

[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]

Perizia di stima del valore economico
del ramo d'azienda relativo all'attività di
somministrazione di alimenti e
bevande, sito nel Comune di Padova, via
Giordano Bruno n. 24/B

INDICE

1. PREMESSA: L'INCARICO	2
2. FINALITÀ DELLA PRESENTE PERIZIA E DATA DI RIFERIMENTO	3
3. BASE DOCUMENTALE	3
4. IPOTESI E LIMITI	5
5. L'IMPRESA OGGETTO DI VALUTAZIONE	6
6. LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE SECONDO I CRITERI DI NATURA AZIENDALISTICA.....	7
6.1. Metodi patrimoniali.....	9
6.2. Metodi reddituali	11
6.3. Metodi misti	13
6.4. Metodi Finanziari	15
6.5. Metodi di valutazione di Private Equity.....	18
7. IL METODO ADOTTATO	21
7.1. La valutazione d'azienda in ordine alle autorizzazioni commerciali esistenti	21
7.2. La valutazione con il metodo patrimoniale complesso	25
8. CONCLUSIONI.....	29

1. Premessa: l'incarico

████████████████████ (di seguito, per economia espositiva, anche “██████████ o “*l'Impresa*”), con sede legale in Padova, via Giordano Bruno n. 24/B, C.F. ██████████ P.IVA n. ██████████ e numero REA PD – ██████████ è una impresa individuale iscritta al Registro delle Imprese di Padova nella sezione speciale dei piccoli imprenditori dal 30 gennaio 2013.

Vale da subito notare che l'Impresa, come da visura camerale acquisita dalla Scrivente, svolge l'attività di commercio al dettaglio di vini e prodotti alimentari; più precisamente, oltre alla sede principale di via Giordano Bruno n. 24/B dove viene svolta l'attività di somministrazione di alimenti e bevande (bar), l'Impresa ha anche un'unità locale sita sempre a Padova, ██████████ destinata al commercio al dettaglio di vini sfusi e in bottiglia.

Con sentenza del 14 settembre 2023, pubblicata al Registro Imprese in data 25 settembre 2023, l'adito Tribunale di Padova ritenuto ricorrere i presupposti per l'accoglimento della domanda di liquidazione controllata ai sensi degli artt. 268 e ss. del CCII, richiesta da un ex dipendente con ricorso depositato in data 9 giugno 2023, ne dichiarava aperta la relativa procedura (di seguito la “**Liquidazione Controllata**” o “**LC**”), nominando, al contempo, liquidatore il Dott. Alessandro Tonin (di seguito il “**Liquidatore**”).

Il Liquidatore, nell'ambito delle proprie attività, ha incaricato la sottoscritta, dott.ssa Monica Doni, ██████████

████████████████████ iscritta all'Albo dei Dottori Commercialisti di ██████████ al numero █ ██████ iscritta al Registro dei Revisori Legali al numero ██████████ con provvedimento del 26 gennaio 2017, pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale n. 12 del 14 febbraio 2017, di procedere alla redazione di una relazione esprimente il valore economico del ramo aziendale

costituito dal punto vendita al dettaglio di bevande con annessa attività di somministrazione di cibi e bevande sito in Padova, via Giordano Bruno n. 24/B (di seguito anche solo il “**Ramo Aziendale**”¹).

La sottoscritta, in adempimento all’incarico conferitogli, previo esame preliminare della documentazione contabile ed amministrativa, delle risultanze delle attività peritali aventi ad oggetto i beni strumentali di proprietà [REDACTED] e avuto riguardo alle notizie fornitegli dal Liquidatore e del sopralluogo effettuato presso la sede dell’Impresa, espone la seguente relazione di stima.

2. Finalità della presente perizia e data di riferimento

In conformità all’incarico conferitogli e citato in premessa, per la Scrivente si rende necessario procedere alla predisposizione di una perizia di stima avente ad oggetto il valore economico del Ramo Aziendale alla data di apertura della procedura di Liquidazione Controllata, ossia al 14 settembre 2023.

Si sottolinea come, rispetto alle evidenze contabili fornite alla Scrivente e alle attività peritali conseguenti alla procedura *de qua*, non si è a conoscenza di fatti di rilievo tali da modificare la consistenza del complesso organizzato dei beni aziendali oggetto di valutazione.

3. Base documentale

I dati, i documenti e le informazioni su cui la presente perizia si basa sono stati ottenuti direttamente dal Liquidatore.

In particolare, sono stati assunti alla base del presente lavoro:

- la visura camerale storica dell’Impresa aggiornata al 9 giugno 2023;

¹ Rimane esclusa dal perimetro del ramo aziendale oggetto di cessione l’unità locale sita sempre in Padova, [REDACTED]

- copia della Centrale dei Rischi relativa al sig. ██████████ rilasciata da Banca d'Italia in data 3 ottobre 2023 per il periodo agosto 2020 – luglio 2023;
 - i contratti di locazione relativi alla sede principale di via Giordano Bruno e all'unità locale di ██████████
 - copia del ricorso ex art. 40 D. Lgs. n. 14/2019 per la liquidazione giudiziale (in subordine ex art. 268 e ss. per liquidazione controllata) mosso nei confronti del sig. ██████████ da un suo ex dipendente;
 - copia delle dichiarazioni dei redditi del sig. ██████████ per gli anni di imposta 2022, 2021, 2020, 2019 e 2018;
 - copia delle dichiarazioni IRAP per gli anni di imposta 2021 e 2019;
 - copia delle dichiarazioni 770 per gli anni di imposta 2021, 2020 e 2019;
 - copia della dichiarazione IVA per l'anno di imposta 2019;
 - copia dell'eventuale documentazione rinvenuta presso l'Agenzia delle Entrate Riscossione;
 - copia della certificazione dei debiti contributivi rilasciata in data 15 giugno 2023 dall'INPS, sede di Padova;
 - copia del Certificato n. 773 per l'attività di somministrazione e vendita di prodotti alimentari rilasciato da Appe Padova Service S.r.l. a ██████████ in data 13 gennaio 2012;
 - relazione di stima di beni mobili strumentali dell'Impresa predisposta dal geom. Stefano Bettin, all'uopo incaricato dal Liquidatore, afferente sia la sede di via Giordano Bruno, sia l'unità locale di ██████████
- Al riguardo, si precisa che i criteri di valutazione in base ai quali il perito ha effettuato le proprie valutazioni sono:

(i) un criterio di **liquidazione** o a valore di realizzo che prevede la

vendita atomistica dei singoli beni;

- (ii) un criterio **di continuità** o valore d'uso, condizione corrispondente all'utilizzo dei beni nelle medesime organizzazioni produttive e commerciali.

Dati e informazioni sono stati utilizzati ai fini della presente relazione di stima così come predisposti e comunicati, sul fondamento della loro completezza, esattezza e certezza. Al riguardo, preme sottolineare come tutti i documenti sopra citati sono stati messi a disposizione della Scrivente ai soli fini interni di valutazione, con divieto di divulgazione, rientrando peraltro in apposito impegno di riservatezza sottoscritto tra il Liquidatore e la Scrivente.

4. Ipotesi e limiti

Il lavoro svolto e le conclusioni raggiunte devono essere interpretati alla luce delle seguenti assunzioni e limitazioni:

- tutte le informazioni necessarie per lo svolgimento dell'incarico sono state fornite direttamente dal Liquidatore. La Scrivente non si assume alcuna responsabilità relativamente alla veridicità e completezza delle informazioni utilizzate, le quali sono state attentamente analizzate, ma non sono state oggetto di attività di revisione;
- l'incarico svolto, infatti, non contempla lo svolgimento di alcuna procedura di revisione contabile, né la verifica dell'esistenza di potenziali ulteriori passività di natura fiscale, legale, previdenziale o di altro genere a carico dell'Impresa e del sig. [REDACTED];
- la presente perizia non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e/o non prevedibili.

5. L'impresa oggetto di valutazione

██████████ Veneta di ██████████ è un'impresa individuale costituita nel 2013 dal sig. ██████████ e finalizzata all'attività di somministrazione di bevande e alimenti. Più semplicemente, come facilmente ricavabile dalla consultazione di portali Internet dedicati al settore della ristorazione (i.e. ██████████ nonché di banche date pubblicamente disponibili, trattasi di un locale (bar-enoteca) frequentato da clientela di ogni genere ed età sia nella fascia centrale della giornata sia, in particolare, nella fascia serale, per aperitivo e/o cena, anche grazie ad un'offerta di qualità di bevande e di piatti. Oltre al locale principale di via Giordano Bruno, ██████████ è conosciuta anche per l'unità locale sita in ██████████ ██████████ e riservata al commercio di vini sfusi. Vale da subito precisare che dal perimetro del Ramo Aziendale oggetto della presente relazione deve escludersi proprio l'unità locale di via ██████████

Come dichiarato dal sig. ██████████ nella propria memoria difensiva del 4 settembre 2023 avverso il ricorso per la liquidazione giudiziale n. 141-1/2023 richiesta da un ex dipendente dell'Impresa, lo scoppio della pandemia da Covid-19 all'inizio del 2020 e la conseguente chiusura forzata dell'attività, ha determinato l'impossibilità per l'Impresa di pagare regolarmente gli stipendi al personale allora in forza, causandone, di fatto, le dimissioni volontarie. Pur tuttavia, passata l'emergenza sanitaria legata alla pandemia, l'Impresa è riuscita a proseguire nella propria attività, invero non senza difficoltà, anche grazie al supporto dei principali fornitori, ma facendo registrare risultati economici minimali, come riscontrabile dalle dichiarazioni dei redditi presentate da ██████████ e relative agli ultimi tre esercizi di attività, e, comunque, non sufficienti a consentire il regolare pagamento di tutti i propri creditori, tra i quali, in particolare, i creditori istituzionali: INPS, INAIL ed Erario, oltre al residuo debito verso gli ex dipendenti.

Tutto quanto sopra evidenziato, unitamente al ricorso ex art. 40 D. Lgs. n. 14/2019 per la liquidazione giudiziale (in subordine ex art. 268 e ss. per la liquidazione controllata) presentato da un ex dipendente dell'Impresa, ha portato al decreto del Tribunale di Padova del 14 settembre 2023 con il quale è stata aperta la liquidazione controllata [REDACTED] ai sensi degli artt. 268 e ss. del CCII.

6. La scelta del metodo di valutazione secondo i criteri di natura aziendalistica

Date le dimensioni e la tipologia dell'Impresa oggetto della presente valutazione, oltreché la presenza di minime informazioni di carattere economico e patrimoniale, la Scrivente ha ritenuto corretto e ragionevole giungere alla stima del valore economico del Ramo Aziendale ricorrendo al metodo patrimoniale complesso, così come dettagliatamente descritto nel prosieguo.

È evidente che anche la valutazione *de qua* (così come avviene per tutte le valutazioni di realtà economiche) comporta l'adozione di specifiche formule matematiche, basate su dati di natura contabile, integrate dall'analisi di altre informazioni non attinenti alla contabilità in senso stretto, come sarà illustrato nel prosieguo.

Nell'ottica valutativa, va poi tenuto conto non solo della realtà in cui l'impresa opera, ma anche delle basi teoriche che la più avanzata dottrina ha elaborato in materia, condivise dalla prassi consolidata, le quali esprimono generalmente alcune caratteristiche comuni di rilievo:

- razionalità, in quanto la valutazione viene definita sulla base di un processo logico rigoroso e condivisibile;
- dimostrabilità, in quanto le grandezze sottostanti al processo valutativo vengono prescelte in funzione del grado di probabilità nella loro futura manifestazione e presentano per ciò stesso una sostanziale credibilità;

- neutralità, intendendosi come tale l'assenza di scelte arbitrarie e soggettive in grado di condizionare immotivatamente i risultati della stima;
- stabilità, intesa come mancata considerazione di eventi provvisori, eccezionali o comunque non ripetibili.

Sulla scorta di ciò, la dottrina e la prassi professionale hanno elaborato varie metodologie di stima che presentano, talvolta in misura diversa, le predette caratteristiche. Ci si riferisce, in particolare, ai metodi analitici di tipo patrimoniale (semplici e complessi), misti patrimoniali-redditali, redditali, finanziari, di *private equity* e a quelli empirici. In generale, la migliore dottrina e prassi assumono che nella valutazione del capitale economico delle aziende o di rami d'azienda non esiste una metodologia valida in assoluto, ma metodologie diverse in relazione alla finalità della stima ed ai profili caratteristici dell'entità oggetto di valutazione.

In particolare, le metodologie di valutazione normalmente utilizzate prendono a riferimento gli elementi qualitativi e quantitativi tipici dell'operatività, dell'organizzazione, della clientela, della struttura patrimoniale, del profilo di rischio e della redditività sostenibile dell'entità oggetto di analisi.

Infatti, occorre ribadire che, per la definizione del valore congruamente attribuibile ad un'azienda o ad un ramo d'azienda, la dottrina economico-aziendale e la pratica professionale hanno messo a punto diversi procedimenti, aventi contenuto:

- patrimoniale;
- reddituale;
- misto;
- finanziario;

nonché metodi di valutazione di *private equity*.

Per completezza, si riepilogano di seguito tali metodologie, ricordando come, nel caso di specie, oggetto della valutazione sia il ramo aziendale di un'impresa

individuale ovvero, più precisamente, l'azienda commerciale, intesa come complesso unitario di beni (materiali e immateriali), creata e gestita da [REDACTED] [REDACTED] fino alla sentenza che ne ha decretato la Liquidazione Controllata.

6.1. *Metodi patrimoniali*

Per quanto riguarda i metodi patrimoniali, la loro caratteristica peculiare è il fondarsi su di un principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale.

Si tratta, in altri termini, di determinare l'impiego di capitale che un generico investitore dovrebbe effettuare per istituire una nuova impresa dotata di struttura patrimoniale (elementi attivi e passivi) perfettamente identica a quella cui si riferisce la valutazione.

Non si tiene conto, invece, della redditività prospettica del capitale, ammettendo implicitamente che l'investimento sia adeguatamente remunerativo in rapporto alle correnti condizioni del mercato dei capitali.

Tali metodi hanno il merito di fare riferimento a grandezze oggettive e verificabili. Solitamente, infatti, quale primo passo metodologico si assume come valore di partenza il capitale netto contabile, desunto dalle rilevazioni contabili sistematiche alla data della valutazione.

Il secondo passo metodologico consiste nel procedere ad una revisione generale degli elementi attivi e passivi evidenziati dalla situazione patrimoniale di partenza, allo scopo di verificare la correttezza sostanziale delle singole poste, vale a dire la loro rispondenza ai "corretti principi contabili" che presiedono alla redazione del bilancio d'esercizio e delle situazioni infrannuali.

Un ulteriore ordine di elaborazioni prevede la riespressione a valori correnti di sostituzione degli elementi patrimoniali attivi e passivi desunti dalle elaborazioni anzidette.

Da ultimo, occorre procedere all'accertamento delle perdite detraibili e degli oneri fiscali potenziali connessi alle elaborazioni precedenti.

Mentre gli elementi passivi del patrimonio sono sempre tutti presi in considerazione, gli elementi attivi sono variamente trattati. Sotto questo punto di vista è possibile distinguere tra:

- *metodi patrimoniali semplici*, che comprendono all'attivo solo i beni materiali e gli elementi immateriali suscettibili di trasferimento autonomo (brevetti industriali, marchi, diritti di concessione, ecc.);
- *metodi patrimoniali complessi*, che mirano ad attribuire un valore anche agli elementi immateriali trasferibili congiuntamente all'intero complesso aziendale, sempreché risultino apprezzabili con qualche fondamento.

Tra i metodi patrimoniali complessi è possibile distinguere, ulteriormente, tra:

- *analitici*, cioè con valorizzazione motivata e documentata dei beni immateriali;
- *empirici*, cioè con valorizzazione di beni immateriali basata su parametri dedotti dai comportamenti negoziali degli operatori sul mercato. Questi risultano ammissibili solo se le osservazioni empiriche sono ripetute e riferite ad aziende omogenee; deve inoltre esistere una corrispondenza di massima tra valore così individuato ed attese reddituali dell'azienda.

Generalmente i metodi patrimoniali, alla luce della "staticità" degli elementi presi a fondamento, sono principalmente utilizzati per la stima di società immobiliari di gestione e per le holding di mera partecipazione: società, cioè, caratterizzate dall'assenza di una gestione operativa e connotate più che altro dal godimento statico di *asset*.

6.2. *Metodi reddituali*

L'idea generale che ispira tutti i metodi reddituali è che il valore dell'azienda/asset dipenda unicamente dai redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre.

Il valore dell'azienda (W) è perciò concepito, sul piano quantitativo, come funzione del reddito atteso (R):

$$W = f(R).$$

Si tratta, basilamente, di una funzione di capitalizzazione, nel senso che la grandezza W , per ipotesi universalmente accolta, si suppone formata dalla serie dei valori attuali dei redditi futuri dell'impresa.

Tale funzione presenta una diversa struttura a seconda che i redditi si presumano (i) di durata indefinita, (ii) di durata limitata nel tempo, oppure (iii) legati alla vita di una persona. Quando l'ipotesi accolta è la prima, la formula per la determinazione del valore si esprime con:

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

in cui:

R = reddito medio normale atteso;

i = tasso di capitalizzazione.

Nel caso di orizzonte temporale limitato, la configurazione della formula valutativa è quella relativa all'attualizzazione di una rendita annua della durata di n anni:

$$W = R a_{n|i}.$$

Il ricorso alla soluzione della durata illimitata è generalmente quella più frequentemente utilizzata; mentre quella della durata limitata è utilizzata solo nei casi in cui circostanze obiettive consentano di individuare un limite alla vita economica dell'azienda.

Dal punto di vista pratico, un primo problema da affrontare relativamente all'applicazione dei metodi reddituali riguarda la stima del reddito medio atteso, in quanto si basa sulla definizione di eventi futuri in parte imprevedibili.

A tale riguardo, i criteri di previsione più comunemente utilizzati sono i seguenti:

- *metodo dei risultati storici* che suppone la conservazione dei risultati storicamente ottenuti in tempi recenti;
- *metodo di proiezione dei risultati economici* con cui si proiettano i risultati storici nel futuro in funzione del probabile comportamento di alcune variabili;
- *metodo dei risultati programmati* che si basa sui risultati economici espressi nei piani e nei programmi aziendali;
- *metodo dell'innovazione* che si basa sull'assunzione di una serie di condizioni di gestione futura, giudicate probabili anche se non ancora sperimentate, e sulla conseguente valutazione delle prospettive in termini di reddito.

Nella pratica, si possono comunque adottare procedimenti che tengano in considerazione, e quindi utilizzino insieme, due o più dei metodi sopra esposti. Inoltre, va tenuto conto del fatto che, in tempi di inflazione, la valutazione del tipo reddituale esige l'adozione di opportune cautele metodologiche che incidono sulla sostanza dei criteri innanzi presentati.

Un secondo problema relativo all'adozione dei metodi reddituali concerne la scelta dei tassi di attualizzazione per la quale il criterio generalmente preferito è quello cosiddetto del "tasso opportunità", che consiste nella scelta di un tasso equivalente al rendimento offerto, a parità di rischio, da investimenti alternativi.

6.3. *Metodi misti*

Gli approcci “misti” abbinano congiuntamente i criteri informativi delle stime patrimoniali e reddituali viste in precedenza.

La valutazione, cioè, si basa sulla contemporanea ponderazione dell'assetto patrimoniale dell'azienda (elemento di obiettività e verificabilità) e della sua presumibile redditività futura (che, da un punto di vista concettuale, è elemento essenziale nella definizione del valore dell'azienda).

Tali metodi si prestano ad essere utilizzati in quelle realtà connotate sia da una significativa componente patrimoniale sia da una non irrilevante componente reddituale; in tal modo, si valorizza l'azienda in una prospettiva sia “statica” sia “dinamica”, combinando il valore dei beni “fissi” ai redditi prospettici, offrendone una prospettiva maggiormente oggettiva.

Le metodologie di tipo misto principalmente adottate sono due:

- *metodo del valore medio*, secondo il quale il valore dell'azienda è dato dalla media aritmetica del valore corrente dell'aggregato patrimoniale e del valore di attualizzazione del reddito medio prospettico che si presume di ottenere, si esplica con la formula:

$$W = \frac{(K + R/i)}{2}$$

in cui:

i = tasso di capitalizzazione;

K = capitale netto rettificato a valori correnti, ottenuto con il metodo patrimoniale semplice;

- *metodo della capitalizzazione limitata del sovrareddito* (o della stima autonoma dell'avviamento), che gode di ampio credito anche a livello internazionale. Il valore aziendale viene determinato sommando il valore corrente dell'aggregato patrimoniale a quello attribuibile all'avviamento, distintamente considerato. In

sintesi:

$$W = K + (R - i * K)a_n | i'$$

in cui:

i = tasso di interesse "normale" rispetto all'investimento considerato;

n = durata in anni del divario fra reddito medio prospettico e remunerazione normale del capitale (sovrareddito o carenza di reddito);

i' = tasso di attualizzazione del divario medesimo (va inteso, a differenza di « i », come puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo e si collega a parametri finanziari "senza rischio").

Il secondo addendo rappresenta, quindi, il valore attribuibile all'avviamento, che viene calcolato mediante l'attualizzazione del divario esistente fra il reddito medio prospettico e la remunerazione normale del capitale investito.

I motivi che inducono ad accogliere l'ipotesi della durata temporanea del divario di reddito possono essere individuati (con riferimento all'avviamento positivo) nell'incertezza che caratterizza, in generale, la permanenza dei fattori di avviamento.

Se anche la condizione di reddito eccedente la norma dovesse protrarsi, è ragionevole ritenere che, al di là di un certo numero di anni, essa sia dovuta alle capacità e all'impegno del management.

Pertanto, essendo l'azienda atta a perdurare nel tempo, secondo il noto "*going concern principle*", potrebbe risultare metodologicamente più corretto, in talune circostanze di estrema stabilità di mercato e negli assetti aziendali, adottare una formula che preveda la capitalizzazione perpetua del sovrareddito, nei seguenti termini:

$$W = K + \frac{(R - iK)}{i}$$

6.4. Metodi Finanziari

Tra i sistemi di valutazione delle aziende in esercizio vengono ricompresi, solitamente, anche i metodi di tipo finanziario, fondati sul concetto generale secondo cui il valore di un'azienda è pari al valore attualizzato di tutti i flussi di cassa che essa genererà in futuro al netto dell'indebitamento finanziario (essi, dunque, si ispirano al criterio di stima economica di un generico investimento).

Più nel dettaglio, vale precisare che il metodo dei flussi di cassa attualizzati (*Discounted Cash Flow* - DCF) è basato sulla determinazione del valore attuale dei flussi di cassa attesi da una specifica attività.

Peraltro, il flusso può essere rappresentato non solo dal *cash flow* ma anche dai dividendi (*Dividend Discount Model* - DDM).

La valutazione basata sui flussi di cassa attualizzati è funzione di tre elementi fondamentali: l'entità del flusso di cassa, la distribuzione nel tempo dei flussi e il tasso di attualizzazione.

Il principio fondamentale del processo di valutazione mediante attualizzazione dei flussi di cassa è quello della determinazione di tali flussi e della loro coerenza con i tassi di attualizzazione.

Le due opzioni possibili sono:

- (i) flussi di cassa disponibili per gli azionisti (flussi *levered*) attualizzati utilizzando le formule proprie del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM);
- (ii) flussi di cassa disponibili per azionisti e creditori (flussi *unlevered*) attualizzati utilizzando il *Weighted Average Cost of Capital* (wacc).

Il metodo *unlevered discounted cash flow* consente di determinare direttamente il valore del capitale operativo. Il valore del capitale netto dell'impresa viene poi ottenuto sottraendo da tale valore l'indebitamento finanziario e gli eventuali *asset*.

In specie, l'*unlevered free cash flow*, si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa generati dalla gestione operativa (al lordo degli interessi passivi e dei dividendi distribuiti, come pure delle variazioni delle poste finanziarie e di patrimonio netto). Tale metodo è sintetizzato dalla formula:

$$W = van(FCF) - D$$

dove:

$van(FCF)$ = valore attuale netto dei flussi di cassa della gestione operativa;

D = indebitamento finanziario netto.

Aspetti fondamentali e particolarmente delicati di questo metodo valutativo sono:

(i) la stima dei flussi di cassa operativi che verranno generati dalle future gestioni;
(ii) la stima di un "*terminal value*", ovvero di un valore residuo al termine del periodo considerato; (iii) la scelta del tasso di attualizzazione, che deve comprendere anche una componente di rischio tale da remunerare l'ipotetico investimento. Su questi aspetti vi sarà modo di tornare *infra*.

Il metodo basato sul flusso netto spettante agli azionisti (*levered*) porta invece alla determinazione direttamente del valore del capitale netto.

Ovviamente le due varianti di metodo portano al medesimo risultato se la dinamica del rapporto di indebitamento è correttamente riflessa nei tassi utilizzati per scontare i tassi.

Come detto il tasso da utilizzare per l'attualizzazione dei flussi di cassa dipende da tipo di flusso utilizzato (*levered* o *unlevered*).

Nel primo caso (*levered*) deve essere utilizzato solo il CAPM. Il costo del capitale proprio coincide con il rendimento richiesto dagli investitori ed è così determinato:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

K_e = Costo dei mezzi propri;

R_f = rendimento delle attività prive di rischio (solitamente pari al tasso di rendimento dei BTP a 10 anni);

β = Beta di settore (coefficiente di rischio sistematica non diversificabile);

$R_m - R_f$ = *market risk premium* (premio per il rischio aziendale).

Conseguentemente, il *wacc* è determinato come la media ponderata dei costi delle diverse fonti di finanziamento utilizzate dall'azienda, ossia debiti, capitale azionario ecc.

$$Wacc = K_e * \frac{E}{(E + D)} + K_d * \frac{D(1 - t)}{(E + D)}$$

K_e = costo dei mezzi propri (CAPM);

E = *equity* (patrimonio netto);

D = totale indebitamento;

K_d = costo del capitale di debito;

t = aliquota fiscale sulle imposte sui redditi.

Il metodo finanziario fa coincidere il valore dell'*asset* con il valore attuale dei flussi di cassa attesi. I metodi possono essere suddivisi in tre principali raggruppamenti:

- *metodi finanziari analitici*: caratterizzati dal fatto che la previsione dei flussi di cassa avviene anno per anno in modo analitico e in altre parole sino al termine della durata dell'azienda. Si applica nelle valutazioni con orizzonte temporale definito, in ipotesi di relativa prevedibilità dei flussi;
- *metodi finanziari sintetici*: si applicano per previsioni su archi temporali a lungo periodo e si qualificano come sintetici proprio perché si fondano sulla costanza di alcuni dati quali i flussi di cassa, i redditi netti, i tassi di capitalizzazione. Questo metodo si applica nelle valutazioni con orizzonte temporale indefinito, nell'ipotesi che l'azienda si trovi in situazione di equilibrio finanziario duraturo;

- *metodi finanziari analitici con terminal value*: il metodo analitico con *terminal value* è di gran lunga il più utilizzato perché risolve il problema della previsione dei flussi. In pratica si procede ad una stima analitica dei flussi annuali per un breve arco temporale (normalmente tra i 3 e i 5 anni) mentre per il restante periodo si effettua una stima sintetica. Il valore del capitale quindi è dato dalla somma dei flussi di cassa e dal *terminal value*.

Quest'ultimo si può calcolare o con la valorizzazione perpetua dei flussi di cassa o con le metodologie dei coefficienti di mercato (multipli). Il *Terminal Value (TV)* normalmente è stimato utilizzando la formula sintetica di Gordon:

$$TV = \frac{FCF_{t+1}}{(Wacc - g)}$$

con g = tasso di crescita costante perpetuo dei flussi.

6.5. Metodi di valutazione di Private Equity

Con riferimento alle operazioni di *private equity*, poi, in aggiunta ai metodi di valutazione poc'anzi analizzati, gli operatori ricorrono sovente anche a criteri del tipo:

- metodo dei multipli;
- metodo del *Price/Earnings*;
- il *Venture Capital Method*.

Tali metodi si differenziano dalle valutazioni teoriche e dai metodi valutativi generalmente utilizzati in quanto sono basati su dati il più possibile reali e verificabili. In particolare, la valutazione per multipli dell'*enterprise value (EV)* può essere fatta in relazione a:

- il fatturato (*sales*);
- il margine operativo lordo (EBITDA);
- risultato operativo (EBIT).

In particolare, i metodi di valutazione dei multipli fondano la loro essenza sull'utilizzo di moltiplicatori (rappresentati numericamente da rapporti matematici), i cui elementi costitutivi (i numeratori) sono specificamente individuati a priori e acquisiti direttamente dal mercato.

In proposito, la valutazione d'azienda trae origine dai dati risultanti dalle quotazioni di borsa relative a un campione adeguatamente rappresentativo e comparabile di società negoziate sui mercati regolamentati.

Le grandezze numeriche su cui si basa il processo valutativo sono identificate da rapporti che pongono in relazione i prezzi delle azioni, desunti dai mercati borsistici, e determinate misure di performance aziendale quali il fatturato, gli utili netti, i dividendi o di misure contabili (patrimonio netto contabile o *Book Value*).

Allorché si sia operata un'attenta selezione delle società quotate, relativamente alla loro effettiva comparabilità rispetto al caso concreto, e una volta calcolati gli opportuni moltiplicatori che si ritengano essere maggiormente adeguati alle finalità e alle esigenze complessive proprie della specifica realtà aziendale, sarà possibile addivenire ad un attendibile risultato di stima.

Il metodo dei multipli, cui si è appena fatto cenno, è basato sul principio per cui il valore della azienda è dato dal prodotto del moltiplicatore per la variabile aziendale prescelta. In proposito, esistono due diverse tipologie di moltiplicatori, "*equity side*" e "*asset side*".

I moltiplicatori "*equity side*" pongono al numeratore il prezzo (P), come risulta dal mercato borsistico, mentre al denominatore una delle seguenti variabili aziendali:

- *E = utile netto (come risulta dall'ultimo bilancio di esercizio o sulla base dei dati prospettici o in corso di formazione);*
- *FCFE = utile netto + ammortamenti – investimenti di mantenimento (per*

manutenzioni e conservazione del capitale fisso);

- *BV = Book Value (patrimonio netto contabile);*
- *NAV = Net Asset Value (patrimonio espresso a valori di rimpiazzo);*
- *D = dividendi.*

I moltiplicatori “*asset side*” pongono, invece, al numeratore la differenza tra il valore di mercato del patrimonio netto e l'indebitamento finanziario netto (debiti – liquidità) che, a sua volta, assume il nome di *Enterprise Value* (EV), mentre al denominatore viene inserita una delle seguenti variabili aziendali:

- *a) EBIT = (ricavi operativi – costi operativi);*
- *b) EBITDA = MOL = (EBIT + ammortamenti);*
- *c) NOPAT = EBIT * (1-t) con t = aliquota fiscale;*
- *d) UFCF = EBITDA – investimenti di mantenimento;*

Per *Enterprise Value* si considera la somma del valore del cento per cento dell'*equity* più il debito finanziario indicato come Posizione Finanziaria Netta:

$$EV = \text{valore } 100\% \text{ equity} + \text{PFN}$$

Il valore così ottenuto va rapportato al fatturato, all'EBITDA oppure all'EBIT per ottenere il multiplo in questione. Ne consegue che lo “*Shareholders Value*” è dato da:

$$SV = \text{EBITDA (o altro indice)} \times \text{multiplo} - \text{PFN}$$

La posizione finanziaria netta viene sottratta quando è positiva (indebitamento finanziario netto) e aggiunta quando è negativa (disponibilità liquide e crediti finanziari maggiori dell'indebitamento finanziario).

7. Il metodo adottato

In linea di principio, la scelta del metodo di valutazione che in concreto il perito deve operare è evidentemente correlata alle caratteristiche proprie tanto dell'impresa considerata, quanto del settore in cui essa opera. Inoltre, le stesse finalità sottese alla predisposizione della valutazione possono indurre a prediligere un criterio piuttosto che un altro.

In primo luogo, quindi, è necessario individuare l'oggetto da valutare al fine di coglierne i caratteri economici che qualificano la scelta stessa. Nel caso di specie, oggetto della valutazione è, come precedentemente evidenziato, un'azienda commerciale che svolge l'attività di somministrazione di alimenti e bevande (bar). Come di seguito esposto, come si vedrà, la Scrivente ritiene opportuno attingere a metodi di stima presenti nella prassi commerciale per la valorizzazione di autorizzazioni contingentate (sebbene quella riguardante [REDACTED] non lo sia), in quanto, nel caso di specie, l'autorizzazione, unitamente all'organizzazione esistente dei beni, riflette le potenzialità di una vera e propria azienda, che, di fatto, può essere riavviata in tempi molto brevi e con un investimenti minimali. Al riguardo, preme evidenziare che, proprio in considerazione del fatto che l'autorizzazione di cui si dispone non è contingentata, per la determinazione del valore alla stessa attribuibile è stato applicato un coefficiente di sconto.

7.1. *La valutazione d'azienda in ordine alle autorizzazioni commerciali esistenti*

Nella valutazione economica delle aziende commerciali, si evidenziano l'importanza e le potenzialità del bene immateriale "autorizzazione", indipendentemente dalla redditività dell'impresa stessa. Pertanto, la valutazione dell'azienda può essere eseguita utilizzando il metodo patrimoniale complesso, che

assegna valori attuali anche a beni immateriali che potrebbero essere valutati e ceduti singolarmente sul mercato.

Per operare nel settore del commercio al dettaglio è necessario ottenere una autorizzazione amministrativa, le cui condizioni per il rilascio sono disciplinate da norme di legge e da regolamenti applicativi. Ciò comporta che l'autorizzazione costituisca la condizione produttiva immateriale indispensabile per l'esercizio dell'attività economica e, al contempo, che essa si caratterizzi, innanzi tutto, per la sua scarsità.

L'autorizzazione amministrativa è quindi necessaria per esercitare un'attività commerciale al dettaglio. Se il suo valore non è riportato in bilancio, l'autorizzazione costituisce un "bene immateriale non contabilizzato", il che può accadere se non sono stati sostenuti costi per acquisirla o se tali costi sono già stati ammortizzati completamente.

Nei settori merceologici in cui le autorizzazioni sono contingentate, la modalità di ingresso o di espansione più ricorrente si realizza con l'acquisizione di un'azienda o di un ramo aziendale già operante nel settore, che dispone della relativa autorizzazione. Infatti, la licenza non appare quale bene autonomamente cedibile rispetto al complesso aziendale e, pertanto, nelle aziende redditizie si riscontra una sostanziale coincidenza tra il valore ad essa attribuibile e il valore dell'avviamento.

L'avviamento è connesso alla capacità dell'impresa commerciale di conseguire un congruo flusso di futuri redditi, ma questi redditi dipendono da condizioni di gestione soggettive (come le capacità operative e direzionali dell'imprenditore, dei suoi collaboratori e dipendenti) e oggettive, come la posizione, l'assortimento, la categoria merceologica, le dimensioni, l'immagine, ecc..

L'acquisizione di un'autorizzazione implica la possibilità di svolgere un'attività di commercio al dettaglio in un determinato luogo, connessa a specifiche potenzialità

di vendita e reddito. Di conseguenza, il valore della stessa è correlato sia ai costi sostenuti per ottenerla sia, soprattutto, alle previsioni di volumi di vendita e flussi di reddito.

Può accadere, quindi, che l'autorizzazione abbia un valore positivo anche se l'unità operativa che ne fa uso genera una redditività insufficiente o addirittura negativa.

Ciò significa ipotizzare di valutare autonomamente e separatamente le condizioni obiettive portatrici di redditività per una specifica attività economica e le condizioni riconducibili alla capacità di gestione di quella stessa attività economica.

Il valore dell'autorizzazione, solitamente, è considerato nella prassi un possibile valore di avviamento, legato alle potenzialità di reddito del punto di vendita.

La stima delle autorizzazioni si verifica (soprattutto) in modo empirico, con una metodologia che nella prassi professionale è di generale applicazione.

I metodi di valutazione delle licenze noti in dottrina ed in pratica sono di due tipi: indiretti e diretti. Più specificamente:

(i) il **metodo indiretto** stima il valore dell'autorizzazione commerciale per differenza tra il valore sintetico dell'azienda ottenuto con l'applicazione del metodo reddituale e il valore ottenuto con applicazione del metodo patrimoniale. facendo così coincidere il valore della stessa con quello dell'avviamento;

(ii) tra i **metodi diretti**, invece, si possono distinguere:

(a) il **metodo della percentuale sul fatturato** che stima il valore dell'autorizzazione sulla base di una percentuale sul fatturato annuo, fondandosi sull'assunto che l'autorizzazione amministrativa assume valorizzazioni rapportabili direttamente ai volumi generati dalla gestione². Ovviamente, il fatturato da assumere a base della valutazione

² Secondo la più autorevole dottrina, la percentuale di fatturato assume solitamente valori compresi tra il 15% e il 130% a seconda del settore merceologico di appartenenza.

deve essere normalizzato, ossia depurato delle perdite eccezionali ed è in genere un valore risultante dalla media ponderata dei fatturati degli ultimi esercizi ovvero, laddove si disponga di un budget e di un business plan, dei fatturati prospettici;

- (b) il **metodo del valore per superficie** che stima il valore dell'autorizzazione applicando un coefficiente di valore (in termini assoluti) per ogni classe di superficie dei punti vendita. I coefficienti vengono aggiornati costantemente e determinano valori standard per mq di superficie, ma non sono adattabili ad ogni situazione aziendale;
- (c) il **metodo locativo** che stima il valore dell'autorizzazione sulla base del costo dell'affitto del punto vendita. Il costo delle locazioni, reale o virtuale, è in funzione della localizzazione aziendale e riflette l'importanza strategica dell'ubicazione: si moltiplica il canone locativo per il numero di annualità (solitamente tre) necessarie per stipulare un nuovo contratto per un nuovo punto vendita, con ubicazione simile e medesime caratteristiche.

Alla luce di quanto sopra illustrato, in considerazione della realtà imprenditoriale oggetto di valutazione – ditta individuale esercente attività di somministrazione di bevande e alimenti – e del fatto che la componente “autorizzazione” gioca un ruolo fondamentale, la Scrivente ritiene che, per la valorizzazione di quest’ultima, venga assunto il valore medio dei risultati ottenuti dall’applicazione delle tre metodologie dirette sopra descritte.

Si noti, tuttavia, che prudenzialmente, nella valutazione *de qua*, la Scrivente ha ritenuto di procedere alla valorizzazione [REDACTED] attraverso le metodologie più utilizzate nella prassi per la stima dell'autorizzazione, ritenendo che tale valore sia, *lato sensu* inteso, espressione non solo della mera

autorizzazione, ma altresì dell'azienda nella sua totalità, comprensiva cioè di beni e attrezzature (tutti apparentemente funzionanti), di un certo livello di notorietà, per lo meno nel panorama padovano, di una minima base di clientela abituale, di una struttura ben posizionata e riconoscibile. Pertanto, nel caso di specie, il riferimento all'autorizzazione, deve intendersi come riferimento all'azienda nella sua totalità, nel senso appena descritto.

7.2. La valutazione con il metodo patrimoniale complesso

Ai fini della presente valutazione si è adottato il metodo patrimoniale complesso, che determina il valore del capitale economico dell'azienda come somma fra il valore del patrimonio netto rettificato e il valore dei beni immateriali non contabilizzati - l'autorizzazione amministrativa - e, quale metodo di valutazione di quest'ultima sono stati applicati i principali metodi condivisi dalla dottrina e dalla prassi e ne è stato assunto il valore medio.

Il metodo patrimoniale complesso, quantifica il valore del ramo di azienda secondo la seguente formula

$$W = K + I$$

dove

K = patrimonio netto rettificato;

I = beni immateriali non contabilizzati – nel caso di specie l'autorizzazione.

Preme innanzitutto evidenziare che, trattandosi di una cessione da configurarsi nell'ambito di una procedura di Liquidazione Controllata, in merito ai debiti imputabili al Ramo Aziendale oggetto di valutazione e sorti prima dell'apertura della Liquidazione Controllata ai sensi dell'art. 214, terzo comma, del CCII *“salva diversa convenzione, è esclusa la responsabilità dell'acquirente per i debiti relativi*

all'esercizio delle aziende cedute sorti prima del trasferimento"³, pertanto il patrimonio netto rettificato, nel caso di specie, sarà rappresentato unicamente da attività patrimoniali e, più precisamente, dal valore di beni strumentali inventariati dal professionista all'uopo incaricato, cui dovrà poi sommarsi il valore della licenza. Il **valore dei beni strumentali** facenti parte del Ramo Aziendale stimati dal geom. Stefano Bettin, in ipotesi di continuità è pari a complessivi **Euro 32.723,10**⁴, che rappresenta il valore della componente K.

Quanto, invece, alla determinazione del valore attribuibile ai beni immateriali non contabilizzati (I), ossia della sola autorizzazione/licenza commerciale, la Scrivente ha proceduto alla stima applicando, alternativamente, ciascuno dei tre metodi diretti precedentemente descritti. Di seguito si riportano sinteticamente i risultati ottenuti.

(a) Metodo della percentuale sul fatturato

In applicazione di tale metodo valutativo, la Scrivente ha considerato i fatturati relativi agli ultimi tre esercizi completi ossia 2020, 2021 e 2022, così come risultanti dalle dichiarazioni dei redditi presentate dall'Impresa, pari rispettivamente a: Euro 169.766,74 nel 2020, Euro 128.465,00 nel 2021 e Euro 136.855,35 nel 2022. Ne risulta un fatturato medio pari a Euro 145.029,03.

La percentuale da applicare al fatturato per la determinazione del valore dell'autorizzazione commerciale con il criterio della percentuale sul fatturato differisce a seconda del settore merceologico di appartenenza. Come parametri di

³ Sul punto si precisa che, con specifico ed esclusivo riferimento ai debiti afferenti al personale dipendente precedentemente operante presso [REDACTED] si renderanno necessarie adeguate verifiche a carico di tutti gli eventuali partecipanti alla procedura competitiva di vendita. Questo al fine di scongiurare il rischio di responsabilità ai sensi dell'art. 2112 c.c..

⁴ Per completezza si segnala che il valore degli stessi beni in ipotesi di liquidazione è pari a complessivi Euro 14.212,00.

riferimento per il settore di bar e ristoranti, la percentuale applicata può variare dal 30% all'80%⁵.

Con riferimento al Ramo Aziendale oggetto della presente relazione, in considerazione del fatto che la sede dell'esercizio commerciale è sita a Padova e in zona periferica rispetto al centro storico, la Scrivente ritiene di applicare il coefficiente del 30%, giungendo, pertanto, alla seguente valutazione:

$$I = 145.029,03 * 30\% = 43.508,71$$

(b) Metodo del valore per superficie

In questo caso, per la stima si deve definire un coefficiente di valore da applicare alla superficie dell'esercizio commerciale. Nella prassi italiana tali coefficienti variano da Euro 100 mila per superfici inferiori a 500 mq, fino a Euro 5 milioni per superfici superiori ai 10.000 mq.

Pertanto, in considerazione del fatto che la superficie totale del Ramo Aziendale è pari a 103 mq, come rinvenibile nel contratto di locazione fornito alla Scrivente, si giunge alla seguente valutazione:

$$I = \frac{100.000 * 103}{500} = 20.600,00$$

(c) Metodo locativo

Con tale metodo, la stima dell'autorizzazione commerciale si effettua moltiplicando il canone locativo per il numero di annualità necessarie per stipulare un nuovo contratto per un nuovo punto vendita, con ubicazione simile e medesime caratteristiche.

⁵ Sul punto si precisa come, nella prassi, si fa spesso riferimento ai parametri esposti nel Listino dei Prezzi delle Aziende ideato e redatto da FIMAA (Federazione Italiana Mediatori Agenti d'Affari) Milano, Lodi, Monza Brianza. Tale listino, riferito al valore delle attività commerciali di Milano, riassume il risultato delle ricerche FIMAA ed esprime il valore di scambio degli esercizi commerciali in termini di percentuali di incassi annui. In particolare, nell'edizione 2022, il prezzo di listino di un bar, tavola calda, tavola fredda con l'arredamento e l'attrezzatura in buono stato, è stato pari al 50-80% dell'incasso annuo, se l'esercizio si trovava in un'ubicazione primaria, al 30-50% altrove.

Solitamente, nella prassi italiana, il numero di annualità considerato è pari a tre (indennizzo minimo: 18 mensilità; indennizzo massimo 36 mensilità⁶).

Nel caso di specie, il canone di locazione annuo stabilito nel contratto in essere con la proprietà dei locali di via Giordano Bruno n. 24/B è pari a Euro 20.400,00, da cui discende la seguente valutazione dell'autorizzazione:

$$I = 20.400,00 * 3 = 61.200,00$$

Calcolando quindi la media semplice dei risultati ottenuti applicando i tre criteri sopra descritti, il valore attribuibile all'autorizzazione/licenza commerciale (I) risulta pari a **Euro 41.769,57**.

Tuttavia, in considerazione del fatto che:

- l'autorizzazione commerciale oggetto di cessione riguarderebbe esclusivamente l'attività di somministrazione e vendita di prodotti alimentari, dovendo essere di fatto integrata per svolgere regolarmente anche attività di ristorazione;
- l'autorizzazione commerciale non è contingentata;
- il contratto di locazione in essere con l'attuale proprietà dei locali di via Giordano Bruno n. 24/B scadrà tra poco più di un anno (ovvero in data 31 dicembre 2024)⁷;

⁶ L'importo dell'indennità per la perdita dell'avviamento varia a seconda del tipo di attività, essendo pari a: 18 mensilità del canone di locazione, se i locali sono – effettivamente (Cassazione, 18 aprile 1995, n.4326) – adibiti ad attività commerciale, industriale, artigianale o di carattere turistico. Inoltre, l'indennità così determinata raddoppia, se – entro un anno dal rilascio dei locali in seguito alla cessazione del rapporto (Cassazione, 28 marzo 2003, n.4701) – l'immobile viene da chiunque adibito all'esercizio della stessa attività a suo tempo esercitata dal conduttore uscente o, addirittura, proseguita quest'ultima da un nuovo titolare, che ha acquisito il diritto alla permanenza nell'immobile non per effetto dell'avvenuta cessione dell'azienda del precedente conduttore (Cassazione, 6 maggio 2003, n.6879). Lo stesso vale, qualora l'attività di quest'ultimo sia compresa nella medesima tabella merceologica ovvero risulti affine alla nuova attività per cui vengono sfruttati i locali (art.34, comma 2, legge 392/78, su cui Cassazione, 28 gennaio 2003, n.1234).

⁷ Sul punto, si evidenzia che, dalle informazioni fornite dal Liquidatore, vi sarebbe l'impegno della proprietà dei locali a rinnovare, al potenziale acquirente del Ramo Aziendale, il contratto di

la Scrivente ritiene di applicare un coefficiente di sconto pari al 30%, determinando, per l'effetto, un **valore finale dell'autorizzazione commerciale** pari a **Euro 29.238,70**.

8. Conclusioni

Sulla base della metodologia ampiamente illustrata e motivata e sulla scorta delle analitiche risultanze tecnico-contabili esposte nei paragrafi che precedono, la Scrivente è giunta alla determinazione che il **valore economico del Ramo Aziendale**, così come definito in premessa, può congruamente stimarsi con l'utilizzo del metodo patrimoniale complesso in Euro 61.961,80, arrotondato a **Euro 60.000,00**⁸.

Padova, 19 gennaio 2024

Monica Doni

locazione alle medesime condizioni in essere per un periodo di sei anni, con rinnovo di ulteriori sei anni.

⁸ $W = K + I = 32.723,10 + 29.238,70 = 61.961,80$