

**PERIZIA DI STIMA**  
**DEL VALORE DELL'AZIENDA**

\* \* \* \*

Parere di stima del valore dell'azienda organizzata per la commercializzazione, all'ingrosso ed al minuto, di prodotti alimentari e non, della società [REDACTED], con sede in [REDACTED] c.f. e p.iva [REDACTED]

\* \* \* \*

*A cura dell'esperto:*

**dott. Dario Carretta**  
con Studio in Treviso (TV), Viale della Repubblica 209, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Treviso al n. A1062 e al Registro dei Revisori Legali n. 136950



## INDICE

### **SEZIONE I**

- 1.1 OGGETTO DELL'INCARICO ED ELEMENTI INFORMATIVI DELL'ATTIVITÀ
- 1.2 LA CONFIGURAZIONE DI VALORE IN RELAZIONE ALLO SCOPO DELLA VALUTAZIONE  
E LA DATA DI RIFERIMENTO
- 1.3 SVOLGIMENTO DELL'INCARICO E DOCUMENTAZIONE ACQUISITA
- 1.4 INFORMAZIONI RELATIVE ALL'AZIENDA - DATI STORICI E GENERALI
  - 1.4.1. Dati storici
  - 1.4.2 Composizione pregressa ed attuale del compendio aziendale

### **SEZIONE II**

- 2.1 DESCRIZIONE DEI CRITERI DI VALUTAZIONE
- 2.2. LA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE IN CRISI
- 2.3 LA BASE INFORMATIVA E LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE
- 2.4 IL VALORE OGGETTO DI STIMA
  - 2.4.1 Il capitale rettificato
  - 2.4.2 Il reddito medio normale atteso
  - 2.4.3 I tassi e l'orizzonte temporale di riferimento

### **SEZIONE III**

- 3.1 DETERMINAZIONE DEL VALORE DELL'AZIENDA

### **SEZIONE IV**

- CONCLUSIONI



## SEZIONE I

### **1.1 OGGETTO DELL'INCARICO ED ELEMENTI INFORMATIVI DELL'ATTIVITÀ**

Il sottoscritto dott. Dario Carretta, nato a Treviso (TV) il 07/06/1974, con Studio in Treviso (TV) Viale della Repubblica 209/A, c.f. CRRDRA74H07L407D, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti contabili di Treviso sezione A, al nr. 1062, ed iscritto al Registro dei Revisori Legali al nr. 136950, ha ricevuto incarico dal dott. Riccardo Carpitella, nella qualità di Curatore del fallimento della società "████████████████████" (fallimento acceso presso il Tribunale di Venezia Reg. Fall. n. 23/2022), con sede in ██████████ ██████████ Cod. Fisc., n° di iscrizione al Registro delle Imprese di Venezia Rovigo e P. Iva ██████████ di redigere la relazione finalizzata all'individuazione del valore corrente del compendio aziendale organizzato per l'attività di commercializzazione, all'ingrosso ed al minuto di prodotti alimentari e non alimentari, al fine di individuare il (più probabile) valore costituente la base d'asta nella procedura di vendita competitiva ex art. 107 R.D. 267/1942 (legge fallimentare).

La società ██████████ con unico socio esercitava, in precedenza, la propria attività di impresa attraverso due distinti rami d'azienda:

1) il primo, organizzato per l'attività di commercializzazione, all'ingrosso ed al minuto di prodotti alimentari e non alimentari (cash and carry, canale Horeca) corrente in Spinea (VE), Via del Commercio n.10;

2) il secondo, ubicato presso il medesimo indirizzo, organizzato per l'attività di agenzia commerciale in essere con la società ██████████ (c.f. e p.iva ██████████), operante nel settore dell'ingrosso alimentare e non e della grande distribuzione organizzata, con sede in ██████████

Alla data di apertura del fallimento, 21/03/2022, risultava esistente ed operativo solo il primo dei due compendi aziendali descritti, oggetto di contratto d'affitto (di ramo) d'azienda - stipulato in data 31/07/2019 - con l'affittuaria ██████████ con unico socio, con sede in ██████████ ██████████ Fisc., n° di iscrizione al Registro delle Imprese di Padova e P. Iva ██████████ anch'essa operante nel settore del commercio di prodotti alimentari (canale commerciale Horeca).

L'esercizio indiretto dell'attività rispondeva ad una logica transitoria e di 'asestamento' commerciale nell'ottica di cessione finale del compendio aziendale - data la presenza di un'opzione d'acquisto, nel citato contratto d'affitto originario, a favore dell'affittuaria, al fine di consentire alla ██████████ di far fronte a difficoltà di tipo sia finanziario - in un'ottica di risanamento dell'esposizione debitoria grazie al flusso costante di ricavi - e di tipo gestionale-amministrativo, per via di alcune incombenze di natura contabile che avrebbero dovuto essere completate.

Tuttavia ogni azione volta al risanamento è stata impedita dall'emergenza sanitaria da Covid-19 e dalle sue inevitabili conseguenze.

La curatela è subentrata ex art. 79 L.F. nel predetto contratto d'affitto di ramo d'azienda, previa autorizzazione del Giudice Delegato, dott.ssa Tania Vettore, in data 07/09/2022, intervenendo a mezzo scrittura privata ai fini della riformulazione di talune condizioni contrattuali incompatibili con la legge



fallimentare (ex multis la scadenza contrattuale, attualmente fissata al 30 settembre 2024).

Lo scrivente, ai fini dello svolgimento del presente incarico, dichiara di essersi attenuto, per quanto compatibili, ai Principi Italiani di Valutazione<sup>1</sup> (P.I.V.) e di aderire al “Codice dei Principi Etici” redatto dall’*International Valuation Standard Council* che, al paragrafo 12, avente titolo “Principi Fondamentali” afferma che *«è fondamentale per l’integrità del processo di valutazione che chi ne usufruisce sia fiducioso che il risultato finale è l’espressione di un valutatore dotato dell’esperienza, delle competenze e delle capacità di giudizio necessarie al compito, che opera con professionalità e con mente scevra da indebite influenze o da pregiudizi»*.

L’incarico professionale assegnato allo scrivente assume il carattere di *parere valutativo* (PIV I.4.4) nei termini di svolgimento controllato di una parte del processo valutativo, sulla base degli elementi di *input* forniti dalla curatela e dalla Società, in presenza di forti limitazioni della base informativa come evidenziato nel prosieguo.

## 1.2 LA CONFIGURAZIONE DI VALORE IN RELAZIONE ALLO SCOPO DELLA VALUTAZIONE E LA DATA DI RIFERIMENTO

Il valore oggetto di indagine del presente contributo è il valore intrinseco dell’azienda, in un’ottica di continuità della gestione (“*going concern*”); ai sensi del PIV I.6.8 tale valore *«esprime l’apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall’attività medesima e dei relativi rischi. Il valore intrinseco (chiamato frequentemente anche valore economico del capitale nel caso delle aziende) è frutto dell’analisi fondamentale, poiché, pur tenendo presenti gli indicatori di mercato per la quantificazione degli input (in particolare del tasso di attualizzazione) richiede la stima dei benefici economici (dei flussi di risultati e della consistenza patrimoniale nel caso delle aziende) e l’apprezzamento del quadro di rischio ad essi associato.*

*Il valore intrinseco riflette la realtà operativa dell’azienda (o del bene oggetto di valutazione) nelle sue condizioni correnti (con l’attuale destinazione d’uso, l’efficienza manageriale ed operativa corrente etc.). Il valore intrinseco non considera alcuna sinergia o alcun efficientamento che un terzo soggetto potrebbe riconoscere nel prezzo di acquisto dell’azienda o del bene. Il valore intrinseco esprime un valore ‘as is’. Il valore intrinseco è funzione della capacità di reddito corrente dell’azienda o del bene e delle opportunità di crescita concretamente realizzabili sulla base di azioni o progetti in cui l’impresa si è già impegnata.»*

La stima, retrospettiva, assume quale data di riferimento il 31/12/2022 e pertanto il presente parere valutativo esprime il valore dell’azienda nello stato corrente a tale data.

La definizione del capitale economico si fonda sui seguenti requisiti:

- a) la generalità della stima;
- b) la razionalità, intesa come metodo valido ai fini concettuali;

<sup>1</sup> I Principi Italiani di Valutazione 2015, in breve PIV, sono stati emanati in data 20/07/20 dall’Organismo Italiano di Valutazione, fondazione promossa da AIAF, ANDAF, ASSIREVI, Borsa Italiana, CNDCEC, Università L. Bocconi. Ogni successivo riferimento ai PIV che verrà fatto nel prosieguo della relazione, deve intendersi a detto volume, consultabile anche sul sito internet <http://www.fondazioneoiv.it>



- c) obiettività, intesa come certezza e credibilità dei dati;
- d) dimostrabilità, ossia i dati utilizzati nelle formule devono essere veritieri e obiettivi;
- e) stabilità, in quanto la stima non deve essere influenzata da eventi mutevoli e provvisori.

Il valore di stima oggettivo è stato determinato considerando una prospettiva stand alone, ossia nell'ipotesi in cui un'azienda sia in grado di operare autonomamente nel futuro; questo al fine di pervenire ad una stima generale, astratta e neutrale.

Lo scrivente, nell'espletamento dell'incarico, ha proceduto a descrivere i beni costituenti il capitale economico dell'azienda nell'ottica di continuità dell'esercizio d'impresa, come verrà spiegato nella sezione II del presenta elaborato.

### 1.3 SVOLGIMENTO DELL'INCARICO E DOCUMENTAZIONE ACQUISITA

In adempimento al mandato conferito, il sottoscritto perito ha provveduto ad esaminare la documentazione fornita dalla curatela, ed in particolare:

- visura camerale storica;
- contratto di cessione del ramo d'azienda organizzato per la vendita diretta di prodotti alimentari e non, sito in Via del Commercio n.10 Spinea (VE), tra la [REDACTED] con sede in [REDACTED] - in concordato preventivo ex art. 160 L. F. RG n. 21/2011 Tribunale di Venezia - e la cessionaria [REDACTED], stipulato in data 18/12/2014;
- situazioni economico patrimoniali degli esercizi dal 2016 al 2021 della Società [REDACTED] con unico socio elaborate dall'organo amministrativo con l'assistenza dello Studio [REDACTED] di Mirano (VE) che prestava assistenza in materia contabile e fiscale alla predetta società;
- note informative datate 11 giugno 2022 e 15 marzo 2023 redatte dall'amministrazione dell'affittuaria [REDACTED] aventi ad oggetto l'andamento economico del ramo d'azienda corrente in Spinea (VE) negli esercizi 2021 e 2022 e 2023 sino al 30 giugno;
- contratto d'affitto di ramo d'azienda a mezzo scrittura privata autenticata avanti il Notaio [REDACTED] del 31/07/2019, avente decorrenza 1° agosto 2019 ed affittuaria la [REDACTED] con unico socio, pendente alla data di apertura della procedura;
- la scrittura privata modificativa del predetto contratto stipulata tra la curatela - a seguito di subentro ex art. 79 L.F. previa autorizzazione del Giudice Delegato - e l'affittuaria [REDACTED] con unico socio, datata 8 settembre 2022, e successive scritture di proroga del termine di durata dell'affitto d'azienda inizialmente individuato;
- contratto di locazione avente ad oggetto la porzione di immobile ad uso commerciale ubicato in Spinea (VE) Via del Commercio n.10 ove viene condotta l'attività, stipulato in data 31/07/2019, tra la proprietaria [REDACTED] con sede legale presso l'indirizzo già menzionato e la [REDACTED] con unico socio;
- l'“inventario-perizia”, depositato in data 9 maggio 2022 nel fascicolo telematico della procedura, redatto in presenza del Cancelliere Giacomo Torto con l'assistenza del perito stimatore mobiliare Ing. Massimo Selvatico, contenente l'elencazione di attrezzature ed altri beni mobili strumentali ricompresi





Carry sito in Spinea (VE) Via del Commercio n.10 di proprietà della [REDACTED] con sede in [REDACTED] - in forza di contratto di affitto d'azienda del 01/02/2011 di cui all'atto n. [REDACTED] di repertorio Notaio [REDACTED]; ramo d'azienda - composto da avviamento e clientela, dalle immobilizzazioni immateriale in genere, dal contratto di locazione dell'immobile strumentale ove veniva svolta l'attività, dai beni strumentali materiali, dal personale dipendente - successivamente acquistato in data 18/12/2014 con scrittura privata autenticata avanti il Notaio [REDACTED] dalla predetta [REDACTED] con sede in [REDACTED] in procedura di concordato preventivo ex art. 160 L.F. R.G. n. 21/2011 del Tribunale di Venezia.

Con decorrenza 1° agosto 2019 il compendio aziendale organizzato per l'attività di commercializzazione, all'ingrosso ed al minuto di prodotti alimentari e non alimentari (cash and carry, canale Horeca) di proprietà della [REDACTED] con unico socio, corrente in Spinea (VE) Via del Commercio n.10 - compiutamente descritto, nella sua composizione, al prossimo paragrafo - è stato concesso in affitto alla [REDACTED] con unico socio, a mezzo scrittura privata del 31/07/2019 autenticata avanti il Notaio [REDACTED] con sede in [REDACTED] Cod. Fisc., n° di iscrizione al Registro delle Imprese di Padova e P. Iva [REDACTED] - ad un canone annuo di Euro 42.000,00 (Euro 3.500,00 mensili) oltre Iva, durata di anni due (tacitamente rinnovabili), e previsione di opzione di acquisto finale a favore dell'affittuaria al prezzo di Euro 360.000,00 con scomputo:

- dei canoni di affitto corrisposti dal 1° agosto 2019 fino alla data di acquisto;
- dei crediti vantati dai dipendenti relativamente al TFR, ferie, permessi, ratei delle mensilità aggiuntive a partire dalla data del 1° agosto 2019, con previsione del relativo acollo da concordare.

Si espone sin d'ora, per completezza, che la società [REDACTED] con unico socio svolge la propria attività nel settore del commercio all'ingrosso di prodotti per il settore della ristorazione ed accoglienza (Ho.Re.Ca) presso la sede di Montegrotto Terme (PD) e in un deposito a Venezia Mestre (VE) per il transito della merce destinata a Venezia (VE). La localizzazione del *cash and carry* di Spinea (VE) è stata quindi ritenuta favorevole per un miglior sviluppo delle proprie vendite nella zona con possibili risparmi di costi, quantomeno quelli dei trasporti, al bacino di utenza (vedasi anche la vicinanza della città di Venezia, appunto), oltre alla possibilità di uno sviluppo della vendita di prodotti della gastronomia che produceva e tutt'ora produce in proprio e destinata al segmento commerciale dei bar e della ristorazione.

Sempre in data 31/07/2019, come già riportato al par. 1.3, veniva sottoscritto tra la proprietaria [REDACTED] (c.f. e p.iva [REDACTED]) e la [REDACTED] - affittuaria - un contratto di locazione avente ad oggetto una porzione di immobile ad uso commerciale ove veniva (e viene tutt'ora) svolta l'attività commerciale, della durata di anni sei rinnovabili per ulteriori sei, e canone annuo pari ad Euro 48.000,00 (Euro 4.000 mensili) oltre Iva.

Dal 01/04/2013 al 28/02/2021 l'attività secondaria esercitata dalla società è stata quella propria degli agenti e rappresentanti di prodotti alimentari attraverso un contratto di agenzia senza deposito - stipulato in data 01/03/2013 e risolto in data 28/02/2021 - con la ditta preponente allora [REDACTED] (c.f. e p.iva [REDACTED]) - oggi [REDACTED] marchio di [REDACTED], operativa nel settore del



catering e del food service, con sede legale a Belluno (BL).

Socia unica dal 31/08/2011 nonché amministratrice unica, sin dal 05/08/2013, è [redacted] - [redacted] il [redacted] (c.f. [redacted]) - iscritta nella sezione agenti e rappresentanti di commercio della CCIAA di Venezia, la quale detiene l'intero capitale sociale pari ad € 10.000,00.

**1.3.2. Composizione pregressa ed attuale del compendio aziendale**

Come esplicitato nel contratto di affitto di ramo d'azienda del 31/07/2019 stipulato con la [redacted] [redacted] con unico socio, già menzionato e pendente alla data di apertura della procedura - nel quale la curatela è subentrata previa modifica ed integrazione delle clausole negoziali non rispondenti all'esigenze fallimentari - il compendio aziendale era costituito (alla data del 1° agosto 2019) da:

- 1) attrezzature ed altri beni strumentali, di cui all'elenco sub. "A" allegato al contratto d'affitto;
- 2) n. 4 contratti di lavoro subordinato concernenti i dipendenti, risultanti dall'elenco allegato sub. "B" al contratto d'affitto, nel quale sono evidenziati mansioni, debiti per TFR ed altri crediti di lavoro maturati al 30 giugno 2019, con esplicita esclusione delle merci presenti in magazzino (trattate con separato accordo) e crediti e debiti nonché rapporti attivi e passivi intrattenuti dall'affittante [redacted] non espressamente menzionati nell'atto.

In relazione all'attuale composizione del compendio aziendale, con riferimento:

- alle **attrezzature ed agli altri beni strumentali all'esercizio dell'attività** (di cui al precedente punto 1)), gli stessi sono stati oggetto d'inventario e congiunta perizia di stima, effettuati in data 20/04/2022 in presenza del curatore, del Cancelliere Giacomo Torto e dell'esperto valutatore Ing. Massimo Selvatico, nominato dalla curatela previa autorizzazione del Giudice Delegato; la stima è a valore di mercato - avuto riguardo allo stato d'uso, all'età ed all'obsolescenza - alle condizioni correnti in cui i beni si trovano, in un'ottica di funzionamento, come già esposto al par 1.3; l'elenco analitico dei predetti beni, comprensivo dei rispettivi valori di stima, titolato 'beni in contratto d'affitto', è contenuto nell'estratto del verbale d'inventario allegato al presente elaborato (allegato sub.1);
- ai **contratti di lavoro subordinato in essere**, attualmente sono **due** i rapporti di lavoro subordinato ricompresi nel compendio in esame, essendo gli altri cessati nel 2020; nella tabella sottostante sono riepilogati i dati anagrafici e la classificazione del personale in forza:

ELENCO DIPENDENTI	CODICE FISCALE	DATA ASSUNZIONE	TIPOLOGIA CONTRATTO	CATEGORIA	QUALIFICA CONTRATTUALE
[redacted]	[redacted]	18/04/2013	A TEMPO INDETERMINATO	IMPIEGATA	OPERATORE DI VENDITA - 1° ctg del C.C.N.L. Viaggiatori e Piazzisti - Az. Commerciali
[redacted]	[redacted]	01/10/2008	A TEMPO INDETERMINATO	IMPIEGATA	IMPIEGATA - 3° livello del C.C.N.L. Terziario, Distribuzioni e Servizi





Si evidenzia che le passività relative ai sopra menzionati rapporti di lavoro, pertanto i debiti vs dipendenti per TFR e ratei ferie, permessi, rol, 13°, così come ogni altra passività riconducibile alla società [REDAZIONE] con unico socio, stante il fallimento della società in data 22 marzo 2022, **non** sono ricomprese nel ramo d'azienda in esame, in quanto le stesse concorrono a formare lo stato passivo della procedura e saranno soddisfatte nei limiti del riparto futuro.

Allo stesso modo gli elementi dell'attivo costituenti il compendio aziendale sono costituiti esclusivamente da:

- avviamento, per quanto ancora esistente (rinviando sul punto alla sezione III del presente elaborato);
- i beni strumentali materiali mobili elencati al capoverso precedente;
- i contratti di lavoro riepilogati nella tabella che precede.

Si precisa sin d'ora, in relazione alle immobilizzazioni immateriali risultanti dalla situazione patrimoniale al 31/12/2021 fornita allo scrivente, ammontanti ad Euro 3.269,65 e costituite da oneri pluriennali relativi al precedente contratto d'affitto d'azienda, che alle stesse viene attribuito valore nullo non essendo rappresentativi di alcun beneficio economico futuro.

Si evidenzia altresì che il contratto di locazione avente ad oggetto la porzione di immobile ad uso commerciale sito in Spinea (VE) Via del Commercio n. 10 identificato al NCEU al foglio nr. 7 mapp. 430 sub. 6 e precisamente il piano terra composto di sala vendita, zona preparazione, magazzini, spogliatoi e bagni e scoperto pertinenziali con magazzini, all'interno del quale si articola il punto vendita *cash & carry*, è escluso dal compendio aziendale in esame oggetto di trasferimento (in esito a procedura competitiva di vendita) in quanto stipulato direttamente tra la proprietà e l'affittuaria [REDAZIONE] con unico socio. In particolare, ai sensi dell'art. 10 del predetto contratto lo stesso non è cedibile né è consentita la sublocazione. Nella redazione del presente elaborato, lo scrivente assume che non vi siano ostacoli alla 'circolazione' del contratto tramite l'esercizio del recesso da parte di [REDAZIONE] con unico socio (qualora non si renda aggiudicataria/acquirente dell'azienda) a causa dei «gravi motivi» di cui all'articolo 27 c.8 della Legge n. 392 del 1978 (secondo cui *«Indipendentemente dalle previsioni contrattuali il conduttore, qualora ricorrano gravi motivi, può recedere in qualsiasi momento dal contratto con preavviso di almeno sei mesi da comunicarsi con lettera raccomandata»*) considerato che il sopravvenuto fallimento della concedente [REDAZIONE] con unico socio, e la conseguente necessità di cessione del compendio aziendale a mezzo procedure competitive da parte della curatela, integra un fatto totalmente estraneo alla volontà dell'affittuaria, imprevedibile e sopravvenuto rispetto alla costituzione del rapporto contrattuale.

## SEZIONE II

### **2.1. DESCRIZIONE DEI CRITERI DI VALUTAZIONE**

La determinazione del valore economico del capitale aziendale può avvenire seguendo metodiche tra loro alternative oppure complementari. In particolare esistono tre metodiche (PIV 1.14.1):

- **metodica del costo:** si basa sulla stima dell'onere per sostituire o rimpiazzare l'attività oggetto di valutazione con una di utilità equivalente (PIV 1.17.1), attraverso il calcolo del costo di riproduzione o quello di rimpiazzo (quando non è possibile quello di ricostruzione) (PIV



1.17.2), alla luce dello stato di degrado (fisico, economico, funzionale) del bene alla data di valutazione (PIV 1.17.3). Tale metodica viene applicata alle valutazioni delle aziende attraverso il criterio patrimoniale;

- **metodica dei flussi di risultato attesi:** valuta la capacità dell'azienda di generare flussi di risultato nel futuro (PIV 1.16.1). Il valore è funzionale ai flussi finanziari o reddituali generabili nell'arco della vita utile residua, tenendo conto della loro distribuzione nel tempo e del grado di incertezza sulla loro manifestazione futura (PIV 1.16.1). Aggiungono al valore di natura patrimoniale, una componente immateriale cioè il valore attuale degli extraredditi in eccesso rispetto alla normale remunerazione del patrimonio netto tangibile (PIV III.1.11). Tale metodica viene applicata allevalutazione delle aziende attraverso il criterio reddituale e quello finanziario;
- **metodica di mercato:** si fonda sulla comparazione con attività simili per le quali esistono indicazioni significative di prezzi recenti (PIV 1.15.1) formati in condizioni normali di mercato e che non includano valori o sinergie speciali (anche PIV III.1.11). Tale metodica viene applicata alle valutazioni delle aziende attraverso il criterio comparativo;

e cinque criteri di valutazione (PIV III.1.11):

- ✓ **patrimoniale:** si riferisce alla metodica del costo. Con il criterio patrimoniale il valore dell'azienda viene determinato in funzione del suo patrimonio; in particolare viene individuato il valore del patrimonio netto aziendale risultante dalla distinta stima a valori correnti delle singole attività e passività alla data di riferimento (PIV III.1.28). Con il "metodo patrimoniale complesso" vengono valorizzate anche le immobilizzazioni immateriali, orientando a valutazione alle correnti di reddito atteso che si reputa siano in grado di produrre l'azienda;
- ✓ **reddituale:** le valutazioni reddituali sono basate sulla capitalizzazione di flussi di reddito distribuibile di lungo periodo ad un opportuno tasso di valutazione (PIV III.3.31). Le valutazioni reddituali sono in assoluto preferibili nelle situazioni aziendali stabilizzate (PIV III.3.32);
- ✓ **creazione del valore:** si tratta di metodiche miste tra quella del "costo" e quella dei "risultati attesi", quindi una sintesi tra criterio patrimoniale e quello reddituale. Sono riconducibili a valutazioni reddituali, e mettono in risalto l'entità del valore creato rispetto ai mezzi propri investiti nell'azienda (PIV III.1.35). Includono il metodo misto patrimoniale reddituale (UEC) e l'E.V.A. Si applica un metodo misto quando si desidera contemperare la prospettiva redditualistica con quella patrimonialistica, cioè la razionalità ipotetica derivante dalla prima impostazione concettuale con la maggior concretezza e verificabilità delle determinazioni risultanti dalla seconda. Il metodo 'Uec' mira ad attribuire all'avviamento un valore autonomo che riflette la definizione stessa di avviamento quale sistema di condizioni produttive immateriali – possedute in maggiori o in migliori qualità – che generano un soprareddito rispetto a quello prodotto dalle altre imprese del settore;



- ✓ **finanziari:** sono valutazioni che si basano sull'attualizzazione dei flussi monetari e quindi richiedono la disponibilità di un business plan (PIV III.1.35). Le valutazioni di tipo finanziario (D.C.F.) sono le più adatte nelle situazioni aziendali caratterizzate da fattori evolutivi che generano risultati variabili nel tempo, o per mettere in risalto variazioni consistenti nel capitale circolante;
- ✓ **comparativi:** si riferisce alla metodica di mercato. In genere si basa sull'applicazione di multipli di indicatori economici o patrimoniali. Attraverso premi e sconti si può ricondurre alla unità di valutazione oggetto di stima, un prezzo osservato sul mercato relativo ad una diversa unità di valutazione (PIV 1.15.3). Criticità di tale criterio sono, ad esempio la confrontabilità del campione di aziende di riferimento e la regressione statistica con cui si collega il moltiplicatore con i driver sottostanti (PIV III.1.38). Inoltre, hanno diversa valenza i multipli desunti da società quotate confrontabili o quelli derivanti da transazioni comparabili (PIV III.1.40). Nel primo caso si deve tenere conto dell'influenza della liquidità del titolo, e nel secondo caso dei premi per il controllo o degli sconti per scarsa liquidità: in generale una transazione di una società quotata è poco adatta per società non quotate senza adeguati correttivi (PIV III.1.40).

La scelta dei metodi di valutazione da adottare dipende dalle finalità della stima, dalle caratteristiche dell'azienda, dalle proprietà dei diversi metodi, dalla qualità della base informativa, dall'estensione dell'analisi fondamentale che è stato possibile esperire (PIV III.1), dalla configurazione di valore ricercata (PIV III.1.16).

E' molto diffusa la prassi di associare ad un metodo principale di valutazione, un secondo metodo che assume la valenza di metodo di confronto e controllo (PIV 1.14.1) o anche più metodi di controllo (PIV III.1.16). Tuttavia quando la base informativa è limitata - come nel caso che ricorre - è possibile scegliere un solo metodo (PIV III.1.16).

Le valutazioni aziendali possono essere di tipo *equity side* (determinano direttamente il Capitale netto), o *asset side* (determinano il Capitale operativo investito, senza quindi considerare l'indebitamento finanziario) (PIV III.1.15).

In particolare:

- le valutazioni *equity side* considerano flussi di reddito, o flussi finanziari, disponibili per i soci, ed adottano il tasso equivalente al "costo opportunità del capitale di rischio" il quale rappresenta il tasso di remunerazione che si attenderebbe un potenziale investitore nel capitale di rischio dell'azienda. Per la determinazione del costo del capitale proprio è utilizzato il modello teorico C.A.P.M. (*Capital Asset Pricing Model*)<sup>2</sup>; in alternativa considerano multipli del patrimonio netto o di flussi di risultato per gli azionisti (*unlevered*);
- le valutazioni *asset side* considerano flussi di reddito, o flussi finanziari, disponibili per l'impresa come se non fosse indebitata, ed adottano come tasso il "costo medio ponderato del capitale" (w.a.c.c.); oppure considerano multipli del capitale operativo oppure di flussi di risultato per il

<sup>2</sup> Il C.A.P.M. è un modello di equilibrio dei mercati finanziari che stabilisce una relazione tra il rendimento di un titolo e la sua rischiosità, misurata tramite un unico fattore di rischio, detto *beta*. Esso è il modello teorico più utilizzato nella stima del costo opportunità del capitale.





identificarsi con perdite attese a causa di una remunerazione non soddisfacente del capitale investito.

### 2.3 LA BASE INFORMATIVA E LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE

In relazione ai documenti considerati dallo scrivente fini dell'elaborazione del presente parere valutativo - già elencati al par. 1.3 - si evidenzia quanto segue in relazione all'ampiezza ed affidabilità della base informativa:

- l'ultimo bilancio d'esercizio depositato presso il Registro delle Imprese di Venezia Rovigo da parte della società [redacted] con unico socio è quello al 31/12/2017, sebbene in forza dell'art. 5 del già menzionato contratto d'affitto di ramo d'azienda del 31/07/2019, la società avrebbe dovuto entro il 30/11/2019 depositare il bilancio dell'esercizio 2018, unitamente a situazione contabile aggiornata al 31/07/2019;
- con riferimento al triennio 2016 – 2018, antecedente l'inizio dell'affitto del compendio aziendale alla [redacted] i dati economici complessivi ritraibili dalle situazioni contabili consegnate alla curatela - sintetizzati nella tabella seguente - evidenziano un tracollo della redditività aziendale, in particolare l'Ebitda margin passa dal 5,5% del 2016 al 2,2% del 2018;

<b>Conto Economico Riclassificato</b>	<b>31/12/2016</b>	<b>31/12/2017</b>	<b>31/12/2018</b>
<b>Ricavi</b>	3.485.163	3.709.619	3.381.746
di cui provvigioni	227.720	301.364	293.164
<b>Valore della produzione operativa</b>	<b>3.485.163</b>	<b>3.709.619</b>	<b>3.381.746</b>
Costi esterni operativi	3.130.527	3.436.019	3.130.826
<b>Valore aggiunto</b>	<b>354.636</b>	<b>273.600</b>	<b>250.920</b>
Costi del personale	161.227	164.955	175.403
<b>Margine Operativo Lordo</b>	<b>193.409</b>	<b>108.645</b>	<b>75.517</b>
Ammortamenti e accantonamenti	62.906	61.124	53.015
<b>Risultato Operativo</b>	<b>130.503</b>	<b>47.521</b>	<b>22.502</b>
Risultato dell'area accessoria e straordinaria	16.307	21.422	372.736
<b>Ebit</b>	<b>114.196</b>	<b>26.099</b>	<b>(350.234)</b>
Oneri finanziari	45.232	33.548	33.728
<b>Risultato lordo (ante imposte)</b>	<b>68.964</b>	<b>(7.449)</b>	<b>(383.962)</b>

- a decorrere dall'esercizio 2019, stando al contenuto delle note informative inviate alla curatela da parte dell'amministrazione dell'affittuaria [redacted] la quale è subentrata nella gestione aziendale dal 1° agosto 2019, si evidenzia un ulteriore tracollo in termini di vendite 'dirette' annue del solo ramo d'azienda cash & carry corrente in Spinea (VE) (sotto esposte) se raffrontate a quelle del triennio precedente (la cui media si attesta a 3,2 milioni €):

	<b>2019 da agosto</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Fatturato				
Cash & Carry	595.022	1.135.352	<b>1.113.888</b>	<b>1.229.081</b>
Spinea (VE)				

Dai dati emerge, di fatto, una forte contrazione delle vendite riconducibile con ogni probabilità ad una perdita/sviamento della clientela intervenuto ancor prima dell'arrivo del virus Covid-19 nel 2020 e dei lockdown conseguenti;



- quanti ai conti economici riclassificati a margine di contribuzione al 31/12/2021 ed al 31/12/2022, contenuti nelle già citate note redatte dall'affittuaria [REDACTED] si evidenzia che gli stessi includono, da un lato, anche le vendite ai clienti già in anagrafica [REDACTED] al momento dell'assunzione in locazione del ramo d'azienda e di quelli di nuova codifica assunti successivamente ma con l'intervento della rete vendita della sede, dall'altro risentono di logiche di ribaltamento di costi logistici, di consegna ed accessori di vendita, amministrativi, non analiticamente separabili/individuabili da parte dello scrivente, il quale non ne ha contezza. Lo stesso dicasi per l'incidenza delle rimanenze sul costo della produzione.

Si segnala, in ultimo, per completezza, l'assenza di piani previsionali pluriennali riferiti alla sola attività esercitata in Spinea (VE) tramite il compendio aziendale in esame che permettano, con un certo grado di certezza, di stabilire l'entità dei singoli flussi reddituali futuri.

Alla luce di quanto esposto, lo scrivente ha ritenuto ragionevole e coerente ai fini della formulazione del presente parere:

- dare, da un lato, peso preminente ai dati delle sole **vendite del cash&carry degli esercizi 2021 e 2022** (dato 2020 espunto causa effetti distorsivi Covid-19 ed anno 2023 non disponibile) **verso i c.d. clienti 'ex [REDACTED]',** con esclusione cioè delle vendite apportate dalla [REDACTED] **considerata l'assenza di risultati economici intermedi pienamente affidabili e rappresentativi di quello che è il flusso riproducibile nell'orizzonte temporale della valutazione,** ritraendo – come verrà di seguito spiegato - quindi dal fatturato medio dell'ultimo triennio disponibile un 'reddito medio-normale';
- dall'altro, tener conto del **patrimonio materiale tangibile esistente** (la presenza di beni materiali strumentali all'esercizio dell'attività), sposando, quindi, l'applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale (Uec) con stima autonoma dell'avviamento (goodwill), al fine di indagare un valore rappresentativo dell'investimento che un'impresa terza dovrebbe sostenere per ricreare da zero un'azienda funzionante e con caratteristiche identiche a quella oggetto di stima.

## 2.4 IL VALORE OGGETTO DI STIMA

Come sopra preannunciato il metodo di valutazione di cui lo scrivente si è avvalso è quello misto patrimoniale-reddituale (Uec) con stima autonoma del goodwill o del badwill il quale, in estrema sintesi, consiste in una sintesi tra il metodo patrimoniale e quello reddituale.

Il metodo, dove la sigla indica l'Unione europea degli Esperti Contabili Economici e Finanziari, sostiene che nella determinazione del valore economico dell'azienda occorre partire dalla espressione a valori correnti degli elementi patrimoniali pertinenti all'azienda da valutare. La valutazione analitico-patrimoniale sarà poi integrata in funzione delle capacità reddituali prospettive dell'azienda (esprese dall'avviamento), in primo luogo attraverso la determinazione del "sovrareddito", e la sua successiva attualizzazione, ad un tasso appropriato e per un periodo limitato di anni.

Infatti, è ragionevole pensare che il differenziale di redditività (sovra/sottoreddito) che l'azienda si stima potrà generare in futuro, rispetto a un livello giudicato normale, non permarrà a lungo; soprattutto nei settori sufficientemente concorrenziali, la reazione dei concorrenti attuali e potenziali (nuovi entranti



‘richiamati’ dalla presenza di sovrareddito) porterà nel medio/lungo termine, all’erosione dell’‘extra-remunerazione’ attesa. Anche eventuali sottoredditi non potranno permanere in perpetuo, poiché in caso contrario, risulterebbe snaturata l’essenza stessa dell’azienda quale istituto economico atto a perdurare nel tempo per il soddisfacimento delle aspettative di remunerazione dei prestatori di lavoro e dei conferenti il capitale di pieno rischio. Si consideri, inoltre, che la valutazione in continuità aziendale non può mai essere inferiore a quello di liquidazione ordinaria (PIV III.1.33).

La formula con cui si identifica il “metodo di valutazione misto patrimoniale reddituale” (UEC), è:

$$V_e = K_0 + \sum_{t=1}^n (R_t - i'K_{t-1})(1 + i'')^{-t}$$

$V_e$  = è il valore economico dell’azienda (*equity side*)

$K_0$  = valore patrimonio netto rettificato a valori (di mercato) correnti

$R_t$  = è fatto pari al reddito netto medio R sostenibile nell’orizzonte temporale considerato

$i'$  = è il saggio di rendimento considerato normale, tenendo conto del settore e dell’azienda

$i''$  = è il tasso ritenuto appropriato per attualizzare i sovraredditi

$n$  = è il numero di anni di prevedibile durata dell’avviamento

La valutazione si svolge attraverso due distinte fasi:

- a) una valutazione patrimoniale “analitica”;
- b) un’autonoma determinazione del valore dell’avviamento.

I PIV (III.1.34) richiedono che i parametri di valutazione siano selezionati in maniera appropriata, motivando le scelte compiute. Pertanto, la scelta dei suddetti parametri verrà giustificata analiticamente nei successivi paragrafi.

#### 2.4.1 Il capitale rettificato ( $K_0$ )

Il valore del capitale netto rettificato viene determinato sostituendo ai dati contabili i valori correnti dei vari elementi attivi, in un’ottica di prosecuzione dell’attività, così come analiticamente individuati ed attribuiti da parte dell’esperto stimatore Ing. Massimo Selvatico, incaricato dalla curatela, in sede di inventario-perizia espletata in data 20 aprile 2022.

La stima complessiva dei beni materiali strumentali - di cui all’elenco allegato sub.1 alla presente relazione - espressi a valori correnti, in un’ottica di continuità aziendale, è pari ad **Euro 49.350,00**.

Pertanto:

<b>ATTIVO</b>	
Immobilizzazioni materiali	49.350,00
<b><u>CAPITALE RETTIFICATO (<math>K_0</math>) 49.350,00</u></b>	

#### 2.4.2. Il reddito medio normale atteso ( $R_t$ )

L’impossibilità di individuare un dato reddituale (storico) medio ritenuto rappresentativo del flusso



reddituale replicabile in futuro (PIV III.3.31) - a causa dell'indisponibilità di conti economici storici recenti riferiti al solo ramo aziendale in esame - in assenza peraltro di piani previsionali futuri - ha indotto lo scrivente a ricerca una grandezza medio normale, derivandola dal rapporto *Ebit margin* (%) medio dei settori discount, distribuzione organizzata e GDO, il quale si attesta ad un **2,00%** per il biennio 2021 – 2022 (dato medio), come emerge dal documento di sintesi «*Osservatorio sulla GDO alimentari – Marzo 2023*» pubblicato dall'Area Studi Mediobanca e dai dati dell'ultima edizione del medesimo studio di marzo 2024 riportati dalla stampa specializzata<sup>4</sup> (GDO News).

Il predetto indicatore esprime la redditività sulle vendite, rapportando la misura dell'utile operativo prima degli oneri finanziari e delle imposte (*Ebit, Earnings Before Interest and Taxes*) ai propri ricavi.

Pertanto la determinazione del reddito medio atteso ( $R_t$ ) è la seguente:

a. <b>Media fatturato biennio 2021-2022</b>	1.171.485 €
b. <i>Ebit margin</i>	2,00%
a. x b.: <b>Reddito medio normale atteso</b>	23.430 €
<b><u>Reddito medio normale atteso al netto delle imposte (tax rate 30%) (Rt)</u></b>	<b>16.401 €</b>

#### 2.4.3 I tassi ( $i'$ e $i''$ ) e l'orizzonte temporale di riferimento ( $n$ )

In primo luogo si è proceduto con il calcolo di  $i'$ , ovvero il “costo figurativo del capitale proprio”, che rappresenta il tasso di remunerazione che si attenderebbe un potenziale investitore nel capitale di rischio dell'azienda.

Per la sua determinazione è stato utilizzato, come già detto, il modello teorico C.A.P.M. (Capital Asset Pricing Model) che è un esempio di modello per il calcolo del “tasso aggiustato per il rischio” con criteri di oggettività (PIV 1.19.13).

Questo modello statistico, esprime il rendimento atteso di una attività finanziaria rischiosa, sulla base di una relazione lineare:

$$K_e = R_f + [R_m - R_f] \cdot \beta$$

dove:

$R_f$  = tasso privo di rischio

$R_m$  = rendimento atteso del portafoglio di mercato di riferimento

$R_m - R_f$  = premio per il rischio del portafoglio di mercato (*Equity Risk Premium*)

$\beta$  = coefficiente di rischiosità sistematica non diversificabile

Il tasso privo di rischio,  $R_f$ , è stato quantificato sulla base dei rendimenti medi di mercato, alla data di riferimento della stima (31/12/2022), di un paniere di titoli di Stato aventi fascia di vita residua allineata rispetto all'orizzonte temporale della valutazione. Specificamente, si è considerato il documento *Rendistato 2022* disponibile nel sito web della Banca d'Italia<sup>5</sup>, per la fascia residua di vita dei titoli compresa tra i 4 ed i 6 anni (coerentemente con l'orizzonte temporale prescelto), con riferimento al mese

<sup>4</sup><https://www.gdonews.it/2024/03/28>

<sup>5</sup><https://www.bancaditalia.it/compiti/operazioni-mef/rendistato-rendiob/documenti/rendistato-2022.pdf>





di dicembre 2022.

Il tasso Rf viene individuato nella misura del 3,52%.

Il premio per il rischio (*Equity Risk Premium*) esprime il saggio di rendimento per gli investimenti in capitale proprio (azioni) effettuati sul mercato nazionale, e per la sua determinazione si è fatto riferimento alla banca dati curata dal Prof. Aswath Damodaran nonché all'indagine condotta dal Prof. Pablo Fernández. Si è ritenuto applicabile un tasso (o meglio un premio per il rischio  $R_m - R_f$ ) pari al 6,00%, alla luce del 5,94% individuato nella banca dati curata dal prof. Damodaran (aggiornamento del 1 gennaio 2023)<sup>6</sup>, e del 6% riportato nell'indagine condotta dal Prof. Pablo Fernández<sup>7</sup> (IESE Business School dell'Università di Navarra – Spagna).

Il coefficiente  $\beta$ , infine, esprime il premio al rischio dello specifico settore e misura quindi la rischiosità specifica della singola azienda, in relazione a come i rendimenti aziendali variano in media al variare dei rendimenti del mercato. Il coefficiente  $\beta$  misura il rischio dell'investimento specifico in relazione al rischio generale dell'economia e dei mercati finanziari, il quale è non diversificabile e dipende essenzialmente dal settore in cui l'azienda opera (più è soggetto a cicli congiunturali, più è alto il rischio), dal grado di leva operativa (maggiore è l'incidenza dei costi fissi, più è alto il rischio) e dal grado di leva finanziaria (maggiore è il grado di indebitamento, più è alto il rischio).

La formula con cui si calcola il  $\beta$  è la seguente:

$$\beta = \rho \frac{\sigma}{\sigma_M}$$

dove:

$\beta$  = è la misura del rischio sistematico

$\sigma$  = è la deviazione standard del rendimento (volatilità) dell'attività da valutare

$\sigma_M$  = è la deviazione standard del rendimento (volatilità) del portafoglio di mercato

$\rho$  = è il coefficiente di correlazione tra il rendimento dell'attività da valutare e il rendimento del portafoglio di mercato

Il coefficiente  $\beta$  può assumere i seguenti valori:

Beta >1	Il titolo si muove nella stessa direzione del mercato e con oscillazioni maggiori del mercato stesso
0 < Beta <1	Il titolo si muove nella stessa direzione del mercato, ma con oscillazioni minori di quelle di mercato
0 > Beta >-1	Il titolo si muove in direzione opposta al mercato, anche se in maniera contenuta
Beta <-1	Il titolo si muove in senso opposto al mercato ed oscilla maggiormente rispetto al mercato stesso

Il coefficiente  $\beta$  può essere agevolmente calcolato per le imprese quotate in borsa.

Nel caso in esame, non essendo l'azienda collocata sui mercati finanziari, e non essendo disponibili i dati relativi a società quotate comparabili per settore di attività e di rischio, si è ritenuto di considerare tale coefficiente pari a 1, con volatilità pari a quella del mercato.

Il tasso  $i^p$  cui si perviene è pertanto pari a 9,52%.

<sup>6</sup> [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/dataarchived.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html)

<sup>7</sup> [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3803990](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3803990)



**Tasso di attualizzazione del sovra-reddito (i'')**

Il tasso di attualizzazione i'' in genere è uguale o superiore rispetto ad i' in presenza di sovraredditi; in ogni caso entrambi hanno natura di costo dei mezzi propri e quindi si collocano in un intorno del costo del capitale proprio. Lo scrivente ha optato per una esigua maggiorazione, pari allo 0,50%, portando così il tasso i'' al 10,02% considerato che il **rischio** di generare dei sovraredditi è superiore a quello di generare dei "redditi normali".

**L'orizzonte temporale di riferimento (t)**

Premesso che è generalmente compreso tra 5 e 10 anni a seconda della persistenza del vantaggio competitivo riconosciuto all'azienda (PIV 3.1.33) lo scrivente ritiene adeguato un orizzonte temporale prospettico di 5 anni.

**SEZIONE III**

**3.1 DETERMINAZIONE DEL VALORE DELL'AZIENDA**

Sviluppando quindi la formula di calcolo della valutazione aziendale attraverso il metodo "misto patrimoniale reddituale" (UEC):

$$V_E = K_0 + \sum_1^n (R_t - i'K_{t-1})(1 + i'')^{-t} =$$

49.350 + (16.401 - 4.698) \* 3,7889

= 49.350 + 44.341 = 93.691

**K<sub>0</sub>** = patrimonio netto corrente = € 49.350 (paragrafo 2.4.1)

**R<sub>t</sub>** = reddito netto medio normale atteso = € 16.401 (paragrafo 2.4.2)

**i'** = costo del capitale = 9,52% (paragrafo 2.4.3)

**i''** = tasso attualizzazione sovra-reddito = 10,02% (paragrafo 2.4.3)

**t** = 5 anni (paragrafo 2.4.3)

si perviene al **valore complessivo del compendio aziendale**, pari ad **Euro 93.691,00**. Valore che si arrotonda per difetto in Euro 93.000,00.

**SEZIONE IV**

**CONCLUSIONI**

Il valore complessivo del compendio aziendale in applicazione del sopra descritto metodo di valutazione è così composto:

<b>METODO MISTO PATRIMONIALE REDDITUALE</b>	
A) PATRIMONIO NETTO CORRENTE	€ 49.350
B) AVVIAMENTO	€ 44.341
<b>A+B = VALORE AZIENDALE</b>	<b>€ 93.691</b>



In conclusione, alla luce delle suesposte considerazioni e valutazioni, lo scrivente è ragionevolmente in grado di esprimere che il valore del compendio aziendale, organizzato per l'attività di commercializzazione, all'ingrosso ed al minuto, di prodotti alimentari e non, corrente in Spinea (VE) Via del Commercio 10, di proprietà della società [REDACTED] ammonta ad **Euro 93.000,00.-** (novantatremila/00).

In fede.

Treviso, li 27/05/2024

L'esperto stimatore  
Dott. Dario Carretta

Allegati:

- 1) Estratto del verbale inventario contenente l'elenco dei beni materiali e rispettivi valori di stima attribuiti dall'esperto Ing. Massimo Selvatico.



