativo *asset side* o *equity side* assunto) che il complesso aziendale sarà in grado di produrre in un orizzonte temporale limitato, ovvero illimitato. Tra i metodi reddituati si distinguono:

- il metodo reddituale complesso, che stima il valore dell'azienda sulla base dei redditi normali attesi puntuali, determinati cioè anno per anno;
- il metodo reddituale puro (o semplice), che invece comporta la capitalizzazione, a un prefissato tasso di interesse, del c.d. "reddito medio futuro atteso" generato dall'azienda; il reddito medio futuro atteso rappresenta, per coerente dottrina, una configurazione di reddito durevole, espressiva della normale e stabile capacità reddituale dell'impresa. Per la stima di tale parametro, la prassi ha elaborato diversi approcci: si va dall'analisi dei risultati storici, alla proiezione di tali risultati nel futuro tramite estrapolazione; oppure si fa riferimento ai risultati indicati in piani programmatici predisposti dal *management* dell'impresa; in casi particolari, si ipotizzano specifiche condizioni future di gestione (c.d. metodo dell'innovazione).

I metodi (indiretti) c.d. "finanziari" si basano sull'assunto che un'azienda vale in funzione della sua capacità di produrre flussi di cassa. Pertanto, nell'applicazione metodologica in commento, il valore economico di un complesso aziendale è posto pari alla sommatoria dei *cash flow* attesi, attualizzati tenendo conto di un tasso coerente con la natura e la tipologia dei flussi medesimi.

Le stime di tipo patrimoniale (sempre indirette) mirano, invece, ad accertare la consistenza effettiva del capitale netto aziendale, ossia del c.d. patrimonio netto rettificato, come somma dei singoli elementi che lo compongono, sostituendo i valori correnti delle singole attività e passività ai rispettivi valori contabili. I valori correnti degli elementi patrimoniali sono costituiti, laddove tali elementi patrimoniali siano effettivamente scambiati su un mercato efficiente che generi prezzi rappresentativi dei valori economici, dai loro valori di mercato; in assenza di mercati efficienti, si fa riferimento ai prezzi che dovrebbero essere sopportati oggi per dotare l'azienda dei fattori produttivi materiali e immateriali identici a quelli che ne caratterizzano l'attività (c.d. "costi di sostituzione" o "di riproduzione").

DOTT. PILOLO CARBONI

La dottrina e la prassi professionale hanno individuato anche metodologie di tipo misto, che pervengono alla determinazione del valore economico di un'impresa considerando sia la componente patrimoniale, che la capacità di generare reddito della medesima.

Nel paragrafo che segue si procede con la stima dell'attività imprenditoriale di proprietà del fallimento n. 825/2016 [REDACTED] nell'ottica del verificarsi delle ipotesi sottese alla predisposizione del *business plan* consegnato allo scrivente e sulla base della metodologia prescelta.



5. La stima del valore economico della [redacted] con applicazione del metodo reddituale complesso

La scelta della metodologia da impiegare ai fini della stima del valore economico di un'azienda dipende da diversi elementi, quali la finalità della valutazione, le caratteristiche del complesso aziendale oggetto di stima e la qualità e la quantità delle informazioni e dei dati disponibili.

Nel caso di specie, occorre ricordare che:

- la finalità del lavoro è quella di rendere un'indicazione sul possibile valore economico della [redacted], nell'ottica della successiva dismissione dello stesso nell'ambito di una procedura competitiva all'uopo organizzata dalla procedura fallimentare;
- l'attività d'impresa oggetto di cessione viene esercitata in virtù del c.d. "diritto di esercizio" della sede farmaceutica della P.O. del Comune di Roma n. 193, originariamente autorizzato con provvedimento del Medico Provinciale di Roma in data 21.02.1969, prot. n. 12/193/1727, e di apposita autorizzazione alla vendita di altre merci e/o prodotti parafarmaceutici di cui alla legge 426/1971 c.d. "Tabella XIV - farmacia";
- il complesso aziendale oggetto di valutazione, oltre che la già menzionata concessione e la richiamata autorizzazione, ricomprende tutti i rapporti giuridici che - a diverso titolo - afferiscono l'esercizio del medesimo;
- [redacted] ha reso allo scrivente un piano economico previsionale per l'orizzonte temporale 2017-2019, riferibile al perimetro del complesso aziendale oggetto di valutazione.

La finalità dell'incarico e l'esigenza di adottare un approccio valutativo coerente con il quadro informativo disponibile hanno condotto lo scrivente alla scelta di una metodologia di tipo reddituale.

Più in dettaglio, considerata la disponibilità di un *business plan* relativo al periodo 2017-2021, la valutazione sarà condotta mediante applicazione di un metodo reddituale complesso con stima del c.d. *terminal value*.

Il metodo prescelto tiene conto della capacità, sia attuale che prospettica, del ramo d'azienda di generare risultati economici e consente di contemperare, in misura ragionevolmente adeguata, i requisiti della "razionalità", della "generalità", della "obiettività" e della "stabilità", che dovrebbero qualificare, di norma, ogni processo valutativo realizzato da un perito indipendente.

In ogni caso, si precisa che:

- la valutazione sarà condotta prevedendo la cessione del complesso aziendale nello stato di fatto e di diritto in cui si trova alla data di redazione della presente valutazione, all'interno della procedura concorsuale cui è sottoposta [redacted] (e, pertanto, senza passaggio di alcuna passività pregressa). In coerenza con tale assunzione, si anticipa che:
 - l'applicazione della metodologia reddituale in versione *asset side* viene di fatto a coincidere con quella in versione *equity side*;
 - per l'effetto, il costo medio ponderato del capitale investito coincide con il tasso di congrua remunerazione del capitale di rischio;
- il metodo sarà applicato tenendo conto di flussi economici attesi e di tassi al lordo dell'imposizione fiscale. Tale scelta è determinata dal fatto che per espressa previsione di

legge, "la titolarità dell'esercizio della farmacia privata è riservata a persone fisiche, in conformità alle disposizioni vigenti, a società di persone (...)" (art. 7, co. 1, L. n. 362/1991), per cui la tassazione dei redditi aziendali avviene "per trasparenza" in capo ai soci. Ciò comporta che non è aprioristicamente possibile determinare il prelievo fiscale connesso all'esercizio dell'attività di cui al compendio aziendale oggetto di valutazione, a meno di introdurre nel modello di stima componenti e/o parametri caratterizzati da un'incomprimibile grado di soggettività.

* * *

Il metodo reddituale complesso con *terminal value* trova la sua espressione analitica nella formula che segue:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+i)^t} + \frac{TV}{(1+i)^{n+1}}$$

dove:

- W valore economico del complesso aziendale
- R_t reddito normalizzato al tempo t
- TV *terminal value* = Rn (1+g) / (i - g)
- i saggio di attualizzazione (costo del capitale proprio)
- g tasso di crescita

Il metodo reddituale complesso perviene alla determinazione del valore dell'azienda oggetto di stima quale sommatoria di due componenti: il valore attuale dei redditi normali puntuali, determinati cioè anno per anno, attesi in un orizzonte temporale di previsione esplicita, e il c.d. "*terminal value*", ossia il valore dell'impresa oltre l'orizzonte temporale di previsione esplicita.

L'applicazione del metodo reddituale complesso si articola nelle seguenti fasi:

- a) definizione dell'orizzonte di previsione esplicita;
- b) stima dei flussi reddituali netti attesi da attualizzare;
- c) determinazione del tasso di sconto da utilizzare come saggio di attualizzazione;
- d) stima del *terminal value*;
- e) calcolo del valore corrente teorico del ramo d'azienda oggetto di valutazione.

Di seguito si procede con lo sviluppo delle singole fasi dianzi indicate, precisando che la stima viene effettuata con riferimento alla data del 31.12.2016 e sulla base delle proiezioni economico-finanziarie riportate nel *business plan* 2017-2021 reso dal Dott. Francesco Lavergata.

5.1 Periodo di proiezione esplicita

La determinazione del valore economico dell'impresa presuppone una durata illimitata della vita utile aziendale, atteso che l'impresa viene intesa quale operatore economico atto a perdurare nel tempo grazie alle sue capacità di rinnovamento e di adattamento.

L'impossibilità di addivenire a una stima accurata e puntuale di tutti i flussi che l'impresa sarà in grado di generare nel corso della sua vita, impone – in un'ottica di semplificazione – la

necessità di suddividere l'orizzonte temporale di durata della stessa in due sottoperiodi: il primo di previsione c.d. "esplicita", il secondo di previsione c.d. "implicita".

L'arco di tempo da utilizzare ai fini delle proiezioni esplicite dei flussi finanziati dovrebbe essere definito in modo tale che, al termine di tale periodo, l'attività svolta dall'azienda abbia raggiunto uno stato di equilibrio. Infatti, le metodologie di stima del valore residuo si basano di norma sulle seguenti ipotesi principali:

- l'attività svolta produce margini costanti, mantiene un tasso di rotazione del capitale investito costante e, pertanto, genera un tasso di rendimento sul capitale investito costante;
- viene reinvestita nell'attività operativa la stessa proporzione dei flussi lordi generati annualmente;
- l'attività svolta produce un tasso di rendimento costante su tutti i nuovi investimenti.

D'altro canto, l'estendersi del periodo di proiezione esplicita a un arco di tempo eccessivamente lungo comporta problemi di stima delle grandezze economico patrimoniali, dovuti alla difficoltà di prevedere con ragionevole certezza, o comunque secondo criteri fondati e ripercorribili, eventi e condizioni che si realizzeranno in un futuro non prossimo.

Sulla scorta di quanto precede, il numero di anni "n" utilizzato ai fini della proiezione esplicita dei flussi è stato posto pari a **5 anni**, dal 1° gennaio 2017 al termine dell'esercizio 2021; ciò in coerenza con la dottrina prevalente e con il *set* di informazioni disponibili.

5.2 La stima dei flussi reddituali netti attesi da attualizzare

La stima dei flussi reddituali attesi per il periodo di previsione esplicita (2017 – 2021) è stata effettuata sulla scorta del piano industriale afferente la gestione in esercizio provvisorio e di quello consegnato allo scrivente dal **[REDACTED]** a.

Descrizione	E.P. 1H2017	2H2017	2017	2018	2019	2020	2021
Vendite libere				567.000	756.000	771.120	771.120
Vendite libere farmaci	285.000	285.000	570.000				
Ticket + Quote				378.000	504.000	514.080	514.080
Vendite SSN							
Ricavi Caratteristici	285.000	285.000	570.000	945.000	1.260.000	1.285.200	1.285.200
Altri Ricavi				0	0	0	0
Totale Ricavi	285.000	285.000	570.000	945.000	1.260.000	1.285.200	1.285.200
Acquisto di Beni	(174.750)	(285.250)	(460.000)	(633.150)	(844.200)	(861.084)	(861.084)
Margine Lordo	110.250	(250)	110.000	311.850	415.800	424.116	424.116
Prestazioni di servizi	(13.508)	(9.062)	(22.570)	(18.124)	(18.124)	(18.124)	(18.124)
Godimento beni di terzi	(31.410)	(31.410)	(62.820)	(74.820)	(74.820)	(74.820)	(74.820)
Onceri diversi di gestione	(1.500)	(11.435)	(12.935)	(22.869)	(22.869)	(22.869)	(22.869)
Valore Aggiunto	63.832	(52.157)	11.676	196.037	299.987	308.303	308.303
Costi del Personale	(59.912)	(100.800)	(160.712)	(201.600)	(201.600)	(201.600)	(201.600)
EBITDA	3.920	(152.957)	(149.037)	(5.563)	98.387	106.703	106.703

Nel caso oggetto di analisi, caratterizzato dalla disponibilità di dati previsionali a livello operativo, la metodologia prescelta viene applicata nella sua versione *asset side* (o *unlevered*). Si tenga tuttavia presente che, data l'ipotesi già in precedenza esposta di totale assenza di indebitamento riferibile al complesso aziendale, di fatto la citata versione *unlevered* viene a coincidere con quella *levered* (o *equity side*).

5.3 La determinazione del tasso di sconto

Il tasso di attualizzazione utilizzato è pari alla misura del tasso di congrua remunerazione del capitale investito, il c.d. *Wacc* (*weighted average cost of capital*), al lordo delle imposte e al netto dell'inflazione, in coerenza con le caratteristiche dei flussi economici considerati (assumendo, pertanto, che i flussi reddituali siano monetariamente omogenei).

Va precisato, al riguardo, che – tenuto conto dell'ipotesi di cessione del complesso aziendale in assenza di indebitamento – il costo medio ponderato del capitale coincide con il tasso di congrua remunerazione del capitale di rischio.

Il tasso di sconto è stato pertanto stimato mediante l'approccio *build-up* del noto *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), che si fonda, in estrema sintesi, sulla formula seguente:

$$i = i_1 + i_2$$

dove:

- i è il tasso di congrua remunerazione del capitale di rischio;
- i_1 è il tasso *risk free*, che corrisponde al rendimento per il puro investimento di capitale;
- i_2 è il premio per il rischio, c.d. *risk premium*.

Il tasso di congrua remunerazione del capitale di rischio (i) è stato posto pari a 8,80 %, alla luce delle ipotesi di seguito meglio esplicitate:

- il saggio *risk free* (i_1), tasso di remunerazione per il puro investimento di capitale, è stato considerato in misura pari a 1,16%; misura coincidente con il rendimento di un paniere di Titoli di Stato con scadenza a medio - lungo termine (Fonte: *Rendistato 2016, Banca d'Italia*);
- il *risk premium* (i_2), considerato nella misura del 7,64%, è stato ottenuto moltiplicando il premio medio di mercato per il tasso di rischio-paese Italia, pari all'8,40% (Fonte: Damodaran, New York University), per un *beta factor* determinato tenendo conto del *beta unlevered* del settore "*Drugs (Pharmaceutical)*" (Fonte: Damodaran, New York University), pari a 0,91.

Alla luce delle ipotesi sopra specificate, il tasso di congrua remunerazione è calcolato come segue:

$$i = i_1 + i_2 = 1,16\% + 7,64\% = 8,80\%$$

Descrizione		Notes
Risk free rate	1,16%	Rendistato 2016, Banca d'Italia
Market premium (m - rf)	8,40%	Damodaran, 5 gennaio 2017_ ctyyprem
Unlevered Beta	0,91	Damodaran, 5 gennaio 2017_ totalbetaEurope
Cost of Equity (Ke)	8,80%	

Si ribadisce che trattasi di un tasso lordo di imposte e netto di inflazione, in quanto funzionale all'attualizzazione di redditi al lordo di imposte e netti di inflazione.

5.4 Determinazione del Terminal Value

Ai fini della stima del valore residuo, diversi approcci alternativi sono proposti dalla dottrina e dalla prassi professionale prevalente. In particolare, il valore residuo *terminal value* può essere stimato come:

CF

- valore di realizzo del patrimonio netto alla fine del periodo di previsione esplicita;
- valore corrispondente alla capitalizzazione illimitata dell'utile netto;
- valore derivante dall'impiego di moltiplicatori empirici del tipo *Price/Earning* o *Price/Net book value*;
- valore corrispondente alla capitalizzazione del reddito medio prospettico normalizzato.

Ai fini del presente lavoro, il *terminal value* è stato determinato mediante applicazione dell'ultima alternativa individuata.

In dettaglio, per la valorizzazione del *terminal value* si è fatto riferimento:

- a un reddito medio prospettico normalizzato quantificato in misura pari alla media dei redditi attesi per gli anni dal 2018 al 2021; si è ritenuto di escludere l'anno 2017 in quanto:
 - interessato, per il primo semestre, dalla gestione dell'attività d'impresa in esercizio provvisorio;
 - caratterizzato da investimenti che si ritiene di non dover sostenere nuovamente "a regime";
- a un costo del capitale proprio determinato in coerenza con le assunzioni in precedenza esposte;
- a un tasso di crescita (g) ipotizzato prudenzialmente pari a zero. Si ricorda, al riguardo, che – secondo quanto suggerito da autorevole dottrina (L. Guatti, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, EGEA, 2005) – il tasso di crescita (g) sarebbe eventualmente da considerare in misura pari alla crescita che l'impresa potrebbe sostenere a tempo indefinito (anche in considerazione dello stato di maturità del settore), e che – in ogni caso – su orizzonti temporali estremamente estesi non è ipotizzabile sostenere una crescita eccedente quella dell'economia nel suo complesso.

La tabella che segue riassume i parametri impiegati nella stima del *terminal value*.

Descrizione "variabile" (importi in migliaia di euro)	31 dic.2016
Costo del capitale proprio (K_e)	8,80%
g rate	0,00%
Reddito medio prospettico normalizzato	76.558
Periodo esplicito	5 anni
Terminal Value	570.506

5.5 Calcolo del valore corrente teorico con il metodo reddituale "levered" con TV

Il prospetto seguente riassume i passaggi conclusivi della metodologia di valutazione adottata.

<i>Euro '000</i>	<i>R₂₀₁₇</i>	<i>R₂₀₁₈</i>	<i>R₂₀₁₉</i>	<i>R₂₀₂₀</i>	<i>R₂₀₂₁</i>
Flussi reddituali (omogenei e netti d'imposta)	(149.037)	(5.563)	98.387	106.703	106.703
Fattore di Sconto	0,91	0,84	0,76	0,70	0,64
Flussi attualizzati (al 31 dicembre 2016)	(136.982)	(4.699)	76.393	76.339	69.973
Flussi attualizzati cumulati (al 31 dicembre 2016)	(136.982)	(141.681)	(65.288)	11.051	81.024
TV (al 31 dicembre 2019)					869.972
TV attualizzato (al 31 dicembre 2016)	570.506				
Valore economico dell'azienda (al 31 dicembre 2016)	651.530				

Il percorso metodologico seguito conduce a una possibile stima del valore economico dell'azienda al 31 dicembre 2016 pari a 651 migliaia di euro, che è possibile arrotondare a 650 migliaia di euro.

5.6 L'analisi di sensitivity

Nell'ambito delle attività condotte ai fini del rilascio del presente giudizio di valore, lo scrivente ha altresì ritenuto opportuno simulare differenti possibili scenari con riguardo al saggio di attualizzazione e al tasso di crescita impiegati nella valutazione, coerentemente con una prassi ormai consolidata.

Nella tabella che segue viene riportata l'evoluzione del valore economico del complesso aziendale in corrispondenza di variazioni in aumento e in diminuzione dei due parametri indicati.

		Kc				
		7,80%	8,30%	8,80%	9,30%	9,80%
g	0,0%	762.071	703.436	651.530	605.266	563.784
	0,5%	811.842	746.408	688.922	638.031	592.673
	1,0%	868.932	795.265	731.108	674.743	624.844
	1,5%	935.084	851.308	779.073	716.162	660.892
	2,0%	1.012.642	916.246	834.092	763.255	701.561

5.7 La verifica del valore tramite il metodo dei multipli

In una logica tesa al controllo e alla conferma dei risultati cui si è pervenuti, lo scrivente ha altresì condotto una ulteriore valutazione adottando un approccio metodologico di tipo diretto, basato sul moltiplicatore P/S (*price/sales*); approccio che, in coerenza con la prevalente dottrina di settore, viene di sovente utilizzato nella valutazione delle farmacie.

Ai fini dell'applicazione della metodologia in commento, che – come noto – eguaglia il valore del capitale economico al prodotto tra un moltiplicatore di mercato e una grandezza espressiva del valore economico del capitale d'impresa, è stato acquisito il moltiplicatore del

settore "Vendita al dettaglio di prodotti farmaceutici"¹⁵, determinato con riferimento a società comparabili.

In particolare, è risultato che il valore assunto dell'indicatore P/S per il periodo 2010-2015 è pari a 0,5.

Applicando il citato multiplo al compendio aziendale oggetto di stima tenendo conto dei volumi di fatturato dell'esercizio 2019, dato reddituale espressivo di una situazione di operatività "a regime", si perviene all'individuazione di un valore del capitale economico pari a 630 migliaia di euro.

$$W = P/S_c \times S = 0,5 \times 1.260.000 = 630.000$$

La metodologia di controllo prescelta consente, in sostanza, di confermare i valori ai quali si è pervenuti con l'applicazione della metodologia principale, ossia quella reddituale.

F

¹⁵ In particolare, si precisa che per la stima dei multipli di settore si è fatto riferimento a "Moltiplicatori per le valutazioni aziendali - Valori medi di 134 settori produttivi", Salvadio & Partners, 2016.

6. Considerazioni conclusioni

La presente relazione si pone l'obiettivo di rendere un'indicazione circa il possibile valore economico dell'attività d'impresa [REDACTED].

Il lavoro svolto non rappresenta una revisione o una *due diligence* della contabilità del compendio aziendale oggetto di valutazione, che – come più volte detto nel corso dell'elaborato – si fonda esclusivamente sui documenti e sulle informazioni rese disponibili dalla Società.

Lo scrivente, pur avendo svolto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, non risponde della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività dei documenti, dati e informazioni messi a disposizione. Si precisa, inoltre, che lo scrivente non ha sottoposto ad alcun vaglio di attendibilità la documentazione consegnata, né ha svolto alcuna attività di *audit* sui dati contabili ed extra contabili forniti.

Tenuto conto del contesto nel quale il complesso aziendale si colloca e della situazione economica, patrimoniale e finanziaria dello stesso, lo scrivente ha proceduto a stimare il valore del capitale economico del complesso aziendale con un metodo reddituale complesso con *terminal value*, impiegando, in dettaglio, i dati prospettici contenuti nel piano 2017-2021 reso disponibile dal titolare della ditta individuale.

Seguendo l'approccio anzidetto, lo scrivente è addivenuto, con le avvertenze e le limitazioni di cui in narrativa, a un valore di stima del capitale economico del ramo pari a circa 650 migliaia di euro.

Tale valore, si precisa:

1. va considerato quale valore teorico di riferimento da non confondersi con il possibile prezzo di cessione/acquisizione della Società; prezzo che potrà essere determinato sulla base di ulteriori considerazioni e di altri elementi contingenti e soggettivi;
2. se e in quanto verificato su dati di natura previsionale, dipende dall'effettivo verificarsi delle ipotesi e delle assunzioni utilizzate per la redazione dei piani futuri.

È appena il caso di precisare che la principale componente di valore del complesso aziendale oggetto di stima è ragionevolmente riferibile al titolo autorizzativo alla vendita di farmaci e altre merci e/o prodotti parafarmaceutici (di cui alla legge 426/1971 c.d. "Tabella XIV – farmacia"), che – come è noto – può trasferirsi entro un determinato territorio. Ne consegue che la licenza di farmacia potrebbe, in effetti, essere utilizzata per l'esercizio dell'attività in un diverso punto vendita, eventualmente più ampio, con possibilità di dotarsi di un *mix* di prodotti più articolato e di gradimento di una clientela più ampia, soprattutto con riferimento ai c.d. "prodotti da banco", notoriamente caratterizzati da margini di profitto più elevati.

Tale componente di valore, tuttavia, risulta di difficile enucleazione, attesa la componente soggettiva che inevitabilmente incorpora; a ben vedere, si tratta di una componente di negoziazione riferibile più all'economia e alle prospettive di un potenziale acquirente, che al complesso aziendale in sé.

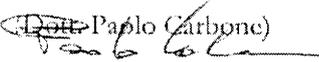
In ogni caso, pur se tale componente di valore non trova espressione nei flussi economici attesi presi in esame nel corso del presente elaborato, può di certo trovare adeguata

DOCT PAOLO CARBONE

espressione nell'ambito del contesto competitivo per effetto del quale il complesso aziendale verrà esitato.

Grato per la fiducia accordata, si rimane a disposizione per qualsiasi chiarimento si rendesse necessario.

Roma, li 17 marzo 2017

~~(Dott. Paolo Carbone)~~


All. c.s.

La presente relazione si compone di n. 22 pagine oltre copertina.