

TRIBUNALE DI FIRENZE  
SEZIONE FALLIMENTARE

**Giudice Delegato: Dott.ssa Silvia Governatori**

**Curatore: Dott. Massimiliano Aurelio Campanale**

RELAZIONE DI STIMA

*LILIA ZANOTTI*

*Dottore Commercialista – Revisore Contabile*

*Via Alfonso La Marmora, n. 29 – 50121 Firenze*

*Telefono 055 485965 - Telefax 055 485965 - E MAIL: zanotti@dinonet.it*

*P.E.C.: lilia.zanotti@odcecfirenze.it*

## INDICE

1. Premessa	2
2. Cronistoria e principali eventi	3
3. Il ramo di azienda da valutare	6
4. La scelta della metodologia valutativa	8
4.1 <i>Metodi patrimoniali</i>	10
4.1.a <i>Metodo patrimoniale semplice</i>	10
4.1.b <i>Metodo patrimoniale complesso</i>	11
4.2 <i>Metodi misti</i>	12
4.3 <i>Metodi fondati sui flussi</i>	13
4.3.a <i>Metodi reddituali</i>	13
4.3.b <i>Metodi finanziari</i>	14
4.4 <i>Metodi empirici</i>	15
5. Metodologia utilizzata	16
6. Applicazione del metodo reddituale per la determinazione del capitale economico del ramo di azienda	17
6.1 <i>Determinazione del Reddito medio prospettico</i>	18
6.2 <i>Determinazione del Tasso di attualizzazione</i>	19
6.3 <i>Determinazione del Tempo di attualizzazione</i>	20
6.4 <i>Metodo reddituale</i>	21
7. Applicazione del metodo patrimoniale misto per la determinazione del capitale economico del ramo di azienda	21
8. Stima del valore del ramo di azienda	22

Allegati

## 1. Premessa

La sottoscritta dott.ssa Lilia Zanotti iscritta all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Firenze al n. 469/A, con studio in Firenze – Via Alfonso La Marmora, n.29, ha ricevuto in data 10 novembre 2018 dal Curatore del Fallimento dott. Massimiliano Aurelio Campanale, comunicazione dell'incarico assegnatole dal Giudice Delegato, dott.ssa Silvia Governatori (all. 1), in seguito all'istanza presentata dal curatore per la nomina di un "esperto incaricato che possa accertare in termini brevi il probabilistico valore nel loro complesso dei rami di azienda ... e di valutare il ristorante di proprietà del fallimento verificando la loro congruità rispetto alla proposta ricevuta e determinando il prezzo base per l'esperimento di apposita procedura competitiva ex art. 107 L.F."

I rami di azienda di proprietà della società fallita che ancora non hanno avuto collocazione sono costituiti da:

- 4 Mense aziendali, poste presso i seguenti cantieri:
  - Cantiere Barberino-Pavimental
  - Cantiere Borgo Tufico
  - Cantiere Cancelli
  - Cantiere Fi Sud Autostrade
- Ristorante Pizzeria Self Service

Per quanto attiene *le mense*, essendo pervenuti unicamente i contratti di appalto e quindi mancando la documentazione necessaria a supporto della valutazione, si rinvia ad una futura integrazione della presente perizia.

Il ramo di azienda costituito dal ristorante noto sotto l'insegna acquistato dalla società fallita in data 29 maggio 2012 con atto del Notaio Flavio Narciso è stato oggetto di affitto di ramo di azienda con atto del Notaio Vincenzo Vettori in data 6 maggio 2015.

Pertanto, avuto riguardo agli elementi di giudizio raccolti ed ai riscontri effettuati, redige la presente relazione di stima con la finalità di stabilire il valore economico ragionevolmente attribuibile al ramo di azienda in questione.

La scrivente precisa di aver svolto l'incarico dopo aver assunto informazioni e documentazione dal curatore, avendo a tal fine organizzato apposite riunioni, anche telefoniche, con il curatore medesimo. Ha ricevuto informazioni dal responsabile amministrativo della società affittuaria,

Emanuela, oltre che dal responsabile del personale,

Sono state inoltre considerate le informazioni di carattere generale assunte con riferimento ai servizi ed ai mercati nell'ambito dei quali l'attività in questione viene svolta.

La società affittuaria ha messo a disposizione della scrivente tabelle di riclassificazione dei costi per centro di costo, i corrispettivi del punto di vendita, i contratti di locazione e le licenze e permessi relativi all'attività. Tale documentazione ha costituito elemento fondante del procedimento di valutazione.

Si precisa che non si è effettuata alcuna attività di auditing sui dati e sulle informazioni rappresentate e, pertanto, non si fornisce alcuna garanzia per quanto attiene la veridicità, l'accuratezza, la completezza delle informazioni e dei dati forniti.

## **2. Cronistoria e principali eventi**

Per lo svolgimento dell'incarico ricevuto non si può prescindere dall'esame delle principali vicende societarie (all. 2) e dalla individuazione delle prospettive di sviluppo e di redditività attese del ramo di azienda oggetto di stima.

La società S.r.l., costituita con atto del Notaio Rita Abbate in data 24 giugno 2008 ha operato nel settore della ristorazione e del catering nonché della gestione di mense aziendali e mense in genere.

La società, al fine di ampliare il proprio mercato di riferimento, ha intrapreso un ambizioso processo di sviluppo aziendale.

Tra questi vi è stato l'acquisto, in data 29 maggio 2012, dell'azienda esercente attività di ristorazione con somministrazione di alimenti e bevande, posta nel Comune di Rovereto, Via del Lavoro n. 18, sotto il marchio e l'insegna "Ristorante Pizzeria Self Service (all. 3). Con atto del Notaio Flavio Narciso la società fallita acquistava da di l'azienda costituita da beni materiali ed immateriali che la compongono, compresi avviamento, beni mobili, arredi ed attrezzature, contratti attualmente in essere, autorizzazioni, concessioni, licenze e permessi:

- autorizzazione per l'esercizio di somministrazione aperto al pubblico n. 205 rilasciata dal Comune di Rovereto in data 20 novembre 2008 per la somministrazione di alimenti e bevande alcoliche;
- dichiarazione A.P.S.S. per la Provincia Autonoma di Trento di data 15 settembre 2008 per la modifica operativa nel Registro delle Imprese Alimentari;
- dichiarazione A.P.S.S. per la Provincia Autonoma di Trento di data 19 novembre 2008 per variazione strutturale dei locali senza ampliamento nel Registro delle Imprese Alimentari;
- comunicazione orari di apertura dell'esercizio presentata all'Ufficio Attività Economiche del Comune di Rovereto in data 27 novembre 2008;
- attestazione di maturato periodo di silenzio assenso sulla richiesta di certificazione di agibilità, del Dirigente del Servizio Urbanistica ed Edilizia Privata del Comune di Rovereto di data 1 settembre 2008 Prot. N. 33958/08, con riferimento alle pp.m 19 e 20 della p.ed. 1307 in C.C. LIZZANA; giusta Denuncia di Inizio Attività n. 9641/08 di data 7 marzo 2008.

Il corrispettivo per la vendita era determinato in Euro 620.600,00, di cui Euro 400.670,00 per l'avviamento, Euro 16.000,00 per le merci di magazzino ed Euro 203.930 per il resto.

Come già detto, l'attività veniva esercitata nei locali siti in Rovereto Via del Lavoro 18 la cui disponibilità è garantita tramite la previsione di nuovi contratti di locazione commerciale da stipularsi entro il 30 maggio 2012 essendosi il cedente impegnato a risolvere i contratti di locazione commerciale in essere. Era prevista

altresì la risoluzione dei rapporti di lavoro subordinato come da verbali di conciliazione sottoscritti.

In data 3 dicembre 2013 la società , con atto del notaio Renato D'Ambra, acquisiva con contratti di **riserva di proprietà**, contratti di **subaffitto**, e contratto di **sub-affidamento** la gestione dei rami d'azienda

che facevano capo al Gruppo

oggi in liquidazione, C.F. 02005850975, azienda leader del settore della caffetteria pratese.

Il progetto di sviluppo aziendale di non ha mostrato gli esiti attesi e:

- con atto autenticato dal Notaio Vincenzo Vettori in data 6 maggio 2015 (all. 4), stipulava contratto di affitto di ramo di azienda con la società Artigiani in Cucina S.r.l., C.F. 06347900489, per le attività condotte sulla scorta di *contratti di appalto di servizi(mense) nonché due rami di azienda esercenti attività di ristorazione* e cioè:

- ramo di azienda esercente attività di ristorazione, posta nel Comune di Rovereto, Viale del Lavoro 18, gestito sotto l'insegna " ";
- ramo di azienda esercente attività di ristorazione, posta presso il Conservatorio Santa Maria degli Angeli sito in Firenze via della Colonna n. 34;

- con atto autenticato dal Notaio Vincenzo Vettori in data 20 luglio 2015, cedeva in affitto, sempre alla società ulteriori rami di azienda e cioè:

- le due attività di bar acquistate con riserva di proprietà da Gruppo
- le attività di bar ottenute in affitto  
l'unità ottenuta in affidamento (Museo del Tessuto);

Ad oggi, come evidenziato dal curatore nella sua istanza al Giudice Delegato, i rami di azienda "superstiti" sono quelli indicati in premessa e cioè:

- 4 Mense aziendali, poste presso i seguenti cantieri:
  - Cantiere Barberino-Pavimental
  - Cantiere Borgo Tufico

- Cantiere Cancelli
- Cantiere Fi Sud Autostrade
- Ristorante Pizzeria Self Service

### **3. Il ramo di azienda da valutare: Ristorante Pizzeria Self Service**

Come sopra detto, con atto del Notaio Flavio Narciso in data 29 maggio 2012 ha acquistato da l'azienda operante nel settore della ristorazione con somministrazione di alimenti e bevande esercitata sotto il marchio e l'insegna "Ristorante Pizzeria Self Service".

Per l'esercizio dell'attività la società, come sopra detto, sottoscriveva i seguenti contratti di locazione commerciale:

- contratto con la società a decorrere dal 30 maggio 2012, canone annuo di Euro 60.000,00, oggi di importo pari ad Euro 61.350,00;
- contratto con la Saldogas a decorrere dal 30 maggio 2012, canone annuo di Euro 3.871,96, oggi di importo pari ad Euro 4.856,28;
- contratto con la a decorrere dal 30 maggio 2012, canone annuo di Euro 10.800,00, rimasto ad oggi invariato;
- contratto con la a decorrere dal 1 luglio 2012, canone annuo di Euro 4.800,00, rimasto ad oggi invariato.

Per tali contratti, la cui durata è di 6 anni e rinnovabili alla scadenza per uguale periodo, non risulta esercitato il diritto di disdetta da far pervenire almeno sei mesi prima della scadenza.

Con l'atto in data 6 maggio 2015 la società stipulava, fra l'altro, con la società contratto di affitto del ramo di azienda in questione; nel contratto si pattuisce il subentro della affittuaria in tutti i contratti stipulati anteriormente all'affitto ai sensi dell'art. 2558 c.c.

I rapporti di lavoro dipendente si trasferiscono, ai sensi dell'art. 2112 c.c. in capo alla affittuaria e alla scadenza del contratto, comunque intervenuta, la affittante sarà tenuta a riassumere con passaggio diretto il personale ancora in servizio al momento della risoluzione del rapporto.

L'affitto in questione, con decorrenza dalla data della sottoscrizione del contratto e avente durata pari a 24 mesi, si rinnoverà tacitamente di dodici mesi in dodici mesi salvo disdetta all'altra parte tramite lettera raccomandata con avviso di ricevimento almeno 3 mesi prima della scadenza.

Il ramo aziendale in estrema sintesi è costituito da:

- contratti di lavoro subordinato

Ad oggi il numero complessivo dei dipendenti in forza presso il punto vendita è 12. Di seguito l'elenco dei dipendenti fornito dalla società

DIPENDENTE	MANSIONE	LIVELLO
	Cuoco-Pizzaiolo	Livello 5
	Cuoco	Livello 3
	Cuoco	Livello 5
	Cameriere	Livello 6
	Lavapiatti	Livello 7
	Addetto alla sala	Livello 4
	Cameriere di ristorante	Livello 5
	Barista	Livello 6
	Cameriere di sala	Livello 5
	Lavapiatti	Livello 6
	Aiuto cuoco	Livello 5
	Cuoco-Pizzaiolo	Livello 4

- beni mobili, risultano elencati nell'inventario redatto dal curatore con l'ausilio del funzionario giudiziario dott. Salvatore Iraci Sareri e del perito rag. Giovanni Gallo e sono stati complessivamente valutati in Euro 79.556,00 (all. 5).



- iscrizioni e autorizzazioni, che risultano così aggiornate (all. 6):
  - SCIA per subingresso in esercizio di somministrazione di alimenti e bevande al Comune di Rovereto in data 1.07.2015;
  - dichiarazione A.P.S.S. per la Provincia Autonoma di Trento di data 24
  - attestazione di maturato periodo di silenzio assenso sulla richiesta di certificazione di agibilità, del Dirigente del Servizio Urbanistica ed Edilizia Privata del Comune di Rovereto di data 1 settembre 2008 Prot. N. 33958/08, con riferimento alle pp.m 19 e 20 della p.ed. 1307 in C.C. LIZZANA; giusta Denuncia di Inizio Attività n. 9641/08 di data 7 marzo 2008.
  
- contratti di locazione immobili, come sopra esposti (all. 7)

#### **4. La scelta della Metodologia Valutativa**

Per richiamare i tratti salienti del processo logico-deduttivo sviluppato a fondamento della scelta estimativa compiuta e per verificare la sua rispondenza ad una rigorosa impostazione formale, oltre che a correnti presupposti di fatto, mette conto ripercorrere, con brevissime note di riferimento, le metodologie di valutazione d'impresa di uso corrente, mutuata dalle scienze aziendali.

Secondo i prevalenti indirizzi della dottrina, le metodologie di valutazione d'impresa si distinguono fundamentalmente in patrimoniali, reddituali e finanziarie.

Mentre i metodi del primo tipo stabiliscono il valore dell'azienda o di suoi rami in funzione dei valori correnti degli elementi che ne compongono il complesso patrimoniale, pervenendo quindi ad una stima "analitica" del valore dell'impresa, basato su quello delle voci di capitale singolarmente considerate, i metodi di flusso, fondandosi sul principio dell'attualizzazione dei flussi monetari ed economici attesi, "spiegano" il valore dell'azienda in termini "sintetici", come espressione quantitativa delle capacità di attivazione prospettica del "business".

La scelta dei criteri di valutazione dipende dal fine per cui la stima è formulata. Nel caso della cessione di azienda o di rami di azienda, la valutazione effettuata

dal perito viene condotta ed assume rilevanza in riferimento ad una prevista futura transazione avente ad oggetto l'azienda o il ramo medesimo. La stima, di conseguenza, non dovrà assumere come obiettivo, come avviene nel caso delle perizie previste dagli artt. 2343, 2343-bis e 2498 c.c., la determinazione del valore prudenzialmente attribuibile al complesso aziendale; essa dovrà invece riflettere il presumibile valore di mercato di quest'ultimo.

Il più significativo concetto-base di riferimento nelle valutazioni d'azienda è il capitale economico (W) e cioè quella particolare *configurazione* del capitale d'impresa che si intende determinare quando si valuta il sistema aziendale nel suo complesso al fine del trasferimento.

Ciò premesso, si osserva che la valutazione d'azienda o di suoi rami consiste nell'individuare le variabili in grado di rappresentare al meglio la capacità prospettica di reddito d'impresa, come promana dalla struttura esistente e nell'identificare criteri e strumenti di misurazione coerenti e idonei ad esprimere una misura del capitale dotata delle seguenti caratteristiche:

- Razionalità: un metodo di valutazione derivante da un processo logico, chiaro e condivisibile;
- Obiettività (o Affidabilità): si intende un metodo concretamente applicabile fondato, cioè, su dati certi, trasparenti o, quantomeno, credibili;
- Concretezza: si riferisce alle modalità operative che devono essere tali da consentire una realistica applicazione del metodo;
- Neutralità: il metodo deve prescindere dalle condizioni e dagli interessi delle parti che sono coinvolte nella negoziazione, deve cioè consentire di pervenire ad un valore comune e non particolare; tale requisito viene, quindi, detto principio di neutralità o equità intendendo con ciò non già di tener conto delle posizioni delle parti, ma anzi di prescindere da queste, principio che discende direttamente dalla posizione di perito indipendente o, per usare la terminologia anglosassone, *stand alone*.

Il valore del capitale economico naturalmente potrà essere diverso dal prezzo effettivo di vendita; esso infatti esprime una valutazione generale, poiché prescinde da effetti contingenti di domanda e di offerta.

Ciò premesso ed in assenza di un criterio valutativo che soddisfi simultaneamente ed integralmente i requisiti suindicati, si rende necessario individuare, tra i tanti proposti dalla dottrina quella metodologia di valutazione che sembra più rispondente alle esigenze conoscitive che la presente relazione intende soddisfare. Al fine di scegliere il criterio con cui procedere, vengono illustrati sinteticamente i principali metodi di valutazione sviluppati dalla dottrina e utilizzati nella pratica. Essi fanno riferimento ai seguenti approcci:

- 4.1. *I Metodi patrimoniali*
- 4.1.a *Il Metodo patrimoniale semplice*
- 4.1.b *Il Metodo patrimoniale complesso*
- 4.2. *I Metodi misti*
- 4.3 *I Metodi fondati sui flussi*
- 4.3.a *I Metodi reddituali*
- 4.3.b *I Metodi finanziari*
- 4.4 *I Metodi empirici*

#### **4.1. I metodi patrimoniali**

##### **4.1.a Il metodo patrimoniale semplice**

Il criterio patrimoniale semplice esamina l'azienda vista come un insieme di attività e di passività, di cui il patrimonio netto costituisce, sul piano contabile, la somma algebrica. Questo metodo richiede di valutare ciascuna voce dello stato patrimoniale al suo cosiddetto "costo di sostituzione". Nell'operare queste rettifiche si vanno a cercare scostamenti tra i valori di bilancio ed i valori di mercato delle singole attività: in questo modo si determinano minusvalenze e plusvalenze che devono essere aggiunte al valore contabile del capitale.

Operate tutte le rettifiche, che devono rivolgersi potenzialmente a tutte le voci dello Stato Patrimoniale, il valore del capitale sarà uguale a:

$$\begin{array}{r} \text{Valore netto contabile del capitale netto} \\ + \text{ plusvalenze attività} \\ - \text{ minusvalenze attività} \\ + \text{ minusvalenze passività} \\ - \text{ plusvalenze passività} \\ +/- \text{ imposte} \\ \hline = \text{Patrimonio netto rettificato a valori di mercato (K)} \end{array}$$

#### **4.1.b Il metodo patrimoniale complesso**

Nel metodo patrimoniale semplice, il processo di rettifica del patrimonio netto dell'azienda non prende in considerazione i beni immateriali. L'obiettivo del metodo patrimoniale complesso è quello di integrare il valore del capitale economico risultante dall'applicazione del metodo patrimoniale semplice, con una stima del plusvalore che i beni immateriali (contabilizzati e non, i così detti intangibles) possono dare alla società valutata.

Le imprese destinano una parte cospicua dei loro investimenti per conservare ed accrescere la dotazione di beni immateriali, poiché oggi tali risorse sono considerate una componente essenziale per il successo aziendale nel lungo periodo. Ai fini della determinazione del valore del capitale economico delle imprese è quindi importante disporre di opportune procedure contabili che consentano di rilevare la dinamica (in aumento ed in diminuzione) di questi beni e l'ammontare di investimento netto destinato ad essi (indicato a volte con l'espressione *stock di beni immateriali*).

In formule si ha:

$$W = K + I$$

dove:

K = valore del patrimonio stimato col metodo patrimoniale semplice;

I = valore dei beni immateriali.

I beni immateriali si distinguono in due classi; la prima ricomprende i valori stimati in via analitica e riferiti al marketing (ad esempio marchi, licenze, beni la cui disponibilità assicura un certo posizionamento sul mercato) ed alla tecnologia (brevetti, know-how tecnologico).

La seconda classe di valori riguarda quelli stimati in via sintetica (o empirica), spesso come razionalizzazione di comportamenti di mercato.

#### **4.2 Il metodo misto**

Il metodo misto è accomunabile al metodo patrimoniale, in quanto parte dall'assunto che il valore attribuibile ad una azienda, in grado di svolgere una attività economicamente redditizia, può essere diverso rispetto a quello derivabile dalla somma algebrica dei valori delle singole attività e passività. Nella terminologia dei metodi patrimoniali ciò equivale a dire che all'azienda è attribuibile un *goodwill* (avviamento) *badwill* (nel caso negativo), che costituisce una posta contabilmente inespressa ma economicamente dotata di un valore.

I metodi misti si differenziano dai metodi patrimoniali puri per il fatto di incorporare una procedura di stima di tale avviamento in grado di correggere l'ottica patrimoniale attraverso un giudizio di tipo reddituale.

La valutazione dell'azienda è data dalla somma algebrica di due componenti:

- il patrimonio netto tangibile rettificato;
- il *goodwill/badwill*.

In termini matematici, il concetto è espresso dalle seguente formula:

$$W = K + (R-i) K \cdot \frac{1-i'^n}{i'}$$

dove:

W = valore economico dell'azienda;

K = capitale netto rettificato;

R = reddito medio normale atteso;

n = numero definito e limitato di anni;

i = tasso di remunerazione del capitale investito (tasso d'interesse normale rispetto al tipo d'investimento considerato);

i' = tasso di attualizzazione del profitto o sovrareddito.

In base alla formula considerata c'è sovrareddito (e quindi un avviamento positivo) se R è maggiore di  $iK$ , ovvero se l'impresa nel periodo considerato guadagna di più di quello che è normale attendersi. In tal modo l'analisi non è più

focalizzata soltanto sul prospetto di stato patrimoniale ma si basa anche sul conto economico della società, il cui esame è essenziale per valutare i fattori che influenzeranno il futuro andamento della società.

Un problema applicativo rilevante presentato da questo metodo di stima riguarda la scelta dei tassi  $i$  e  $i'$ .

#### **4.3. I metodi fondati sui flussi**

I metodi basati sui flussi rappresentano il nucleo centrale della valutazione delle aziende.

Si tratta di flussi attesi e che, in quanto tali, devono essere riportati al momento corrente mediante un processo di attualizzazione che consta di criteri di calcolo diversi a seconda che si tratti di flussi di reddito attesi o di flussi di cassa.

Scaturisce pertanto una serie di procedimenti di calcolo raggruppabili in due metodi basilari: il metodo reddituale ed il metodo finanziario.

Preliminare e comune ad ognuno di questi metodi è la scelta dei tassi, che tendono ad allineare nel tempo ed a rendere omogenei i flussi.

Attorno al concetto di tasso ruotano vari principi, primo fra tutti quello secondo cui il tasso (di attualizzazione/capitalizzazione) è costituito da due componenti: il compenso per il decorrere del tempo ed il compenso per il rischio e si traduce nella seguente espressione:

$$I = r + s$$

dove:

$r$  = remunerazione di investimenti senza rischio, cioè legata al decorrere del tempo;

$s$  = remunerazione per il rischio dell'investimento specifico.

#### **4.3.a I metodi reddituali.**

Il concetto base dei metodi reddituali è che il valore dell'azienda dipende dai redditi che essa sarà in grado di produrre in base alle attese.

Da ciò deriva l'espressione generale:

$$W = f(R)$$

L'azienda è, per definizione, un istituto economico destinato a durare nel tempo e a ciò corrisponde matematicamente la formula della rendita perpetua:

$$W = \frac{R}{i}$$

dove:

R = reddito medio atteso;

i = tasso di attualizzazione.

Se invece i redditi si presumono di durata limitata nel tempo, la formula valutativa è funzione del valore attuale della rendita annua posticipata di durata pari ad n anni:

$$W = R \frac{1 - \frac{1}{(1+i')^n}}{i'} = R \frac{(1+i')^n - 1}{(1+i')^n \times i'}$$

dove:

i' = tasso di attualizzazione

da cui si ha:

$$W = R \cdot a_{n|i'}$$

#### **4.3.b I metodi finanziari**

I metodi finanziari poggiano sul concetto base che il valore di un'azienda è pari al valore attualizzato di tutti i flussi di cassa che essa genererà in futuro.

Tra questi ultimi appartiene il **metodo basato sui flussi monetari complessivi disponibili** dove il flusso monetario complessivo disponibile è il flusso generato dalla gestione aziendale che può essere destinato alla distribuzione senza alterare l'equilibrio finanziario dell'impresa; per determinare questo flusso si ricorre ad una

sorta di rendiconto finanziario e, cioè, all'analisi delle fonti di finanziamento e degli impieghi o investimenti; il flusso monetario complessivo disponibile scaturisce dal seguente schema:

FATTURATO -  
COSTI MONETARI =  
MARGINE OPERATIVO LORDO -  
IMPOSTE =  
MARGINE OPERATIVO NETTO ±  
VARIAZ. NETTA DI CAP. CIRCOLANTE =  
FLUSSO MONET. GEST. CORRENTE ±  
VARIAZ. NETTA DI CAP. FISSO =  
FLUSSO MONET. GEST. OPERATIVA ±  
VARIAZ. NETTA DEBITI FINANZIARI -  
ONERI FINANZIARI =  
FLUSSO MONETARIO COMPLESSIVO DISPONIBILE

Il metodo in esame stima il valore del capitale economico dell'impresa pari al valore attuale dei flussi monetari complessivi disponibili per un certo numero di anni o, al limite, per tutti gli anni di vita dell'impresa. Il valore del capitale economico ricercato sarà pertanto dato da

$$\sum_{s=1}^n F_s \varrho^s$$

#### **4.4 Metodi empirici**

I metodi empirici di notevole applicazione nella prassi professionale costituiscono un insieme di regole di esperienza ispirate al mercato e fondate su diffuse opinioni presenti nel settore nel quale opera l'azienda oggetto di stima. Questi metodi non rappresentano regole valutative metodologicamente riconosciute, ma criteri invalsi, ancorchè non rigorosi, in varie concrete situazioni. Trattasi infatti di un sistema di valutazione che si propone di fornire una stima del prezzo probabile



dell'impresa sul mercato, sistema utile nella realtà operativa per la rapidità ed immediatezza delle informazioni offerte.

Un metodo di valutazione empirica è ad esempio quello che si basa sui *moltiplicatori* di mercato come i:

- Multipli o percentuali delle vendite di un certo periodo (mesi, anni, ecc.)
- Multipli o percentuali dei profitti netti normalizzati
- Multipli per unità
- Multipli degli utili e delle vendite maggiorati delle attività

Nel caso che qui ci occupa tuttavia, non avendo a disposizione dati aggiornati riferiti a statistiche del settore della ristorazione per la Provincia di Trento, non risulta possibile applicare tale metodologia.

## **5. Metodologia utilizzata**

Considerate le criticità evidenziate per ciascuna delle metodologie sopra esposte ed i dati a disposizione, si ritiene comunque opportuno basarsi su due distinte metodologie che risultano qui applicabili, e cioè il metodo reddituale ed il metodo patrimoniale misto.

Il c.d. *metodo reddituale*, per le caratteristiche che lo contraddistinguono, risulta, a parere della scrivente, essere dotato di adeguata attitudine informativa per rappresentare il ramo di azienda oggetto di valutazione. Si tratta infatti di un metodo che ha il pregio di considerare l'azienda come un complesso economico unitario, generatore in prospettiva di risultati economici, svincolandosi così da una visione disaggregata del complesso aziendale. Ne consegue che esso implicitamente tiene conto sia dei beni materiali che compongono l'azienda e consentono il realizzo di risultati economici, sia di quegli elementi immateriali che contribuiscono ancor più concretamente al realizzo di risultati economici.

D'altro canto, trattandosi di un ramo di azienda concesso in affitto dal 2015 e tenuto conto di quanto convenuto nel contratto, la valutazione non può non soffermarsi anche sui beni che si trovano nella disponibilità dell'affittuaria; il c.d. *metodo patrimoniale misto*, per le caratteristiche che lo contraddistinguono, risulta, quindi altrettanto appropriato.

## 6. Applicazione del Metodo Reddituale per la determinazione del capitale economico del ramo di azienda

Il metodo qui adottato quantifica il valore del capitale economico in funzione del flusso dei risultati attesi, individuando nel reddito il risultato rilevante ai fini della determinazione del valore dell'azienda o di suoi rami.

Detto metodo si viene pertanto a radicare sulla relazione valore/redditività: l'azienda acquisisce valore in virtù della sua capacità di produrre reddito.

La diffusione pratica del metodo reddituale è notevole, soprattutto nei casi di cessione e trasferimento di azienda dove l'interesse delle parti è valutare la potenzialità reddituale della stessa, ossia i risultati economici attesi.

Si procede con tale metodo poiché si ritiene che il capitale economico dell'azienda possa essere individuato come il valore attuale di un reddito medio annuo atteso per un dato periodo di tempo.

Dal punto di vista pratico il metodo sintetico reddituale giunge a determinare il valore dell'azienda attraverso l'attualizzazione del reddito medio normale atteso (R) ad un idoneo tasso di attualizzazione (i).

Se si supponesse che l'azienda avesse durata indefinita, il valore della stessa verrebbe espresso con la formula della rendita perpetua:

$$W=R/i$$

dove:

R = reddito medio normale atteso

i' = tasso di attualizzazione.

Nel caso di limitata vita residua dell'azienda, il valore della medesima è espresso dalla seguente formula

$$W = R a_{n \leftarrow i'}$$

dove:

$R a_{n \leftarrow i'}$  = valore attuale del reddito medio normalizzato prospettico per n anni

R = reddito medio normale atteso

n = numero definito e limitato di anni;

i' = tasso di attualizzazione

Il reddito medio normalizzato prospettico viene individuato in modo da definire un valore che rappresenti le normali condizioni di redditività dell'azienda considerata e che abbia una consistente probabilità di riprodursi sull'intero orizzonte economico della stima, con carattere di stabilità. Il reddito per essere considerato normale deve essere depurato delle componenti straordinarie e transitorie e degli effetti delle politiche di bilancio.

### **6.1 Determinazione del Reddito medio prospettico**

Venendo alle modalità di calcolo dei parametri di reddito, (che come detto nelle formulazioni teoriche, sono prospettici), esse consistono nel determinare tali parametri facendo riferimento ai risultati forniti, analizzati sotto l'aspetto qualitativo e quantitativo, estendendo poi la tendenza passata anche ai futuri esercizi.

Si è pertanto proceduto ad una analisi della gestione del ramo di azienda della società fallita integrandola con risultanze di settore onde giungere ad una determinazione puntuale dei parametri di reddito prospettici.

Sulla scorta della documentazione contabile fornita dalla Curatela e dall'affittuaria, si è pertanto proceduto ad una ricostruzione del Conto economico prospettico per un periodo di cinque esercizi per il ramo d'azienda in questione.

Per i ricavi si sono assunti importi di vendita crescenti nel tempo, nell'ottica del consolidamento degli affari e della ripresa del mercato.

Per i costi si è fatto riferimento alla base documentale integrata con dati del settore proiettando i dati nell'ottica di una oculata gestione e controllo dei costi ed incrementandoli negli esercizi successivi nel presupposto di una ripresa generale del mercato. Per quanto attiene le materie prime e le materie di consumo si è ipotizzato che tali voci di costo rappresentino circa 1/3 del valore complessivo dei ricavi. Per quanto attiene le locazioni la voce tiene conto di quanto indicato nei contratti di locazione in essere. Si riporta qui di seguito un prospetto sintetico dei dati ipotizzati come sopra descritto, arrotondati all'unità di euro.

	2019	2020	2021	2022	2023
Ricavi	1.115.000,00	1.137.300,00	1.165.700,00	1.200.700,00	1.242.700,00
Materie prime	420.000,00	428.400,00	439.100,00	452.300,00	468.100,00
Materiale di consumo	15.000,00	15.300,00	15.700,00	16.200,00	16.800,00
Utenze varie	25.000,00	25.500,00	26.100,00	26.900,00	27.800,00
Consulenze amministrative e legali	25.000,00	25.500,00	26.100,00	26.900,00	27.800,00
Altri servizi	3.500,00	3.600,00	3.700,00	3.800,00	3.900,00
Premi assicurativi	4.000,00	4.100,00	4.200,00	4.300,00	4.500,00
Manutenzioni diverse	6.500,00	6.600,00	6.800,00	7.000,00	7.200,00
Locazioni	82.000,00	83.600,00	85.700,00	88.300,00	91.400,00
Spese personale dipendenti	410.000,00	418.200,00	428.700,00	441.600,00	457.100,00
Oneri diversi di gestione e imposte	44.300,00	45.200,00	46.300,00	47.600,00	49.100,00
Reddito netto	79.700,00	81.300,00	83.300,00	85.800,00	88.800,00
<b>Reddito medio</b>	<b>83.800,00</b>				

Il reddito medio scaturito dalla ricostruzione sopra effettuata costituirà il dato di riferimento per l'applicazione di entrambe le metodologie di valutazione prescelte.

### **6.2 Determinazione del Tasso di attualizzazione**

Il tasso di attualizzazione esprime il rapporto tra reddito e capitale che viene reputato conveniente per l'investimento nell'impresa, fornendo contenuti economici alle attese di remunerazione del capitale. Per determinare il tasso si procede partendo dal tasso di interesse "puro", cioè dal tasso di rendimento degli investimenti finanziari a rischio nullo o comunque molto basso. Operativamente per quantificare la remunerazione del capitale nel settore di riferimento, prendiamo a base:

- il rendimento da investimenti a rischio nullo "risk free" [nella formula di seguito esposta indicato come " $r_f$ "] che si sviluppano lungo un determinato arco temporale, a cui si aggiunge
- un premio di rischio "risk premium", connesso all'attività imprenditoriale, tenuto conto del settore nel quale l'azienda opera e delle condizioni generali del mercato.

Il tasso utilizzato nella valutazione è perciò la sommatoria di due componenti ideali, in particolare, il “rendimento” ed il “grado di rischio” inteso sia come rischio specifico dell’azienda sia come rischio legato all’intero settore in cui l’azienda opera.

Dal sito web del Ministero del Tesoro si rileva che il rendimento di un BTP quinquennale, emissione 2018 è del 2,35% <sup>1</sup>.

In considerazione di ciò, si assume il rendimento del tasso “*risk free*” pari al 2,05625% (da considerare la ritenuta fiscale, pari a 12,50%).

Dal sito web del Dipartimento del Tesoro (Ministero dell’Economia e delle Finanze-Tasso di Inflazione Programmata-TIP) si evince che il tasso di inflazione medio atteso per il 2019 è pari a 1,2% <sup>2</sup>.

La maggiorazione percentuale del rischio di impresa rappresenta il rischio di non conseguire in futuro redditi. Per la stima di tale fattore di rischio si è ricorso al metodo del Capital Assets Pricing Model <sup>3</sup> (noto anche come CAPM): tale applicazione consente la stima di un tasso di rendimento plausibile considerando che il rischio d’impresa è composto da un elemento specifico e da un elemento di origine macroeconomica (rischio sistematico). Si è giunti quindi a determinare la maggiorazione <sup>4</sup> e quindi il tasso di attualizzazione “*i*” nella misura del 8,62%.

### **6.3 Determinazione del Tempo di attualizzazione**

Quanto all’orizzonte temporale di riferimento, in considerazione dell’obiettivo di prevedere una durata illimitata della vita dell’azienda, si ritiene opportuno adottare un criterio di attualizzazione basato sulla rendita temporanea anziché sulla rendita perpetua.

Usualmente sia i metodi finanziari che quelli reddituali adottano lassi temporali non superiori a cinque anni.

---

<sup>1</sup> Fonte:

[http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_pubblico/risultati\\_aste/risultati\\_aste\\_btp\\_5\\_anni/BTP\\_5\\_Anni\\_Risultati\\_Asta\\_del\\_29-30.11.2018.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/risultati_aste/risultati_aste_btp_5_anni/BTP_5_Anni_Risultati_Asta_del_29-30.11.2018.pdf)

<sup>2</sup> Fonte: Fonte:

[http://www.dt.tesoro.it/attivita\\_istituzionali/analisi\\_programmazione\\_economico\\_finanziaria/inflaz\\_programmata/](http://www.dt.tesoro.it/attivita_istituzionali/analisi_programmazione_economico_finanziaria/inflaz_programmata/)

<sup>3</sup>  $i = \beta (R_m - i_f)$ , dove  $\beta$  è la componente macroeconomica e  $(R_m - i_f)$  esprime il premio offerto dal mercato per gli investimenti rischiosi). Trattandosi di una società non quotata in Borsa e per la quale quindi non risultano essere disponibili dati informativi esaurienti, il fattore  $\beta$  viene assunto pari ad 1.

#### **6.4 Metodo reddituale**

Sulla base degli elementi di calcolo sopra riportati è possibile pervenire alla stima del valore del ramo di azienda utilizzando la formula prescelta:

$$W = R a_{n \leftarrow r}$$

dove

$$a_{n \leftarrow r} = 3,928307149$$

$$R = 83.300,00$$

sostituendo abbiamo quindi:

$$W = 329.192,14$$

#### **7. Applicazione del Metodo Patrimoniale misto per la determinazione del capitale economico del ramo di azienda**

Per l'applicazione del metodo patrimoniale misto i dati di riferimento relativi al reddito medio prospettico, al tasso di attualizzazione ed al tempo di attualizzazione sono quelli già determinati per il metodo reddituale sopra esposti. Gli elementi patrimoniali materiali sono stati individuati mediante l'elenco dei beni e delle attrezzature come risultano dall'inventario redatto dal Curatore; come si evince dall'elenco dei beni periziati, il valore ad essi attribuito è pari ad Euro 79.556,00. Si deve rilevare che l'inventario comprende beni per i quali il perito ha effettuato una valutazione diversa a seconda che il bene sia utilizzato all'interno della struttura già esistente (attribuendo in questo caso un valore complessivo di Euro 55.900,00) o venga asportato; i restanti benimobili sono stati valutati in Euro 23.656,00. Si ritiene che quest'ultima valutazione rappresenti il valore di

---

<sup>4</sup> Spread per il rischio economico dovuto all'investimento in azienda (rischio generico del settore di attività) Fonte: Damodaran, gennaio 2018.

presunto realizzo in una ipotesi di tipo liquidatorio che necessita ai fini che qui ci impegnano di una rivalutazione che si ottiene applicando un coefficiente del 25%. Pertanto si assume che il valore dei beni strumentali sia pari a complessivi Euro 85.470.

Sulla base degli elementi di calcolo sopra riportati è possibile pervenire alla stima del valore dell'avviamento di azienda utilizzando la formula prescelta e quantificando i parametri di riferimento come segue:

$$\text{Avviamento} = (R-i K) a_{n \leftarrow r}$$

dove

$$K = 85.470,00$$

$$R = 83.800,00$$

$$i = 8,62\%$$

$$n = 5$$

$$a_{n \leftarrow r} = 3,928307149$$

Pertanto la stima dell'avviamento è pari Euro 300.250,28

E quindi sostituendo nella formula:

$$W = K + (R-i K) a_{n \leftarrow r}$$

abbiamo

$$W = 385.720,28$$

### **8. Stima del valore del ramo di azienda**

Prese in esame le due metodologie sopra esposte e rilevato che le relative risultanze risultano sufficientemente convergenti si ritiene opportuno determinare il valore del ramo di azienda prendendo a base un valore intermedio fra i risultati ottenuti e quindi un valore di Euro 357.456,21, che si arrotonda ad Euro 357.000,00.

Visto quanto sopra, la scrivente determina in **Euro 357.000,00 il valore del ramo di azienda della società**

così come individuato nella presente relazione.

Considerata l'ottica concorsuale nella quale verrà esperito il tentativo di cessione del ramo di azienda in questione, la sottoscritta ritiene di proporre una diminuzione percentuale del **10%** per la determinazione del prezzo base di asta.

Ritenendo con la presente relazione di aver adempiuto all'incarico affidato e rimanendo a disposizione per ogni eventuale chiarimento e/o integrazione in merito a quanto esposto, si ringrazia per la fiducia accordata e si porgono distinti ossequi.

Firenze, 31.12.2018

Dott.ssa Lilia Zanotti

