

TRIBUNALE DI TORRE ANNUNZIATA
SEZIONE FALLIMENTARE
FALLIMENTO 52/2016

Farmacia Principe di Savoia della Dott.ssa] & C. S.a.s

GIUDICE DELEGATO DOTT. _____

PERIZIA DI STIMA

Oggetto: Deposito Relazione di consulenza avente ad oggetto la valutazione dell'azienda fallita e stima canone di affitto

1) DESCRIZIONE E FINALITA' DELL'INCARICO

Il Sig. Giudice del Tribunale di Torre Annunziata Sezione Fallimentare dott. _____, con provvedimento del 29.12.2016 nominava il sottoscritto dott. _____, nato a _____, con studio in _____ iscritto all'albo dei dottori commercialisti di Napoli al n. 2242 indirizzo pec _____ quale consulente tecnico di ufficio ex art.61 c.p.c. di tipo contabile nella procedura concorsuale iscritta al numero 52/2016 i cui curatori nominati sono il dr _____ e il dr _____

Il Giudice Delegato conferiva al c.t.u. l'incarico per la *stima del valore più probabile della vendita delle due sedi farmaceutiche di cui la fallita è titolare, nonché per la stima del loro canone di affitto*. La nomina era comunicata a mezzo PEC dal curatore al sottoscritto in data 29-12-2016.

2) PREMESSA LEGISLATIVA

In via preliminare si descrivono in breve alcuni aspetti normativi di settore .

La gestione delle farmacie, secondo la legislazione italiana, è soggetta ad un regime particolare, essendo esse da un lato manifestazione di imprenditoria privata ma, nello stesso tempo, da un altro lato, sottoposte al regime pubblicistico di concessione amministrativa ed ai vincoli della legislazione professionale, a tutela dell'interesse pubblico, e della corretta somministrazione di sostanze di per sé pericolose ove assunte indiscriminatamente. Pertanto, ai sensi degli articoli 11 e seguenti della legge 2/4/68 n. 475, la farmacia può essere posseduta, e gestita personalmente sotto la sua diretta responsabilità, solo da un farmacista iscritto al relativo albo professionale e che sia risultato idoneo in base a pubblico concorso o abbia espletato un biennio di pratica professionale. La gestione può avvenire anche tramite una società di persone, purché tutti i soci possiedano i medesimi requisiti e la direzione sia affidata ad uno di essi. Nel contempo l'autorizzazione ad aprire una farmacia, sempre a tutela della pubblica salute e della capillare distribuzione dei farmaci, è

rigidamente regolamentata tramite la definizione di una pianta organica in rapporto alla popolazione residente in ogni singolo Comune. Tale autorizzazione è cedibile ad altro farmacista o società aventi i requisiti sopra citati, per cui è evidente che la stessa potrebbe godere di un notevole valore commerciale, legato al diritto di privativa su una determinata area geografica con relativa popolazione ivi residente. Tali disposizioni vanno integrate con le modifiche apportate dal decreto Liberalizzazioni 1/2012, cosiddetto “Cresci – Italia”, convertito in legge e pubblicato sulla Gazzetta ufficiale il 24/03/2012. L'articolo che ci riguarda è l'articolo 11, quello sulle farmacie. Tale articolo ha interessato “**l’abbassamento del quorum**” e, precisamente, i commi 2 e 3 dell’articolo 1 della L. 475/1968, modificati in modo che non vi sia più la dicitura “una farmacia ogni 5.000 abitanti nei comuni con popolazione fino a 12.500 abitanti e una farmacia ogni 4.000 abitanti negli altri comuni” bensì la dicitura “**una farmacia ogni 3.300 abitanti**”. Inoltre, con riferimento alla popolazione eccedente, mentre il comma 3 dell’art. L. 475/1968 prevedeva che non si doveva tener conto del “resto”, “se non almeno uguale al 50% nei comuni con popolazione inferiore ai 12.500 abitanti”, nella modifica apportata dalla nuova legge viene prevista l’apertura dell’ulteriore farmacia per la popolazione eccedente, in tutti i comuni, almeno uguale al 50% del parametro stesso. Vengono fatti salvi gli altri commi e quindi la competenza del “medico provinciale” (ora il Sindaco o le Regioni) per il rilascio dell’autorizzazione all’apertura delle farmacie, la distanza minima tra farmacie di 200 metri, la modalità di misurazione di detta distanza “per la via pedonale più breve tra soglia e soglia” che tanto contenzioso ha prodotto nel passato e continua a produrre. Inoltre si citano gli ultimi provvedimenti legislativi contenuti nel ddl Concorrenza:

1. Eliminazione del vincolo delle quattro licenze alla titolarità delle Farmacie
2. Apertura delle farmacie a soci di capitale

Le modifiche legislative sopra citate poiché non ancora approvate non influenzeranno la presente valutazione

3) BREVE DESCRIZIONE E STORIA DELLA FARMACIA IN ESAME

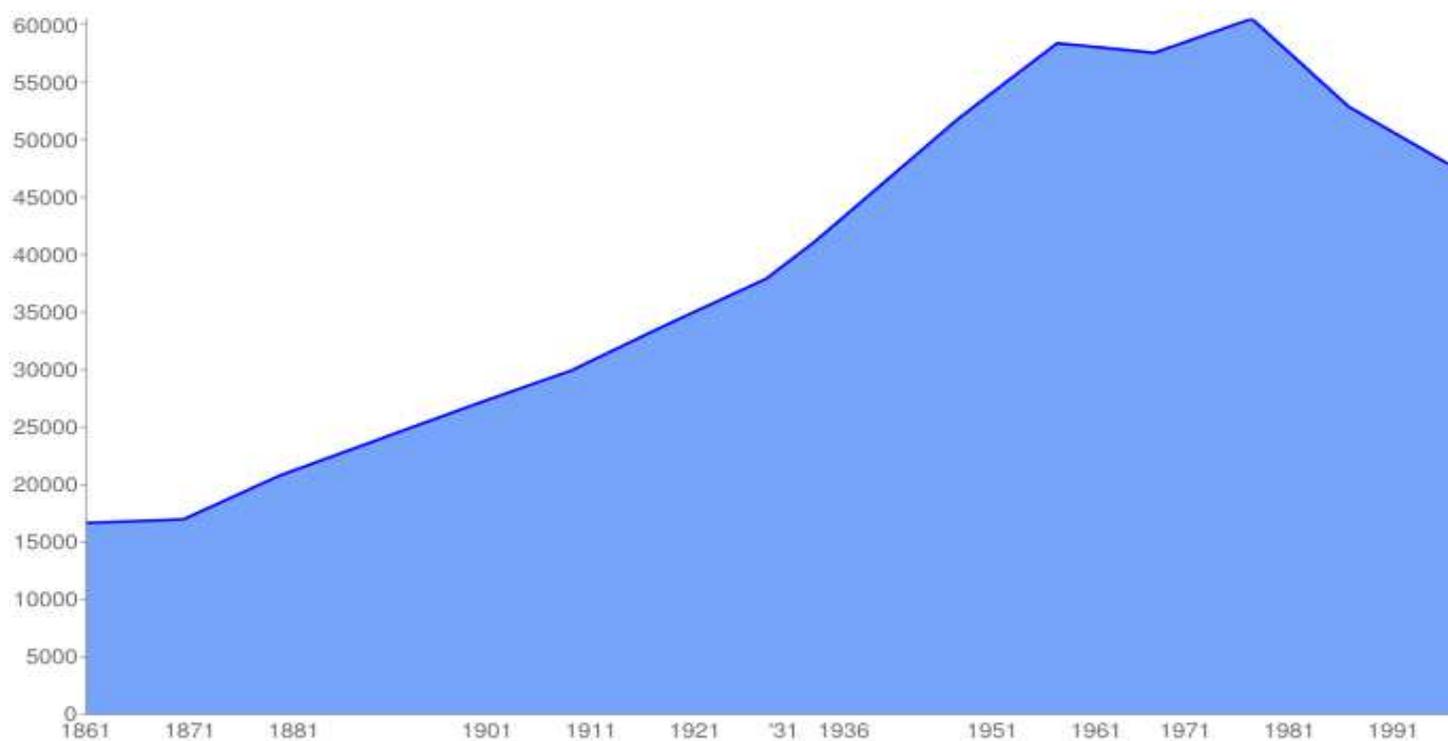
La Farmacia oggetto del presente elaborato è iscritta al Registro delle imprese di Napoli al n. REA NA - 942448 P. IVA 08235671214

Tale Farmacia ha sede legale in Torre Annunziata al Corso Umberto 46/52.

Giova rappresentare in via preliminare che la società oggetto di stima in data 3.12.2015 diveniva cessionaria di n. 2 aziende farmacie ubicate in sedi diverse che saranno come si dirà in seguito oggetto di separata analisi e la cui distinta valutazione sarà determinante per la stima complessiva della farmacia in esame. Esse sono denominate rispettivamente :

1. FARMACIA F & G LAVARONE DEL DOTT. [redacted] & C. S.A.S. acquisita mediante atto di cessione innanzi al Notaio Domenico Di Liegro Rep 2302 Racc 1590 Registrato all'Agenzia delle Entrate di Castellammare di Stabia il 9.12.2015 al n 10086/IT. con sede operativa al Corso Umberto I n. 217-219-221/A-B-C-D-E ;
 2. FARMACIA DEL CORSO DOTT. [redacted] S.A.S. acquisita mediante atto ¹di cessione innanzi al Notaio Domenico Di Liegro Rep 2305 Racc 1593 Registrato all'Agenzia delle Entrate di Castellammare di Stabia il 9.12.2015 al n 10091/IT. con sede operativa al Corso Umberto n.. 46/52;
- Entrambe le sedi farmaceutiche sono ubicate nel Comune di Torre Annunziata che conta 42.868¹ abitanti residenti alla data del 31 dicembre 2014 e come da Figura 1, mostra un andamento decrescente nell'ultimo decennio.

Figura : Popolazione residente al 31/12/2014



La società oggetto di stima è stata autorizzata all'esercizio dell'attività tramite il Decreto Regione Campania n. 342 del 23-12-2015 con il quale si autorizza il trasferimento della titolarità e la gestione della 3° sede farmaceutica del Comune di Torre Annunziata (NA) con annessa sede commerciale in Corso Umberto n. 46/52, dalla società Farmacia del Corso dott.

¹ Fonte : <http://www.comuni-italiani.it/061/019/statistiche/>

s.a.s. alla fallita, parimenti con Decreto Presidente Regione Campania n. 351 del 23-12-2015 si autorizza il trasferimento della titolarità e la gestione della 1° sede farmaceutica del Comune di Torre Annunziata (NA) con annessa sede commerciale in Corso Umberto I n. 217-219-221-221/A-221/B-221/C-221/D-221/E e angolo Via Fusco nn.2 e 2/a, dalla società Farmacia F& G Lavarone del dott. & c. s.a.s. alla fallita.

4) DOCUMENTAZIONE ESAMINATA

Per poter espletare l'incarico ricevuto sono stati reperiti e consultati i seguenti documenti e siti internet:

1. Bilancio **Fallimentare** al 17-11-2016 corredato da Stato Patrimoniale e Conto Economico ;
2. Bilancio Cedente **Farmacia F&G Lavarone** del dott. & c. s.a.s al 31/12/2015;
3. Bilancio Cedente **Farmacia F&G Lavarone** del dott. & c. s.a.s al 31/12/2014;
4. Bilancio Cedente **Farmacia F&G Lavarone** del dott. & c. s.a.s al 31/12/2013;
5. Distinte contabili riepilogative e corrispettivi **Farmacia F&G Lavarone** del dott. & c. s.a.s. 2012-2013-2014-2015;
6. Modello Unico 2010 cedente **Farmacia del Corso** dott. & c. s.a.s;
7. Modello Unico 2011 cedente **Farmacia del Corso** dott. & c. s.a.s;
8. Modello Unico 2012 cedente **Farmacia del Corso** dott. & c. s.a.s;
9. Modello Unico 2013 cedente **Farmacia del Corso** dott. & c. s.a.s;
10. Distinte contabili riepilogative e corrispettivi **Farmacia del Corso** dott. & c. s.a.s 2012-2013-2014-2015;
11. Copia **atto di cessione** del 3.12.2015 e allegata situazione patrimoniale al 30-11-2015;
12. Copia **atto di cessione** del 3.12.2015 e allegata situazione patrimoniale al 30-11-2015;
13. **Contratto di locazione** del 16.12.2010 immobile sito in Torre annunziata Corso Umberto n. 221/4-221/B-221/C e Via Pasquale Fusco n.2 e successiva rettifica
14. **Contratto di locazione** del 7.10.2010 immobile sito in Torre annunziata Corso Umberto n. 221/D
15. Visura storica effettuata presso il Registro delle Imprese
16. Testo *“Nuovo Trattato sulla valutazione delle Aziende”* Ediz Egea– L.Guatri – M. Bini

17. <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/> Sito web professor Aswath Damodaran (Stern School of Business at New York University);
18. <http://www.bancaditalia.it/> ;
19. www.ilsole24ore.com
20. www.oecd.org
21. www.federfarmacampania.it
22. <http://www.ssrn.com/en/>

5) METODOLOGIE DI VALUTAZIONE

PREMESSA

La dottrina economico-aziendalistica propone diversi metodi per la valutazione di un'azienda, ognuno dei quali presenta punti di forza e debolezza, per cui essi vanno prudentemente utilizzati in modo tale da tenere conto del tipo di attività e della finalità della valutazione.

In tema di valutazione d'azienda la dottrina ha elaborato diversi metodi applicabili quali:

- metodi patrimoniali
- metodi reddituali
- metodi misti
- metodi finanziari

Nei paragrafi che seguono è presente la descrizione dei metodi scelti poiché maggiormente utilizzati nel settore Farmacie e sicuramente più adatti alle PMI e pertanto si ritengono più adatti alla valutazione delle sedi farmaceutiche oggetto di stima.

5.1) Il metodo patrimoniale misto con stima autonoma del goodwill

Tale metodo è stato considerato per decenni un tipico prodotto della cultura europea in tema di valutazione di aziende e nasce in risposta alle critiche alla visione parziale dell'azienda rivolte ai metodi patrimoniali ed ai metodi reddituali.

La prassi professionale ha quindi sviluppato **metodi di valutazione misti** con l'obiettivo di riflettere più fedelmente le diverse caratteristiche aziendali.

Anzitutto, partiamo dalla formula classica del metodo misto patrimoniale – reddituale con stima autonoma dell'avviamento che prevede l'attualizzazione limitata del sovrareddito medio e si esprime nel modo seguente:

$$W = \text{PNr} + (\text{R} - \text{Ke} * \text{PNr}) * \frac{1}{i}$$

W = valore di stima dell'azienda

PNr = patrimonio netto rettificato

R = reddito medio normale atteso per il futuro

i = tasso di attualizzazione del profitto o del c.d. *sovrareddito*

K_e = tasso di interesse considerato normale rispetto al tipo di investimento che viene considerato

n = durata che esprime la ripetitività del profitto.

L'avviamento è sempre stato di difficile definizione ma in termini molto sintetici è possibile comunque ricondurlo ad una serie di fattori e condizioni immateriali interne ed esterne (quali *know – how*, tecnologia, organizzazione, ubicazione, clientela) che condizionano la capacità dell'azienda di produrre in modo economico e di generare di conseguenza profitti.

In generale i fattori di avviamento si distinguono in:

- fattori oggettivi, pertinenti all'azienda e quindi trasferibili con essa;
- fattori soggettivi, legati al soggetto economico e quindi non trasferibili.

L'avviamento non ha autonomia economica non potendosi immaginarlo Separato dall'azienda e conseguentemente non è oggetto di separato scambio, essendo un “bene” intrinseco all'azienda può essere ceduto unicamente con essa.

L'avviamento è il risultato della differenza tra: il reddito normalmente atteso dall'azienda e il reddito del settore in cui essa opera. La differenza può assumere sia segno positivo che segno negativo, nel primo caso si ha un sovrareddito rispetto al reddito normale del settore, nel secondo caso si è in presenza di una carenza di reddito. Nel caso di sovrareddito si avrà un avviamento positivo (goodwill) mentre nel secondo caso si avrà un avviamento negativo (badwill).

L'espressione:

$$(R - K_e * P_{Nr}) * a n \gamma i$$

indica quindi la capacità dell'azienda di generare un reddito maggiore (goodwill) o minore (badwill) rispetto al reddito normale che si ottiene investendo un capitale (P_{Nr}) uguale a quello impiegato nell'azienda, utilizzando un tasso di rendimento normale (K_e) relativo al sub-settore in cui l'azienda opera.

Ora, ai fini di una maggior chiarezza, le singole variabili del metodo patrimoniale misto con stima autonoma dell'avviamento vengono di seguito commentati.

P_{Nr}

Il valore di P_{Nr} viene inteso come l'ammontare delle risorse da investire per poter disporre di un analogo complesso di condizioni produttive patrimoniali, nello stato e nel luogo in cui si trovano al momento della valutazione, esso quindi è espresso tramite i valori correnti di ricostruzione. In altre parole rappresenta il

risultato della stima patrimoniale ottenuta considerando solo le componenti materiali e quindi utilizzando per la valutazione il metodo patrimoniale semplice; nel caso in cui vengano compresi nella stima i beni immateriali non contabilizzati la base valutativa troverà fondamento nel metodo patrimoniale complesso.

R.

Per la determinazione del valore di R si fa riferimento al concetto di reddito medio atteso per il futuro come meglio descritto in seguito.

n.

La definizione della durata del profitto viene di per sé già individuata nelle premesse della metodologia stessa la quale fa riferimento al sovrareddito, cioè ad una redditività superiore alla norma che per forza di cose non potrà avere una durata illimitata ma al contrario si esaurirà in un “breve” arco temporale. Tale atteggiamento conservativo è da ricondurre alla diffidenza mostrata in passato per le previsioni reddituali che tendevano a sottostimare il goodwill attribuendo a **n** un valore variabile da 3 a 5 anni. Con il passare del tempo la componente patrimoniale del metodo qui esaminato ha perso il suo carattere preminente per lasciare maggior spazio a valutazioni tendenti ad attribuire rilevanza alla componente reddituale. Così, nel caso di realtà caratterizzate da stabile ed elevata redditività, i valori di **n** possono raggiungere anche i 10 anni.

Ke e i

Il tasso di interesse normale Ke viene applicato al capitale netto rettificato PNr ed esprime il rendimento giudicato soddisfacente in considerazione del grado di rischio fronteggiato dall'azienda.

Il tasso di attualizzazione del profitto i (sovrareddito) misura il rischio che il sovrareddito possa non ripetersi nel tempo viene determinato, nella prassi, con differenti impostazioni che vengono di seguito enunciate:

- Il tasso è pari al tasso di attualizzazione individuato per la singola impresa; impostazione in uso negli Stati Uniti;
- Il tasso è elevato perché deve scontare il rischio di cessazione del sovrareddito; questa impostazione è tipica dell'UEC (Unione Europea degli Esperti Contabili);
- Il tasso i' va inteso come il puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo, come tale non è correlato ai rischi specifici dell'impresa e di

conseguenza si collega a parametri finanziari senza rischio; è quindi particolarmente contenuto;

- o Il tasso è inteso come compenso finanziario per il trascorrere del tempo aumentato di una componente dovuta alla maggiorazione per l'investimento azionario²

La soluzione migliore è rappresentata dall'intersezione delle ultime due possibilità citate: la determinazione del tasso di attualizzazione del profitto dovrebbe essere data dalla somma del tasso di interesse per attività prive di rischio con durata pari ad n e il tasso espressivo del rischio correlato all'investimento, dedotto il tasso di inflazione.

Il metodo della stima autonoma dell'avviamento fa riferimento ad un tasso di attualizzazione del profitto (i) uguale al tasso di interesse normale applicato al capitale netto rettificato (K_e).

Il motivo dell'uguaglianza dei due tassi di interesse va ricercato nella necessità di garantire equità sia al cessionario che all'acquirente il quale verrebbe danneggiato dall'applicazione di un tasso normale applicato a K maggiore di quello utilizzato nell'attualizzazione del profitto.

5.2) Il metodo dei multipli di mercato

Nel corso degli ultimi anni si è assistito ad una grande diffusione dei metodi di valutazione basati sui multipli di mercato. Nella pratica si stanno diffondendo tali metodologie, in quanto criteri di facile applicazione. Essi sono basati sull'individuazione di un indice reddituale dell'azienda oggetto di valutazione (indicatori di performance, quali fatturato, margine operativo lordo, utile netto, ecc.) i quali vengono poi moltiplicati per un multiplo che viene estrapolato dall'osservazione del mercato e dei prezzi correlati ad aziende omogenee per tipo di attività e di mercato. Al valore così ottenuto viene poi sottratto l'indebitamento finanziario netto o sommata la posizione finanziaria netta attiva³.

I metodi dei multipli stanno assumendo grande rilievo, grazie al sempre maggiore utilizzo dei metodi di comparazione di mercato (*comparables*) definiti anche come metodi dei prezzi probabili. Consistono in valutazioni sintetiche, non analitiche, che non traggono spunto da indicatori di performance aziendale ma semplicemente da prezzi di negoziazione dedotti dalle osservazioni di mercato, per contrattazioni qualitativamente e quantitativamente omogenee, cioè paragonabili. Si

²(L. Guatri Trattato sulla valutazione delle aziende, Egea)

tratta di applicazioni la cui funzione in questo caso vuole essere di controllo della valutazioni desunta con il metodo “tradizionale”, ma che stanno tuttavia assumendo sempre più frequente utilizzo da parte di Merchant banking e banche di investimento, al punto da venire sovente impiegati come metodi di riferimento anche per realtà aziendali non necessariamente di grandi dimensioni.³

6.1) Il metodo PATRIMONIALE misto con stima autonoma del goodwill

Tale metodo formalizza la determinazione congiunta del patrimonio netto rettificato e rivalutato (K) e dell'avviamento, inteso come valore attuale del sovrareddito medio futuro (R- iK), secondo la seguente formula:

$$W = \text{PNr} + (\text{R} - \text{Ke} * \text{PNr}) * a \cdot n \cdot i \text{ dove:}$$

W = valore di stima dell'azienda

PNr = patrimonio netto rettificato

R = reddito medio normale atteso per il futuro

i = tasso di attualizzazione del profitto o del c.d. *sovrareddito*

Ke = tasso di interesse considerato normale rispetto al tipo di investimento che viene considerato

n = durata che esprime la ripetitività del profitto.

Sono stati analizzati i bilanci delle due sedi farmaceutiche confluite nella azienda oggetto del presente elaborato relativi alle annualità 2013-2014-2015.

Lo scrivente ritiene, ai fini di una più agevole formazione degli eventuali lotti di vendita, di separare le valutazioni dei due titoli farmacia confluiti nella società Principe di Savoia e pertanto di valutare separatamente i due valori sia del titolo farmacia sia delle immobilizzazioni che formano parte di essa, atteso anche il breve lasso di tempo intercorso dalle cessioni al fallimento.

Ai fini della presente valutazione si è ritenuto, inoltre, opportuno depurare la situazione patrimoniale dei due asset relativi all'anno 2015 dai *debiti commerciali e finanziari* gravanti sulle aziende, atteso che la cessione attraverso liquidazione fallimentare delle farmacie è proprio finalizzata al soddisfacimento della massa passiva attraverso la gestione e la liquidazione dell'attivo da parte dell'Ufficio Fallimentare.

³ <http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/posizione-finanziaria-netta.html>

Per gli stessi motivi sono state depurate le voci relative ai *crediti esistenti*, tutte le poste patrimoniali attive relative alla *liquidità immediata*, nonché le *perdite economiche pregresse*.

Infine, essendo le due sedi farmaceutiche condotte in gestione provvisoria da parte della curatela, il *magazzino* dovrà essere inventariato e quantificato all'atto di immissione in possesso al futuro ed eventuale acquirente.

Per quanto riguarda la Farmacia Del Corso sas, si da atto della presenza dell'immobile iscritto in bilancio, ma allo stato non è in proprietà della fallita, per cui tale circostanza non è stata considerata nella valutazione e sarà oggetto di ulteriore disamina degli organi fallimentari.

Pertanto, il patrimonio netto delle aziende ai fini della vendita fallimentare risulta essere il seguente (non sono state considerate le voci relative alle movimentazioni contabili in capo alla Farmacia Principe di Savoia sas in quanto di irrilevante valore 590,00 €):

1. Farmacia del Corso: patrimonio netto valore di € 212.448 pari alle immobilizzazioni materiali alla data del bilancio fallimentare del 17/11/2016
2. Farmacia F & G Lavarone: patrimonio netto valore di € 139.222 pari alle immobilizzazioni materiali alla data del bilancio fallimentare del 17/11/2016.

6.1.1) IL REDDITO MEDIO PROSPETTICO

Dal Conto Economico degli anni analizzati, risultano risultati economici negativi che non consentono un corretto calcolo del reddito medio prospettico partendo dai dati storici. Inoltre i fatturati delle due sedi farmaceutiche negli anni oggetto di analisi presentano valori sensibilmente decrescenti come rappresentato nella tabella sottostante

FARMACIA F & G LAVARONE	TOTALE ANNUO NETTO IVA
CORRISPETTIVI ANNO 2013	€ 1.150.945,14
DCRU ANNO 2013	€ 661.341,26
Totale	€ 1.812.286,41
CORRISPETTIVI ANNO 2014	€ 1.110.934,33
DCRU ANNO 2014	€ 653.419,21
Totale	€ 1.764.353,54
CORRISPETTIVI ANNO 2015	€ 862.331,09
DCRU ANNO 2015	€ 344.875,09
Totale	€ 1.207.206,18

FARMACIA DEL CORSO	TOTALE ANNUO NETTO IVA
CORRISPETTIVI ANNO 2013	€ 2.155.828,97
DCRU ANNO 2013	€ 1.356.025,15
Totale	€ 3.511.854,13
CORRISPETTIVI ANNO 2014	€ 1.845.024,70
DCRU ANNO 2014	€ 1.118.436,56
Totale	€ 2.963.461,26
CORRISPETTIVI ANNO 2015	€ 1.340.241,59
DCRU ANNO 2015	€ 715.104,67
Totale	€ 2.055.346,26

Si precisa che gli importi relativi alla voce *SCONTO SSN*, riportati nel bilancio fra gli oneri diversi di gestione, sono stati portati in diminuzione dei ricavi realizzati, al fine di fornire una misura più corretta del fatturato espresso dalla Farmacia. Pertanto, così come indicato dalla prassi professionale al fine di valutare il reddito medio prospettico occorre in un primo momento individuare i fattori determinanti le eventuali perdite, al fine di comprendere se esse sono legate a fenomeni di sistema, settoriali o aziendali ed in un secondo momento elaborare un piano di risanamento aziendale, sia esso di natura prettamente gestionale, che finanziario al fine di giungere ad una corretta valutazione del reddito medio prospettico in condizioni di normale svolgimento dell'attività Farmacia.

Dall'analisi dei dati del Conto Economico relativo al periodo considerato risultano alcuni elementi da tenere in considerazione ai fini di una corretta valutazione del reddito medio prospettico normalizzato:

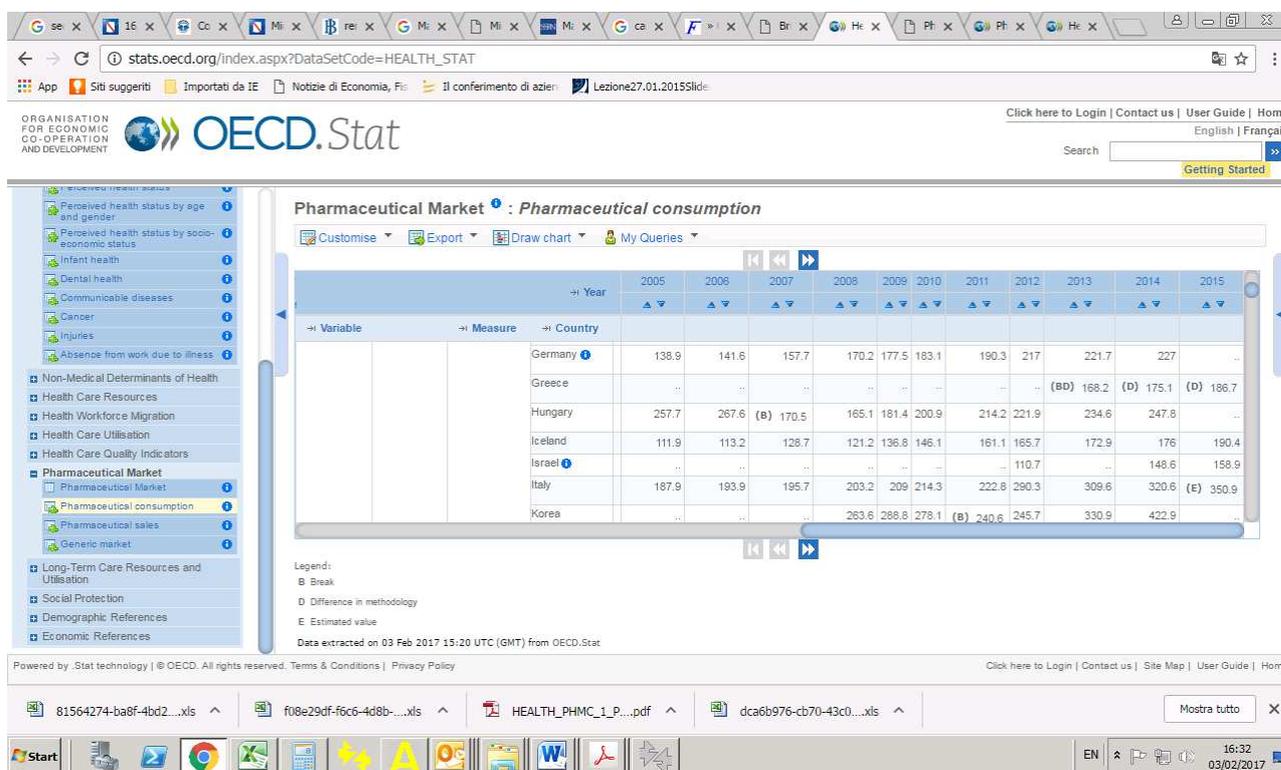
- **Fatturato:** l'anno 2016 non viene considerato in quanto non completo.

Per controllare il valore espresso nei bilanci 2013-2014-2015 si è provveduto a prendere in considerazione le seguenti variabili che determinano il fatturato realizzabile da una Farmacia:

- Popolazione residente nel Comune
- Numero Farmacie presenti ed eventualmente da aprire con concorsi pubblici
- Spesa farmaceutica pro capite (pubblica e privata)

Per quanto riguarda la popolazione residente risulta essere, come già detto nel paragrafo 3, di 42.868 abitanti. Il numero di Farmacie presenti nel Comune di Torre Annunziata è pari a 15 e non sono previste nuove aperture perché già in sovrannumero rispetto ai parametri stabiliti dal decreto Monti. Pertanto il numero di potenziali clienti per ogni Farmacia è pari a 2.858. Risulta evidente che la localizzazione centrale delle sedi farmaceutiche oggetto di analisi può permettere di realizzare un fatturato superiore alla media delle altre farmacie presenti nello stesso Comune.

Per quanto riguarda la spesa farmaceutica pro capite, da una ricerca dati anno 2015 sul sito dell'OECD (The Organisation for Economic Co-operation and Development) risulta essere pari a 350€ . Si riporta uno screenshot ma si rimanda al sito per tutte le informazioni che si vogliono ricavare.



4

Da tali dati si ricava un fatturato potenziale delle due sedi farmaceutiche oggetto della presente valutazione pari a 1.000.000, che è un valore non in linea con i fatturati indicati nei bilanci analizzati. Pertanto al fine di indicare un fatturato effettivamente realizzabile, depurandolo anche dalle politiche di marketing della precedente gestione, si ritiene di poter effettuare una media tra gli anni 2014-2015 ed il valore ottenuto con il parametro della popolazione e spesa media. Tenuto conto che nell'anno 2013 le sedi farmaceutiche non raggiungono la marginalità media del settore si ritiene di escludere tale annualità. Viene inoltre considerato negli anni successivi al 2017 un tasso di decrescita del fatturato pari al 1,5% nel 2018 e del 3% nel 2019 a causa del decrescente valore delle ricette⁴.

- **Margine sulle vendite:** tale valore viene assunto pari al 28% in considerazione del fatto che è il valore minimo di sconto applicato dai grossisti per gli acquisti dei farmaci rimborsabili dalla ASL e con prezzo imposto. Tale valore viene esteso anche

⁴ http://stats.oecd.org/index.aspx?DataSetCode=HEALTH_STAT

alle altre categorie merceologiche vendute in Farmacia (cosmetica, alimentare, infanzia) poiché è un margine attendibile e coerente anche con lo studio di settore WM04U elaborato dall'Amministrazione Finanziaria.

- **Variazione di rimanenze:** considerato che l'attività di Farmacia ha un fatturato piuttosto stabile viene considerata una variazione pari a zero.
- **Costi per servizi:** tali costi includono costi amministrativi, spese di pulizia, spese per utenze, spese telefoniche e cellulari, servizio di vigilanza, assicurazioni, pubblicità e viene assunto pari al 3% del fatturato in linea con la media del settore.
- **Costo per il godimento di beni di terzi:** viene preso come riferimento per la Farmacia del Corso il dato desunto dall'applicazione delle Tabelle OMI con riferimento al valore massimo a scopo prudenziale. Invece per la Farmacia Lavarone i contratti di locazione in essere.
- **Oneri finanziari:** l'importo degli oneri finanziari riflette la situazione di squilibrio finanziario delle Farmacie ed erodono gran parte dei possibili utili realizzabili in condizioni di equilibrio economico, finanziario e patrimoniale e saranno normalizzati.
- **Costo del personale:** in base alla propria esperienza nel settore ed ai dati presenti nello studio di settore elaborato dalla Amministrazione Finanziaria viene considerata 1 unità lavorativa per ogni 350 mila euro di fatturato espresso. Il costo medio di un Farmacista è pari a circa 42.000€ annui comprensivi di contributi ed oneri sociali.

Si è provveduto ad elaborare un conto economico riclassificato per entrambe le sedi tenendo presente quanto appena detto al fine di ottenere un reddito medio prospettico futuro attendibile ed in linea con quello di settore e di aziende similari.

TABELLA 10: CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO A VALORE AGGIUNTO FARMACIA DEL CORSO

Farmacia Del Corso			
CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO CRITERIO VALORE AGGIUNTO			
	2017	2018	2019
Ricavi	€ 2.000.000,00	€ 1.970.000,00	€ 1.910.900,00
Variazione rimanenze	€ -	€ -	€ -
Acquisti Merce	€ 1.440.000,00	€ 1.418.400,00	€ 1.375.848,00
Costo per servizi	€ 60.000,00	€ 59.100,00	€ 57.327,00
Costi per godimento beni terzi	€ 35.000,00	€ 35.000,00	€ 35.000,00
VALORE AGGIUNTO	€ 465.000,00	€ 457.500,00	€ 442.725,00
Costo del personale	€ 200.000,00	€ 200.000,00	€ 200.000,00
MARGINE OPERATIVO LORDO - EBITDA	€ 265.000,00	€ 257.500,00	€ 242.725,00
Ammortamenti e svalutazioni	€ 42.000,00	€ 42.000,00	€ 42.000,00
RISULTATO ANTE-IMPOSTE - EBIT	€ 223.000,00	€ 215.500,00	€ 200.725,00
Proventi finanziari	€ -	€ -	€ -
Oneri finanziari	€ 30.000,00	€ 30.000,00	€ 30.000,00
Proventi accessori	€ -	€ -	€ -
Costi accessori	€ 20.000,00	€ 20.000,00	€ 20.000,00
RISULTATO DI COMPETENZA	€ 173.000,00	€ 165.500,00	€ 150.725,00
Componenti straordinari	€ -	€ -	€ -
UTILE LORDO	€ 173.000,00	€ 165.500,00	€ 150.725,00

TABELLA 11: CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO A VALORE AGGIUNTO FARMACIA LAVARONE

Farmacia Lavarone			
CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO CRITERIO VALORE AGGIUNTO			
	2017	2018	2019
Ricavi	€ 1.350.000,00	€ 1.329.750,00	€ 1.289.857,50
Variazione rimanenze	€ -	€ -	€ -
Acquisti Merce	€ 972.000,00	€ 957.420,00	€ 928.697,40
Costo per servizi	€ 40.500,00	€ 39.892,50	€ 38.695,73
Costi per godimento beni terzi	€ 89.000,00	€ 89.000,00	€ 89.000,00
VALORE AGGIUNTO	€ 248.500,00	€ 243.437,50	€ 233.464,38
Costo del personale	€ 115.000,00	€ 115.000,00	€ 115.000,00
MARGINE OPERATIVO LORDO - EBITDA	€ 133.500,00	€ 128.437,50	€ 118.464,38
Ammortamenti e svalutazioni	€ 14.000,00	€ 14.000,00	€ 14.000,00
RISULTATO ANTE-IMPOSTE - EBIT	€ 119.500,00	€ 114.437,50	€ 104.464,38
Proventi finanziari	€ -	€ -	€ -
Oneri finanziari	€ 12.000,00	€ 12.000,00	€ 12.000,00
Proventi accessori	€ -	€ -	€ -
Costi accessori	€ 5.000,00	€ 5.000,00	€ 5.000,00
RISULTATO DI COMPETENZA	€ 102.500,00	€ 97.437,50	€ 87.464,38
Componenti straordinari	€ -	€ -	€ -
UTILE LORDO	€ 102.500,00	€ 97.437,50	€ 87.464,38

Il reddito medio prospettico basato sull'analisi dei dati riclassificati e normalizzati risulta essere pari :

- **Per la Farmacia del Corso ad € 163.075**
- **Per la Farmacia F & G Lavarone ad € 95.800**

6.1.2) IL TASSO DI CAPITALIZZAZIONE/ATTUALIZZAZIONE

La scelta del tasso di capitalizzazione costituisce elemento centrale nel procedimento di valutazione e costituisce il rendimento atteso del capitale in aziende aventi il medesimo profilo di rischio rispetto a quella oggetto di valutazione. Esso può essere idealmente suddiviso in due componenti: il tasso di remunerazione dei capitali in assenza di rischio (*risk free-rate*) e il tasso di remunerazione del rischio di impresa (*risk premium*).

Così se indichiamo con i il saggio unitario di capitalizzazione, con rf una costante rappresentata dal saggio di remunerazione degli investimenti senza rischio, con rp un indice quantitativo dell'intensità del rischio dell'impresa, si può scrivere la relazione generica:

$$i = rf + rp$$

Per quanto riguarda la quantificazione di rf individuamo quale investimento senza rischio quello in titoli di stato con scadenza compresa tra i 12 anni ed i 20 anni⁶. Dai dati presenti sul sito web della Banca d'Italia relativa al Rendistato risulta che il tasso di interesse delle collocazioni del 2016 è pari:

$$r_f = 2,44\%$$

Maggiore difficoltà si incontrano per stimare il tasso r_p , essendo in larga misura soggettiva la valutazione e l'equiparazione del rischio rispetto a differenti tipologie di investimenti.

In questa sede si utilizza il metodo del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM): attraverso questo metodo si calcola la componente r_p di un titolo azionario, cioè la remunerazione del rischio di un investimento in un titolo quotato su un mercato regolamentato. Se si considera il rischio azionario come equivalente al rischio di impresa, il valore ottenuto sarà la componente r_p del tasso di capitalizzazione.

La formula per il calcolo di r_p è:

$$r_p = \beta \cdot (R_m - R_f)$$

dove:

β = *coefficiente beta*

R_m = *rendimento generale del mercato azionario*

R_f = *risk free rate*

Il coefficiente β può assumere i seguenti valori:

$\beta = 1$ il rischio è assunto uguale a quello di mercato

$\beta > 1$ il rischio è maggiore a quello di mercato

$\beta < 1$ il rischio è inferiore a quello di mercato

Tale coefficiente è determinato da tre variabili:

1. **Settore di attività:** quanto più l'attività di impresa è sensibile alle condizioni di mercato tanto più elevato sarà il coefficiente
2. **Grado di leva operativa:** maggiore è la variabilità del risultato operativo più elevato sarà il coefficiente
3. **Grado di leva finanziaria:** anche in questo caso quanto più sarà elevato il livello della leva finanziaria tanto più lo sarà anche il coefficiente

Pertanto nel caso delle aziende farmacie si può osservare quanto segue:

1. Il settore delle farmacie è storicamente un settore anticiclico, e negli ultimi anni ha registrato una riduzione della redditività inferiore rispetto ad altri settori. Tale riduzione è dovuta principalmente sia alla riduzione del valore della ricetta che alla crescente concorrenza delle parafarmacie ma soprattutto dai corner della Grande Distribuzione con i recenti interventi legislativi volti alla liberalizzazione del mercato.

2. Il grado di leva operativa è sostanzialmente stabile, negli ultimi anni ha subito una riduzione ma, come detto prima, un margine del 28% consente, abbinato ad una corretta politica gestionale, di raggiungere risultati economici positivi
3. Il grado di leva finanziaria è stabile considerato che, l'EBIT è pari per la Farmacia del Corso al 10% mentre per la Farmacia Lavarone al 8% (incidenza canone di fitto) del fatturato e pertanto la leva finanziaria può essere utilizzata per aumentare la redditività dell'impresa fintanto che l'esposizione debitoria non sia superiore al fatturato espresso.

Quindi, fatte queste premesse, appare corretto utilizzare un β pari ad 1.

Per quanto riguarda invece il rendimento di mercato ($R_m - R_f$) esso è associato al risk premium del sistema-Paese. Per determinare il risk premium associato all'Italia relativo all'anno 2016 si fa riferimento a quanto risultante da uno studio di alcuni dei maggiori esperti, in ambito internazionale, in tema di valutazione d'azienda che si basa su 6.932 risposte fornite da professori universitari, analisti, società finanziarie e manager dal quale risulta un risk-premium pari al 5,50%⁷

Pertanto il calcolo del **tasso di capitalizzazione/attualizzazione** da utilizzare:

TASSO DI CAPITALIZ/ATTUALIZ		Variabili
i		Rf + Rp
	Tasso risk-free (RF)	2,44%
	Risk premium	$\beta * (R_M - R_F)$
CAPM	β	1
	Rendimento Mercato (RM)	5,50%
	Tasso i	7,94%

TABELLA 10: calcolo tasso di attualizzazione

Arco temporale di riferimento. Si è scelto di un orizzonte temporale illimitato considerando che nel settore delle Farmacie queste attività vengono tramandate di generazione in generazione come il caso specifico.⁵

⁵ 7) https://papers.ssrn.com/sol3/papers2.cfm?abstract_id=2776636&download=yes

Tabella 11: metodo patrimoniale misto FARMACIA DEL CORSO

METODO PATRIMONIALE MISTO	
$W = (R - K_e * P N_r)^* a n \neg i$	Variabili
$P N_r$	€ 21 2.448,00
R	€ 1 63.075,00
i	7,94%
n	illimitato
Avviamento = (R-Ki)ani	€ 2.053.841,31
W = Valore azienda	€ 2.266.289,31

metodo patrimoniale misto FARMACIA F & G LAVARONE

METODO PATRIMONIALE MISTO	
$W = (R - K_e * P N_r)^* a n \neg i$	Variabili
$P N_r$	€ 1 39.222,00
R	€ 95.800,00
i	7,94%
n	illimitato
Avviamento = (R-Ki)ani	€ 1.206.549,12
W = Valore azienda	€ 1.345.771,12

Applicando quindi le variabili come sopra determinate, si ottiene il seguente valore economico

Per la Farmacia del Corso è pari ad € 2.266.289

Per la Farmacia F & G Lavarone è pari ad € 1.345.771

6.2) METODO DEI MULTIPLI DI MERCATO

Tale metodo è stato molto utilizzato per la valutazione delle Farmacie italiane soprattutto nella versione dei multipli del fatturato. Nel recente passato non ha saputo però adeguarsi alla variazione delle condizioni di mercato e pertanto è stato oggetto di critiche relativamente al valore del multiplo utilizzato per il calcolo del valore dell'azienda molto spesso sopravvalutato e pari a 2-3 volte il fatturato.

Detto questo, abbiamo ritenuto comunque opportuno utilizzare il metodo dei multipli ma cambiando il parametro preso come riferimento ed utilizzando l'EBITDA che riflette in maniera più fedele la capacità reddituale dell'azienda ed in particolare del suo core-business. Per procedere alla determinazione del valore del multiplo da utilizzare abbiamo consultato il sito del professore Aswath Damodaran della Stern School of Business alla New York University che è ritenuto uno dei

maggiori esperti a livello mondiale di valutazione.⁸ In particolare, abbiamo ricercato il valore dei multipli applicati ad azienda europee operanti nello stesso settore o in settori affini per struttura di mercato e risultati ottenuti.

I risultati per un settore affine sono i seguenti:

	EV/EBITDA	EV/EBIT
Drugs (Pharmaceutical)	7,76	11,54

Successivamente si è proceduto al calcolo dell'indebitamento finanziario netto² (che segue la logica utilizzata per lo stato patrimoniale ai fini concordatari).

Dall'analisi delle voci dello Stato Patrimoniale ai fini liquidatori la posizione finanziaria netta risulta essere pari a zero.

Pertanto il calcolo del valore dell'azienda sarà considerato il valore medio dell'EBITDA ricavato dal conto economico riclassificato e normalizzato:

Tabella 12: metodo dei multipli (EBITDA) FARMACIA DEL CORSO

EBITDA	Moltiplicatore	Valore Azienda
€ 255.075	7,76	€ 1.979.382

Tabella 12: metodo dei multipli (EBITDA) FARMACIA LAVARONE

EBITDA	Moltiplicatore	Valore Azienda
€ 126.801	7,76	€ 983.973

Pertanto il valore dell'azienda calcolato secondo il metodo dei multipli è pari

Per la Farmacia del Corso ad € 1.979.382

Per la Farmacia F & G Lavarone ad € 983.973

6

⁶ a tale indirizzo nella sezione multipli possono essere re<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>periti i valori di interesse per tale metodo. La posizione finanziaria netta è data dalla differenza tra i debiti finanziari, indipendentemente dalla scadenza temporale, le attività finanziarie a breve e le disponibilità liquide. La posizione finanziaria netta può essere negativa, e in questo caso è spesso usato il sinonimo di indebitamento finanziario netto. Se, al contrario, è positiva vuol dire che l'azienda ha "cash" e viene indicata come "cassa netta". <http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/posizione-finanziaria-netta.html>

7) CONCLUSIONI CONTABILI VALUTAZIONE AZIENDA

Nella tabella che segue sono rappresentati i risultati ottenuti con l'applicazione dei DUE METODI DI VALUTAZIONE .

Tabella 13: Risultati metodi di valutazione

FARMACIA DEL CORSO		
Metodo	Avviamento	Azienda
Metodo patrimoniale misto	€ 2.053.841,31	€ 2.266.289,31
Metodo dei multipli	€ -	€ 1.979.382,00

FARMACIA LAVARONE		
Metodo	Avviamento	Azienda
Metodo patrimoniale misto	€ 1.206.549,12	€ 1.345.771,12
Metodo dei multipli	€ -	€ 983.972,85

Visti i risultati ottenuti dall'applicazione di tali metodi appare opportuno scegliere come maggiormente rappresentativo il valore ottenuto dal **metodo patrimoniale misto** tenendo presente che lo stesso incorpora anche il valore dei beni strumentali. Di conseguenza, in piena buona fede e sulla base dei documenti esaminati, si ritiene di poter **concludere che la valutazione economica delle singole sedi farmaceutiche in oggetto CON IL METODO PATRIMONIALE MISTO** , ammonti a:

1. **VALORE DELLA FARMACIA DEL CORSO € 2.266.000,00 (duemilioniduecentosessantasei)**
2. **VALORE DELLA FARMACIA LAVARONE € 1.346.000 (unmilliontrecentoquarantasei)**

Dalla sommatoria di entrambi i valori si determina il **valore complessivo della azienda FARMACIA PRINCIPE DI SAVOIA DI BORRELLI IVANA & C. SAS PER € 3.612.000,00 (Tremilioniseicentododici).**

Infine si fa presente che a questi risultati vanno aggiunti i valori del *magazzino*, atteso che le due sedi farmaceutiche sono condotte in gestione provvisoria dalla curatela e quindi esso sarà quantificato all'atto di immissione in possesso del futuro ed eventuale acquirente, e vanno considerati altresì beni di cui all'*inventario fallimentare* .

8) Risposta al quesito :

LA STIMA DEL CANONE DI AFFITTO DELLE SEDI FARMACEUTICHE

Premesso che il quesito giudiziale prevede di "*stimare il canone congruo di fitto dell'azienda*", che a parere dello scrivente l'esercizio della sede farmaceutica attraverso l'istituto del fitto d'azienda non è consentito dalla legge sanitaria num. 475/68, atteso che non si può separare la titolarità della Farmacia dalla gestione della stessa ma che nel contempo in campo fallimentare, vi è un precedente favorevole in materia concesso dalla Regione Campania con decreto n. 86 del 04-03-2016 per la vicenda riguardante Fallimento della Farmacia _____, questo consulente per dare risposta al quesito posto, ha elaborato gli eventuali canoni di locazione delle sedi oggetto di stima. La dottrina prevede diverse modalità per la stima del congruo canone di fitto d'azienda. Il tema dell'affitto d'azienda nell'ambito delle procedure concorsuali è stato, negli ultimi anni, oggetto di numerose trattazioni e approfondimenti dottrinali. In astratto, il problema andrebbe affrontato valutando, in via preliminare, la convenienza tra affitto e gestione diretta. In buona sostanza, si tratterebbe di quantificare un canone minimo di break even che eguagli i benefici prodotti dalla gestione diretta rispetto alla locazione. Con riferimento al canone di affitto d'azienda, la dottrina ha proposto varie metodologie:

1. il canone congruo potrebbe essere calcolato come prodotto tra il valore del capitale economico e un tasso di remunerazione del capitale investito nell'azienda locata. Il valore del capitale economico andrebbe determinato facendo ricorso a grandezze stock e non a grandezze flusso in quanto i flussi attesi rappresenterebbero l'incognita da determinare producendo problemi di circolarità. Per tale motivazione, sarebbe preferibile stimare il valore economico con metodi patrimoniali complessi ossia addizionando al patrimonio netto rettificato il valore dei beni immateriali non contabilizzati. Circa il tasso di remunerazione, esso andrebbe calcolato utilizzando il Capital Asset Pricing Model (C.A.P.M.) oppure la regola empirica di Stoccarda. In caso di fallimento, bisognerebbe sottrarre dal valore, l'ammontare di una correzione reddituale, quantificata attualizzando i differenziali tra redditi congrui e redditi normalizzati realizzabili nei successivi 3-5 esercizi.
2. il canone congruo, nel caso di un affitto deciso nell'ambito di una procedura fallimentare, potrebbe essere quantificato calcolando il prodotto tra il valore dell'azienda determinato secondo il metodo patrimoniale e una percentuale che

dovrebbe essere inversamente proporzionale alla deperibilità delle componenti immateriali d'azienda e andrebbe determinata in un intervallo compreso tra zero e la redditività normale di settore;

3. il canone congruo dovrebbe essere determinato come prodotto tra il valore d'uso del patrimonio locato e un tasso di congrua remunerazione dell'investimento effettuato. Il valore d'uso andrebbe quantificato attualizzando i flussi attesi dal capitale dell'azienda oggetto del contratto di affitto. Circa il tasso di congrua remunerazione, esso dovrebbe essere determinato considerando innanzitutto il rischio di insolvenza del conduttore ossia l'alea legata alla possibilità che non sia in grado di fronteggiare gli impegni assunti con l'accordo. Il che dipende, da un lato, dalla situazione economico-finanziaria dell'affittuario, dall'altro, dalle garanzie che assistono il contratto. Inoltre, qualora le differenze inventariali che si manifestano dall'inizio alla fine del contratto non vengano determinate con riferimento alla variazione di capitale economico, ma solamente in relazione alle modifiche nelle consistenze patrimoniali, il locatore sopporta anche un rischio derivante dalla possibile riduzione del valore dell'avviamento. Anch'esso andrebbe considerato nel tasso impiegato per determinare il canone di locazione

Pertanto per la valutazione del canone di fitto della azienda Farmacia del Corso si procede seguendo la prima impostazione dettata in dottrina.

Tabella 1 stima del canone di affitto sede del Corso

TASSO DI CAPITALIZ/ATTUALIZ.		Variabili
	i	Rf + Rp
	Tasso risk-free (RF)	2,44%
CAPM	Risk premium	$\beta \cdot (R_M - R_{F_n})$
	β	1
	Rendimento Mercato (RM)	5,50%
	Tasso i	7,94%

METODO PATRIMONIALE MISTO	
W = (R - Ke * PNr) * a n - i	Variabili
R prospettico	€ 1 63.075,00
R normalizzato	€ 51.964,00
Differenziale	€ 111.111,00
Valore azienda	€ 2.266.289,31
Differenziale attualizzato	€ 1.399.382,87
Fitto azienda	€ 68.832,37

Tabella 2 stima del canone di affitto sede F & G Lavarone

TASSO DI CAPITALIZ/ATTUALIZ.		Variabili
i		Rf + Rp
Tasso risk-free (RF)		2,44%
CAPM	Risk premium	$\beta^*(RM-RF_n)$
	β	1
	Rendimento Mercato (RM)	5,50%
	Tasso i	7,94%

METODO PATRIMONIALE MISTO	
W = (R - Ke*PNr)* a n - i	Variabili
R prospettico	€ 95.800,63
R normalizzato	€ 29.134,63
Differenziale	€ 66.666,00
Valore azienda	€ 1.345.778,99
Differenziale attualizzato	€ 839.622,17
Fitto azienda	€ 40.188,85

Il differenziale di reddito utilizzato è dato dal valore dell'ammortamento dell'avviamento per ogni singola sede.

In sintesi i valori annui determinati dallo scrivente ctu per la stima del canone di affitto delle sedi farmaceutiche sono i seguenti ;

- **Fitto d'azienda Farmacia del Corso € 68.832,37 annui**
- **Fitto d'azienda Farmacia F & G Lavarone €40.188,85 annui**

Sicuro di aver svolto l'incarico affidatomi con obiettività e diligenza nel supremo Interesse della giustizia, rassegno la presente relazione di consulenza , ritenendomi a disposizione per quant'altro occorra chiarire o serva ad integrare il mio operato .

Si porgono deferenti ossequi

Napoli, 28 febbraio 2017