



PROF. GIORGIO PELLATI

A.C. DI VALUTAZIONE D'AZIENDA
c/o UNIPV e UNINSUBRIA
DOTTORE COMMERCIALISTA
REVISORE LEGALE
CONSULENTE TECNICO DEL GIUDICE

Relazione di valutazione
del capitale economico attribuibile al
Ramo d'azienda di pertinenza della Ditta Individuale



Prof. Giorgio Pellati

INDICE

Capitolo 1	2
1. Premessa	2
1.2 L'oggetto dell'incarico	2
1.3 Lo svolgimento dell'incarico	3
1.4 Ipotesi e limiti	3
1.5 La documentazione analizzata	4
Capitolo 2	6
2.1 Il Ramo d'azienda oggetto di valutazione	6
2.2 La valutazione del capitale economico	7
2.2.1 <i>Il metodo patrimoniale</i>	9
2.2.2 <i>Il metodo reddituale</i>	11
2.2.3 <i>I metodi finanziari</i>	12
2.2.4 <i>Il metodo misto</i>	13
2.2.5 <i>Il metodo dei multipli</i>	14
2.3 La metodologia di valutazione adottata	15
2.4 La valutazione dell'Intangible asset	19
2.4.1 <i>Criterio della percentuale sul fatturato</i>	19
2.4.2 <i>Criterio dei valori collegati alla superficie del punto di vendita</i>	21
2.4.3 <i>Criterio del valore empirico rapportato al costo degli affitti</i>	22
2.5. La valutazione del Ramo d'azienda	23
Capitolo 3	25
3.1 Conclusioni	25

INDICE ALLEGATI

- ALL. 1** Situazioni Economiche riferite agli esercizi chiusi al 31/12/2021, al 31/12/2022, al 31/12/2023 e al 29/02/2024 della Ditta individuale.
- ALL. 2** Contratto di locazione commerciale relativo all'immobile in cui viene svolta l'attività della Ditta individuale del 31/03/2014 e Scrittura privata di riduzione del canone del predetto contratto del 01/04/2019.
- ALL. 3** Relazione di stima degli arredi del negozio redatta da I.V.G. Pavia e Lodi del 05/04/2024.
- ALL. 4** Autorizzazioni concesse nell'anno 2008 per l'esercizio dell'attività d'impresa.

Capitolo 1

1. Premessa

La Dott.ssa Alice Bassini, nella propria qualità di Curatore della Liquidazione Giudiziale n. 11/2024, dichiarato con Sentenza n. 27/2024 il 29/02/2024 dal Tribunale Ordinario di Pavia Sezione Prima Civile Ufficio Concorsuale, con Giudice Delegato Dott.ssa Francesca Claris Appiani, ha conferito al sottoscritto Giorgio Pellati - Professore a contratto di Valutazione delle Aziende presso il Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali dell'Università degli Studi di Pavia, Dottore Commercialista e Revisore legale, l'incarico di predisporre una relazione di valutazione (ovvero un parere volontario non vincolante) sul valore economico attribuibile al Ramo d'azienda di pertinenza costituito dal punto vendita sito in Piazza Cornaggia, n. 9 - 27055 Rivanazzano Terme (PV), di seguito anche "Ramo d'azienda".

1.2 L'oggetto dell'incarico

L'obiettivo dell'incarico è, pertanto, quello di determinare il valore economico attribuibile al Ramo d'azienda di pertinenza della Ditta Individuale

In linea generale, risulta opportuno sottolineare che per valore generale (o valore economico o *fair value*) si intende quel valore che, in normali condizioni di mercato, può essere considerato congruo per un'azienda, un ramo d'azienda o un *asset*, valore che può essere negoziato fra compratore e venditore in condizioni di assoluta libertà di agire ed in possesso di un ragionevole grado di conoscenza delle condizioni di mercato e dei fatti rilevanti connessi all'oggetto della negoziazione. Il valore generale rappresenta quindi un'opinione, sostanzialmente razionale e dimostrabile, connessa all'interpretazione professionale di una realtà complessa. Il valore generale del capitale economico si discosta dal valore soggettivo in funzione

delle prospettive e dell'utilità dell'acquisizione dell'*asset* per una delle parti coinvolte nell'operazione.

Il prezzo di vendita si differenzia dal valore soggettivo, e quindi dal valore generale, in considerazione di fenomeni contingenti in relazione alle condizioni di mercato nonché alle motivazioni delle controparti ed alla forza negoziale delle stesse.

1.3 Lo svolgimento dell'incarico

Lo svolgimento dell'Incarico è stato articolato nelle seguenti fasi:

- analisi delle caratteristiche operative, economiche, patrimoniali e finanziarie del ramo d'azienda oggetto di valutazione;
- individuazione della metodologia valutativa ritenuta appropriata al caso specifico nell'ambito delle metodologie comunemente accettate dalla prassi e dalla dottrina professionale e ritenuta idonea a rappresentare le caratteristiche economiche, patrimoniali e finanziarie del ramo d'azienda;
- definizione dei parametri necessari all'applicazione della metodologia di valutazione prescelta;
- applicazione della suddetta metodologia, presentazione delle analisi svolte e delle conclusioni;
- redazione della relazione di valutazione.

1.4 Ipotesi e limiti

Il lavoro è stato svolto tenendo in considerazione le seguenti ipotesi e limitazioni:

- le analisi condotte sono riconducibili esclusivamente ai fini dell'Incarico. Le stime non possono essere quindi utilizzate per finalità differenti;
- le valutazioni sono state svolte non tenendo conto della possibilità del verificarsi di eventi esterni di natura straordinaria o non prevedibili (nuove normative di settore, ambientali o fiscali, operazioni straordinarie sul capitale), sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili o direttamente messe a disposizione dal Curatore della Liquidazione Giudiziale;

- tutte le informazioni utilizzate nell'ambito dell'Incarico sono state fornite dal Curatore della Liquidazione Giudiziale, che rimane responsabile della completezza, accuratezza e veridicità delle informazioni stesse. Tali informazioni sono state analizzate sotto l'esclusivo profilo della ragionevolezza: lo scopo dell'Incarico non include infatti interventi di revisione o certificazione o verifica formale della documentazione fornita; non si assume, quindi, alcuna responsabilità relativamente alla veridicità e completezza delle informazioni utilizzate. A tal proposito, si precisa che sono state fornite allo scrivente solamente le situazioni economiche al 31/12/2021, al 31/12/2022, al 31/12/2023 e al 29/02/2024;
- sono stati applicati metodi di valutazione comunemente accettati dalla prassi e dalla dottrina professionale.

Si evidenzia, infine, che non sarà effettuato alcun aggiornamento dei risultati ottenuti per eventi successivi alla data di emissione della presente Relazione.

1.5 La documentazione analizzata

Al fine di svolgere l'incarico è stato necessario visionare ed analizzare la seguente documentazione:

- Situazioni Economiche riferite agli esercizi chiusi al 31/12/2021, al 31/12/2022, al 31/12/2023 e al 29/02/2024 della Ditta individuale (**ALL. 1**);
- Contratto di locazione commerciale relativo all'immobile in cui viene svolta l'attività della Ditta individuale
(**ALL. 2**);
- Scrittura privata di riduzione del canone del predetto contratto
(**ALL. 2**), sottoscritta dai contraenti nominati al punto precedente;
- Relazione di stima degli arredi del negozio redatta da I.V.G. Pavia e Lodi del 05/04/2024 (**ALL. 3**);

- Autorizzazioni per l'esercizio dell'attività d'impresa rilasciate dal Comune di Rivanazzano Terme e dall'ASL a partire dall'anno 2008 (**ALL. 4**);
- Visura storica dell'impresa
estratta presso la C.C.I.A.A. di Pavia, il 01/03/2024;
- Visura storica per immobile relativa al Locale commerciale, sito in Piazza Cornaggia, n. 9 - Rivanazzano Terme (PV) (Foglio: 15, Particella: 801, Sub: 8), dell'08/05/2024.

Capitolo 2

2.1 Il Ramo d'azienda oggetto di valutazione

Il Ramo d'azienda oggetto di valutazione è individuabile nel negozio di pertinenza della Ditta individuale con sede in Piazza Cornaggia, n. 9 - 27055 Rivanazzano Terme (PV), la quale è iscritta dal 2008 presso il Registro delle Imprese di Pavia con n. REA 260179, con la qualifica di piccolo imprenditore. La Ditta si è occupata principalmente del commercio al minuto di generi alimentari, laboratorio gastronomia e rosticceria.

Il suddetto Ramo d'azienda risulta essere costituito, come da indicazioni del Curatore della Liquidazione Giudiziale, da:

- *Intangible asset* assimilabile a licenza/ubicazione/clientela (nel seguito anche "*Intangible asset*"), il cui valore sarà definito nei paragrafi successivi;
- i beni mobili riportati nella relazione di stima redatta da I.V.G. Pavia e Lodi del 05/04/2024;
- il contratto di locazione commerciale relativo all'immobile in cui viene svolta l'attività del punto vendita con annessa autorimessa, con scadenza nel 2026.

Si precisa, infatti, che ha sottoscritto, in qualità di conduttore, il contratto di locazione ad uso commerciale , avente ad oggetto:

"a) unità immobiliare con destinazione commerciale sita in Rivanazzano Terme (PV) al piano terra nello stabile di Piazza Cornaggia n. 7, costituita da: locale commerciale, superficie accessoria e locale di cantina al piano interrato, il tutto descritto al catasto fabbricati come segue: foglio 15 mappale 801 subalterno 8;

b) autorimessa posta al piano terra del cortile interno dello stesso stabile descritto al catasto fabbricati come segue: foglio 15 mappale 801 subalterno 11."

All'interno del documento viene precisato, altresì, che l'immobile oggetto di

locazione si ritiene locato ad esclusivo uso di "commercio al dettaglio generi alimentari" e che la locazione avrà durata di anni sei più sei a decorrere dal 1° aprile 2014, con scadenza prevista al 31 marzo 2026 e pertanto, allo stato, risulta ancora in corso. Per quanto riguarda il canone di locazione, nel presente contratto è prevista la corresponsione dello stesso con rate mensili anticipate dell'importo di Euro 1.500,00 (annui pari a Euro 18.000,00). Tuttavia, in data 01/04/2019

hanno sottoscritto una scrittura privata al fine di determinare la riduzione del canone precedentemente concordato, definendo lo stesso pari a Euro 1.000,00 (annui pari a Euro 12.000,00).

Per quanto concerne la valorizzazione dei beni mobili, rientranti nel perimetro del Ramo d'azienda oggetto di valutazione, è possibile evincere dalla lettura della perizia emessa dall'Istituto Vendite Giudiziarie Pavia e Lodi che la stima totale risulta essere pari a Euro 11.500,00.

2.2 La valutazione del capitale economico

Il patrimonio è costituito dall'insieme delle condizioni produttive proprie dell'impresa, la cui struttura si configura sulla base della sua composizione qualitativa e quantitativa e delle relazioni, anche dinamiche, che si dispiegano tra i singoli componenti o classi di componenti.

Visto nella dimensione economica, il patrimonio assume valutazioni differenti secondo le ipotesi formulate circa gli svolgimenti della gestione futura.

Se si ipotizza la *continuità* della gestione aziendale con il medesimo assetto proprietario, la configurazione a valori del patrimonio è denominata *capitale di funzionamento*; essa è rappresentata dallo stato patrimoniale del bilancio di esercizio e la sua determinazione è strumentale alla corretta misurazione del risultato economico di periodo, quindi i criteri di valutazione delle attività e delle passività appaiono condizionati dalla predetta finalità.

Se, si ipotizza invece la cessazione dell'attività aziendale e lo scioglimento della

società attraverso la *liquidazione* del patrimonio, si determina il *capitale di liquidazione*. Questo è inteso come un semplice aggregato di valori poiché con la liquidazione vengono meno tutte le relazioni di complementarità e interdipendenza tra i fattori produttivi, che sono valutati singolarmente in base al "valore netto di realizzo" per stralcio, in quanto si modifica la loro destinazione economica da condizioni riguardanti i processi di produzione economica a semplice oggetto di scambio.

Ancora, se si ipotizza la continuità della gestione aziendale ma con un differente assetto azionario o proprietario, realizzato tramite la cessione delle quote/azioni sociali o la cessione del patrimonio (dell'azienda, secondo l'espressione utilizzata dal legislatore all'art. 2555 c.c.), all'atto della cessione si configura il *capitale economico*, da intendersi quale valore di capitale d'impresa ritenuto come un investimento unitario atto a produrre reddito. La determinazione del *capitale economico* avviene sulla base della presunta corrente di reddito che l'azienda si dimostra in grado di produrre, considerato il rendimento degli investimenti alternativi, il grado di rischio e di liquidabilità, rispettivamente, dell'attività e del capitale d'impresa in relazione a quello degli investimenti alternativi.

Il *capitale economico* risulta essere una nozione derivata dalla teoria delle valutazioni di azienda ed esprime il valore del patrimonio tangibile e intangibile di una impresa nell'ipotesi della sua alienazione, cioè del radicale cambiamento del suo assetto istituzionale.

Il *capitale economico* rappresenta la base di riferimento di molteplici operazioni aziendali: conferimento, fusione, scissione, trasformazione, ma, al tempo stesso, è una grandezza che può essere determinata prescindendo da obiettivi operativi perché può essere configurata a fini prevalentemente conoscitivi, allo scopo di far conoscere alle parti ed ai terzi il potenziale economico dell'azienda oggetto di osservazione.

I criteri di valutazione di un'azienda sono essenzialmente finalizzati alla valorizzazione del capitale economico. Pertanto, essi, sul piano teorico,

dovrebbero presentare contestualmente i seguenti requisiti:

- razionalità;
- dimostrabilità;
- obiettività;
- stabilità;
- generalità.

Ciò significa, in altri termini, che lo specifico criterio di valutazione adottato dovrebbe:

- derivare da un processo logico convincente (razionalità);
- utilizzare variabili e parametri adeguatamente supportati da dati controllabili (dimostrabilità);
- prescindere da valutazioni soggettive (obiettività);
- generare un valore che non muta per effetto di eventi contingenti (stabilità);
- prescindere dalla finalità per cui la valutazione dell'azienda è effettuata e dalla forza contrattuale delle parti (generalità).

In generale, la determinazione del capitale economico di un'azienda è strettamente connessa ai seguenti elementi:

- patrimonio aziendale vero e proprio;
- capacità prospettica di produrre flussi reddituali e finanziari.

Secondo la dottrina prevalente, le principali metodologie di valutazione sono così identificabili:

- metodo patrimoniale (semplice o complesso);
- metodo reddituale;
- metodo dei flussi finanziari;
- metodo misto;
- metodo dei multipli.

2.2.1 Il metodo patrimoniale

L'applicazione del metodo di valutazione patrimoniale comporta la valutazione

analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il patrimonio aziendale e la loro espressione a "valori correnti".

Questo metodo, che ha il pregio di consentire una stima del patrimonio aziendale oggettiva e riscontrabile, si caratterizza per la stima analitica a valori correnti di sostituzione degli elementi dell'attivo e del passivo; la stima è:

- analitica, perché effettuata distintamente per ciascun elemento del patrimonio;
- a valori correnti, perché basata sui prezzi di mercato del momento;
- di sostituzione, perché l'ipotesi di base è quella del riacquisto (o della riproduzione) per gli elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi.

In dottrina si è soliti operare la seguente distinzione:

- metodo patrimoniale "semplice": in questo caso non vengono valorizzati i beni immateriali, se non quelli rappresentati da costi di ammontare non rilevante sostenuti, per esempio, per la mera registrazione dei marchi o dei brevetti;
- metodo patrimoniale "complesso": in questo caso, invece, vengono autonomamente valorizzati (a "prezzi correnti") anche i beni immateriali. Tale valorizzazione potrà essere effettuata seguendo due diverse impostazioni:
 - valorizzazione analitica dei singoli beni immateriali;
 - determinazione forfetizzata ed empirica del complessivo valore attribuibile alle componenti immateriali dell'azienda, spesso basata su modelli costruiti analizzando una serie di precedenti negoziazioni aventi per oggetto complessi aziendali con caratteristiche simili, tentando così di identificare il valore delle componenti immateriali aziendali sulla base di una determinata relazione rispetto a talune grandezze espresse dalla gestione aziendale (fatturato, raccolta, ordini, sportelli, ecc.).

Il metodo patrimoniale costituisce il procedimento più semplice e "intuitivo" per la determinazione del valore attribuibile a un'azienda, ma ha il difetto di considerare il complesso aziendale come un semplice aggregato di beni, trascurando quel collegamento funzionale che invece li lega tra loro e con altre importanti componenti (la clientela, la diffusione sul mercato dei prodotti, l'affiatamento, la preparazione tecnica e la motivazione del personale, ecc.) che costituisce un elemento determinante per la determinazione del valore di un complesso aziendale.

2.2.2 Il metodo reddituale

Il metodo reddituale considera l'azienda come un complesso economico unitario, in prospettiva generatore di risultati economici. Esso si basa sull'assunto che il valore dell'azienda dipende dalla sua capacità di generare flussi reddituali. Pertanto, tale metodo consente di superare la "visione disaggregata" del complesso aziendale che caratterizza il metodo patrimoniale.

Il metodo reddituale tiene implicitamente conto non solo dei beni materiali che compongono l'azienda bensì anche di quegli elementi immateriali (*know-how*, tecnologia, clientela e ubicazione dell'esercizio, marchi commerciali, brevetti, ecc.) che contribuiscono, forse ancor più concretamente, al realizzo di risultati economici al di sopra della media. In base al metodo reddituale il valore del capitale economico dell'azienda è determinato "attualizzando" o "capitalizzando" i redditi attesi; i parametri necessari per l'applicazione di tale metodo sono i seguenti:

- flussi reddituali attesi;
- tasso di attualizzazione.

L'applicazione del metodo reddituale richiede che i risultati economici "storici" presi a base delle stime siano oggetto di un attento processo di "normalizzazione" mediante il quale si cerca di eliminare le seguenti componenti economiche:

- quelle di tipo "straordinario";

- quelle riferibili a "eventi" o "condizioni" gestionali non esistenti alla data di riferimento della perizia;
- quelle generate da mere "politiche di bilancio".

In particolare: per le componenti straordinarie, si cerca non tanto di giungere ad una loro eliminazione totale, quanto piuttosto (ove possibile) di distribuirle ordinatamente nel tempo.

Tra gli aggiustamenti necessari per eliminare le interferenze esterne sul bilancio assumono particolare rilievo quelli dedicati a "correggere" alcune impostazioni derivanti da problematiche fiscali. Appartengono a queste categorie, ad esempio, i compensi in eccesso agli amministratori (ma anche l'insufficiente remunerazione dei proprietari).

Al termine del processo di normalizzazione si perviene a risultati considerabili come ragionevolmente "normali", la cui media è destinata a perdurare nel tempo (almeno nell'orizzonte temporale preso in considerazione). Il risultato economico così determinato è qualificabile come:

- prospettico: riflette le condizioni di redditività attesa dell'azienda;
- medio: è quello che l'impresa è stabilmente in grado di produrre;
- normalizzato: depurato dalle componenti straordinarie non ripetibili e comunque estranee alla gestione.

Una volta determinato il "risultato economico medio prospettico" occorre definire anche l'orizzonte temporale nel quale è ragionevole attendersi il suo realizzo. Pur non avendo fondamento nella realtà, è frequente che l'orizzonte temporale considerato sia assunto come convenzionalmente indefinito:

$$W = R/i$$

R = reddito medio normale atteso;

i = tasso di attualizzazione.

2.2.3 I metodi finanziari

In base ai metodi finanziari il valore dell'azienda è pari al valore attuale dei flussi

di cassa che essa sarà in grado di generare in futuro.

Pertanto, la valutazione dell'azienda è basata sui seguenti parametri:

- struttura temporale e consistenza dei ritorni sul capitale che scaturiscono dall'investimento nell'impresa;
- rischio legato a tale investimento rispetto ad altre forme alternative di impiego del capitale.

Esistono diverse metodologie valutative appartenenti alla categoria dei metodi finanziari. Una di esse è quella dei "flussi monetari complessivi disponibili" che a sua volta trova due diverse applicazioni:

- "metodo dei flussi monetari complessivi disponibili per l'azionista", che consiste nel valutare esclusivamente il patrimonio netto dell'azienda;
- "metodo dei flussi di cassa disponibili per l'impresa", che considera invece la valutazione dell'intera impresa nel suo complesso e quindi oltre al capitale di rischio anche i diritti degli altri portatori di interessi.

2.2.4 Il metodo misto

In base al metodo misto il valore del capitale economico dell'azienda è determinato come sommatoria dei seguenti elementi:

- capitale netto rettificato;
- avviamento.

La formula utilizzata più frequentemente è la seguente:

$$W = K + (R - i' K) a_{n/i'}$$

dove:

R = reddito medio normale atteso (al netto del salario figurativo spettante all'imprenditore);

i' = tasso di redditività medio normale, riferibile sia al "settore" sia alla specifica realtà dell'impresa oggetto di valutazione;

K = capitale netto "rettificato";

$a_{n/i'}$ = valore attuale della rendita unitaria annuale posticipata per n anni al tasso

i'' ;

n = anni costituenti l'orizzonte temporale limitato di manifestazione dell'avviamento;

i = tasso di attualizzazione del sovrareddito ($R - i' K$).

2.2.5 Il metodo dei multipli

Accanto alle impostazioni metodologiche tradizionali fondate su valori-flusso e valori-stock è andato a consolidarsi nel tempo un approccio che affronta la complessa tematica della valutazione dell'azienda utilizzando dimensioni di osservazione profondamente differenti da quelle abituali, che per decenni hanno alimentato il dibattito teorico.

L'approccio valutativo di cui si discorre non trova la propria sintesi in formule valutative teoriche analiticamente costruite "combinando" le principali grandezze economiche d'azienda, bensì determina il valore economico dell'azienda tramite la diretta osservazione delle valutazioni sintetiche espresse dal mercato attraverso i prezzi fatti nelle negoziazioni sia di borsa sia di quote di controllo e/o di minoranza qualificata del capitale d'impresa.

Quindi, anziché pervenire ad un "valore economico obiettivo" di azienda, questo approccio ritiene di poter pervenire direttamente ad un "valore di mercato" della stessa.

L'obiettivo del metodo valutativo denominato "di mercato" (VM) consiste nel determinare il valore di un'azienda in funzione della misura assunta da talune grandezze economiche d'impresa quali, ad esempio, il fatturato, gli utili netti di bilancio o il reddito operativo.

Il "valore-risultato" (VR) dell'azienda è quindi funzione della relazione che si instaura con le grandezze economiche di riferimento; sovente la suddetta relazione è colta facendo riferimento ad una singola grandezza aziendale.

$$VR = f (GE1, GE2, \dots, GEN)$$

La relazione quantitativa, che lega la grandezza economica prescelta con il valore-

risultato riferito all'azienda oggetto di valutazione, è dedotta osservando per un campione di imprese *comparable*, quotate o non quotate, ma per le quali siano state concluse transazioni, come si compone l'analogo rapporto.

I multipli (M) così calcolati vengono successivamente applicati alle medesime variabili economiche dell'impresa da valutare in modo da giungere, per moltiplicazione, al valore ricercato.

$$\text{VRA} = M (\text{GEA})$$

In generale, i multipli sono quasi sempre espressi dal rapporto tra un "prezzo" ed una "misura di *performance*" realizzata da una società in un dato periodo.

Le principali performance considerate nell'esperienza internazionale sono:

- E: reddito netto;
- EBIT: reddito operativo, coincidente con il risultato economico prima di interessi passivi e imposte;
- EBITDA: margine operativo lordo, vale a dire il MOL, risultato economico prima di ammortamenti, accantonamenti, oneri e proventi finanziari, oneri e proventi straordinari, imposte;
- CF: flusso di cassa di periodo;
- *Sales*: vendite.

2.3 La metodologia di valutazione adottata

Sulla base dei principi generali, dopo un'accurata analisi delle poste contabili e dopo un'attenta considerazione del settore di mercato in cui il ramo d'azienda oggetto di valutazione opera, si è tratto il convincimento che il miglior criterio valutativo da adottare per il caso in esame dovesse avere natura analitica patrimoniale complessa.

Il metodo "analitico patrimoniale complesso" considera il valore dell'azienda quale somma tra il valore del patrimonio netto rivalutato e il valore dei beni immateriali non contabilizzati, aventi e non aventi valore di mercato.

Momento fondamentale per l'applicazione del metodo in esame è rappresentato dall'individuazione e dalla valorizzazione dei beni immateriali non contabilizzati. Tale concezione trova fondamento nel fatto che i beni immateriali da prendere in considerazione nel metodo patrimoniale complesso, oltre ai requisiti di "oggetto di costo", fonte di utilità e trasferibilità, devono anche soddisfare la caratteristica di beni con funzione strumentale per il raggiungimento di condizioni di redditività.

In altre parole, i beni immateriali da considerare non possono essere ceduti senza pregiudicare, nello stesso tempo, il normale funzionamento dell'impresa.

Nell'ambito del metodo i problemi fondamentali che debbono essere affrontati in sede di valutazione dei beni immateriali sono:

- l'identificazione degli *intangible assets* meritevoli di stima autonoma;
- l'eliminazione di problemi di sovrapposizione ed intersezione tra due o più immaterialità;
- la scelta dei criteri di valutazione ritenuti più adeguati al fine della identificazione del valore economico dei beni immateriali oggetto di stima.

Successivamente, si devono definire i criteri in virtù dei quali un bene immateriale è meritevole di stima autonoma. In proposito la dottrina si è mostrata concorde nell'affermare che un *intangible asset* è degno di autonoma valutazione quando:

- sia o sia stato oggetto di un significativo flusso di investimenti;
- sia all'origine di benefici economici differenziali;
- sia trasferibile.

Nel caso di specie, all'interno dell'*intangible asset* oggetto di valutazione vi è anche la licenza commerciale.

Per operare nel settore del commercio al dettaglio, infatti, è necessaria una autorizzazione amministrativa, le cui condizioni per il rilascio sono disciplinate da norme di legge e da conseguenti 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, innanzitutto, per la sua scarsità.

Ad essa è pertanto associato un valore che è funzione di diverse variabili, tra le quali, in primo luogo:

- la classe merceologica per la quale l'autorizzazione attribuisce il diritto all'esercizio dell'attività commerciale;
- l'assortimento dell'offerta;
- la dimensione della superficie di vendita;
- la localizzazione delle unità di vendita.

Queste variabili concorrono a determinare il margine di contribuzione unitario medio e la rotazione del magazzino, la stabilità nel tempo del margine totale e la sua entità complessiva.

L'autorizzazione amministrativa è quindi necessaria per esercitare un'attività commerciale al dettaglio.

Essa configura un "bene immateriale non contabilizzato" se il suo valore non appare iscritto in bilancio e ciò si verifica nel caso in cui, per la sua acquisizione, non sia stato sostenuto un costo oppure tale costo sia già stato integralmente ammortizzato.

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, l'autorizzazione non appare quale bene autonomamente cedibile rispetto al complesso aziendale e, pertanto, nelle aziende redditizie si accerta una sovrapposizione 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 tali redditi dipendono da condizioni di gestione sia soggettive (capacità operative e direzionali dell'imprenditore, dei suoi

collaboratori e dipendenti) che oggettive, quali la localizzazione, l'assortimento, la classe merceologica, la dimensione, l'immagine, ecc..

Quando si acquisisce un'autorizzazione, si acquisisce la possibilità di esercitare una data attività di commercio al dettaglio in un dato luogo, cui sono collegate determinate potenzialità di vendita e di reddito. Ne discende che il valore dell'autorizzazione si correla sia agli oneri che devono essere sostenuti per ottenerla, sia, soprattutto, ai volumi di vendita e ai flussi di reddito previsti.

Per quanto sopra, può anche accadere che l'autorizzazione abbia un valore positivo anche se l'unità operativa che la utilizza ottiene una redditività insufficiente o addirittura negativa. Ciò significa ipotizzare di valutare autonomamente e separatamente le condizioni obiettive che conferiscono redditività a una specifica attività economica dalle condizioni originate dalla capacità di gestione di quella data attività economica.

Il valore dell'autorizzazione è, di norma, pensato e interpretato nella prassi quale valore potenziale di avviamento, legato alle potenzialità di reddito del punto di vendita.

Le caratteristiche di essenzialità e strutturalità di tali beni immateriali ci inducono a definire un nuovo concetto di patrimonio netto rettificato: patrimonio netto rettificato di secondo livello. Esso rappresenta l'aggregato, espresso a valori correnti, di tutti gli elementi materiali ed immateriali strutturali occorrenti allo svolgimento dell'attività d'impresa e che, come tali, devono essere valorizzati per definire una stima attendibile del capitale economico dell'azienda.

A questo punto il metodo patrimoniale complesso scaturisce dalla seguente formulazione

$$W = K' + \text{VAL. IMM.}$$

dove:

K' = patrimonio netto rettificato

VAL. IMM. = *Intangible asset* oggetto di valutazione (inteso, quindi, come licenza/ubicazione/clientela)

2.4 La valutazione dell'*Intangible asset*

Sulla base di quanto sopra osservato, nella 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, ovvero l'*Intangible asset* definito al paragrafo 2.1 e assimilabile a licenza/ubicazione/clientela (che non risultano contabilizzati qualora per la loro acquisizione non sia stato sostenuto un costo oppure tale costo sia già stato integralmente ammortizzato).

Quale metodo di valutazione dell'*Intangible asset* si è deciso di effettuare una media aritmetica, successivamente abbattuta di una percentuale forfettaria, dei risultati scaturenti dalla messa in atto di tre differenti approcci empirici diretti di stima del valore dello stesso, ovvero:

- criterio della percentuale sul fatturato;
- criterio dei valori collegati alla superficie del punto di vendita;
- criterio del valore empirico rapportato al costo degli affitti.

Occorre da subito sottolineare che i citati metodi empirici diretti di stima dell'*Intangible asset* in questione godano di fondamento se l'ambiente economico è sufficientemente stabile, se le aziende oggetto di negoziazione hanno caratteristiche simili e se le negoziazioni effettuate sono abbastanza numerose.

Risultando verificate queste essenziali condizioni, si è potuto procedere alla stima del valore economico dell'*Intangible asset* come descritto.

2.4.1 Criterio della percentuale sul fatturato

Il primo approccio sviluppato è quello inerente al criterio empirico, condiviso dalla dottrina e dalla prassi, della percentuale sul fatturato. Secondo tale metodologia il valore dell'*Intangible asset* è determinato applicando un moltiplicatore al fatturato annuo realizzato dal Ramo d'azienda, sulla scorta della considerazione che il fatturato è un indicatore indiretto della capacità di attrarre clientela e quindi di

generare redditività, essendo nei vari settori relativamente noti i costi fissi, i margini e la rotazione media del magazzino.

Per quanto riguarda la scelta del moltiplicatore, per i punti vendita alimentari del piccolo dettaglio, la prassi prevede un *range* di valori tra 0,15 e 0,25. Nel caso specifico, considerando la dimensione, le caratteristiche specifiche del Ramo d'azienda oggetto di valutazione e dello stato in cui versa attualmente si è prudenzialmente scelto di applicare un moltiplicatore pari allo 0,15.

Il fatturato del Ramo d'azienda deve essere depurato da voci eccezionali e non ripetibili ed è, in genere, la media semplice dei fatturati degli ultimi anni e/o dei fatturati prospettici. Considerando che la Ditta individuale ' è stata posta, come detto, in Liquidazione Giudiziale, va preso atto del venir meno del presupposto della continuità aziendale poiché subentra, a quest'ultima, l'ottica della cessazione dell'attività. Conseguenza di tale aspetto è che non si dispone di fatturati prospettici rappresentanti la normale capacità produttiva della Ditta da utilizzare ai predetti fini valutativi.

Per le ragioni sinora esposte, si è scelto di prendere in esame i risultati economici storici, conseguiti negli ultimi esercizi antecedenti alla cessazione dell'attività. Il Curatore della Liquidazione Giudiziale ha, quindi, fornito allo scrivente le situazioni economiche relative agli esercizi 2021, 2022, 2023 e 2024 della Ditta individuale ' (ALL. 1). A tal proposito, occorre evidenziare che il fatturato riferito all'annualità 2021 è stato prudenzialmente escluso dai nostri calcoli in quanto ritenuto più distante a livello temporale e frutto di condizioni produttive non riflesse negli esercizi 2022 e 2023.

Va precisato, inoltre, che il fatturato riferito all'esercizio 2024 non rientra nella sfera dei dati utilizzabili alle citate finalità poiché trattasi di un elemento riferito alle sole prime due mensilità dell'anno - momento in cui, peraltro, la Ditta è stata posta in Liquidazione Giudiziale - e, di conseguenza, non proiettabile, in modo attendibile, sull'orizzonte di dodici mesi per ottenere la stima di un fatturato annuo.

Dunque, sono stati considerati i fatturati prodotti negli esercizi 2022 e 2023, di cui si fornisce il dettaglio nel seguito:

	2022	2023
Fatturato	119.322,14	112.045,35

Il fatturato medio considerato ai fini dello svolgimento della metodologia è pari alla media semplice dei fatturati 2022 e 2023, ovvero a Euro 115.683,75.

A seguito della definizione del fatturato rappresentativo e sostenibile della capacità produttiva della Ditta, occorre, come anticipato, moltiplicare detto valore per l'indice definito in precedenza, pari a 0,15.

Fatturato medio 2022-2023	115.683,75
Moltiplicatore	0,15
Valore <i>Intangible asset</i>	17.352,56

Come riportato nel prospetto, il valore dell'*Intangible asset* secondo l'applicazione del primo criterio risulta pari a Euro 17.352,56.

2.4.2 Criterio dei valori collegati alla superficie del punto di vendita

Successivamente, si è proceduto con l'applicazione dell'approccio basato sui valori collegati alla superficie del punto di vendita. Secondo quest'ultimo occorre definire un coefficiente numerico che andrà applicato, in seguito, alla superficie dell'esercizio commerciale. A tal proposito si rende necessario fare nuovamente ricorso, come accaduto nel paragrafo 2.4.1, alla prassi italiana: stando a quest'ultima, infatti, si passa da coefficienti pari ad Euro 100.000,00 per superfici inferiori ai 500 mq a coefficienti pari ad Euro 5.000.000,00 per superfici superiori ai 10.000 mq. Il procedimento ha dunque previsto lo sviluppo di una proporzione che vedesse il rapporto tra una superficie di 500 mq e un valore di Euro 100.000,00, da un lato, e il rapporto tra la superficie del Ramo d'azienda oggetto di valutazione ed il valore in euro a quest'ultimo riconducibile, dall'altro. Per poter determinare la superficie del citato Ramo d'azienda si è fatto ricorso alle visure catastali citate a proposito della documentazione analizzata, dalle quali emerge una superficie

riconducibile al locale commerciale pari a 168 mq. L'espressione algebrica assume dunque i seguenti connotati:

$$100.000 \text{ €} : 500 \text{ mq} = \text{Valore Intangible asset} : 168 \text{ mq}$$

Da cui:

$$\text{Valore Intangible asset} = \frac{100.000 \times 168}{500}$$

Dunque, il valore dell' *Intangible asset* secondo l'applicazione del criterio collegato alla superficie del punto di vendita risulta pari a Euro 33.600,00.

2.4.3 Criterio del valore empirico rapportato al costo degli affitti

Il terzo ed ultimo criterio è quello del valore empirico rapportato al costo degli affitti passivi, il quale prevede la determinazione del valore economico dell'*Intangible asset* mediante l'effettuazione del prodotto tra detti canoni passivi ed un coefficiente numerico. Stando a quanto comunemente accettato dalla prassi valutativa italiana, il citato coefficiente numerico risulta essere pari a 3.

Risolta la questione inerente alla scelta del valore da moltiplicare per i fitti passivi, risulta necessario stabilire quali siano i canoni da considerare. A tal proposito, va precisato che è necessario prendere in esame il canone annuo definito nell'ultimo contratto di locazione stipulato. Nel caso specifico, a seguito della scrittura privata sottoscritta in data 1 aprile 2019 e volta a ridurre il valore del canone precedentemente concordato, detto importo risulta essere pari ad Euro 12.000,00. A seguito della moltiplicazione tra i due fattori precedentemente determinati, il valore dell'*Intangible asset* secondo l'applicazione del terzo criterio risulta pari a Euro 36.000,00.

Per ultimo, secondo quanto previsto dalla metodologia di valutazione scelta, si procede ad effettuare la media semplice dei tre risultati ottenuti dall'applicazione dei tre criteri valutativi sopra descritti. Così facendo, il valore dell'*Intangible asset* ottenuto è pari a Euro 28.984,19.

In considerazione delle condizioni attuali in cui versa la Ditta individuale e in conseguenza della sentenza di apertura della liquidazione giudiziale del 29/02/2024, con la quale non è stata autorizzata la prosecuzione dell'attività d'impresa, il punto vendita risulta essere inattivo da qualche mese. È noto che l'*Intangible asset*, come in precedenza definito, sia da intendere come un collettore di clientela, così come è pacifico riconoscere che quest'ultima sviluppi una sorta di abitudine commerciale che porta i consumatori, tendenzialmente, a frequentare gli stessi negozi, a seguito dell'instaurazione di un certo grado di fiducia. In un contesto come quello descritto, l'interruzione dell'attività di impresa provoca, inevitabilmente, una perdita di parte della clientela, la quale tenderà ad acquisire nuove abitudini che ne complicano la possibilità di rientro nel pacchetto clienti della suddetta attività commerciale. Tale perdita incide, obbligatoriamente, in modo negativo sull'economicità raggiungibile dalla Ditta. Pertanto, si è ritenuto necessario abbattere del 25% il valore precedentemente determinato e riferito all'*Intangible asset*, proprio in considerazione del fatto che si tratta di un'attività rimasta chiusa per un periodo prolungato, con conseguente perdita di clientela, fatturato e margini prospettici.

Si riporta nel seguito il valore *Intangible* abbattuto:

Valore medio <i>Intangible asset</i>	28.984,19 €
Abbattimento	25%
Valore <i>Intangible asset</i> abbattuto	21.738,14 €

Alla luce di quanto affermato, il valore dell'*Intangible asset* a seguito dell'abbattimento risulta essere pari a Euro 21.738,14.

2.5. La valutazione del Ramo d'azienda

Una volta determinato il valore economico dell'*Intangible asset*, occorre spostare l'attenzione sul valore complessivo del Ramo d'azienda. Al fine di quantificare il

valore di quest'ultimo, risulta necessario sommare al valore dell'*Intangible asset*, come sopra determinato, il valore dei beni mobili di pertinenza del perimetro del Ramo d'azienda oggetto di valutazione. Questi ultimi sono stati sottoposti ad un procedimento di stima da parte dell'I.V.G. Pavia e Lodi, dalla cui perizia emerge un valore pari ad Euro 11.500,00.

In ultima istanza, disponendo dei valori di entrambe le componenti del Ramo d'azienda di cui, per prontezza di riferimenti, si riportano i rispettivi valori:

- *Intangible asset* pari ad Euro 21.738,14;
- beni mobili pari ad Euro 11.500,00;

è possibile giungere alla valorizzazione del Ramo d'azienda, la quale risulta pari ad un valore arrotondato di Euro 33.000,00.

Occorre, altresì, precisare che il Curatore della Liquidazione Giudiziale ha segnalato allo scrivente che, ai fini del rinnovo dell'autorizzazione emessa dall'ASL per la ripresa dell'attività "commercio al dettaglio generi alimentari" *in loco*, è necessario far fronte ad un investimento iniziale pari a circa Euro 3.000. Questa spesa trova giustificazione nella necessità di adeguare l'altezza della canna fumaria della cucina del locale, rientrando nel Ramo d'azienda oggetto di valutazione, secondo quanto previsto dalla normativa recentemente entrata in vigore. Detto investimento si concretizza, dunque, quale capitale integrativo: l'ipotetico acquirente, per poter continuare a svolgere l'attività di impresa svolta dalla Ditta individuale fino ad oggi, dovrà quindi disporre di ulteriori risorse finanziarie necessarie a far fronte al citato capitale integrativo. Ai fini della determinazione del valore economico del Ramo d'azienda in discorso non si può, quindi, trascurare questo ulteriore ed inevitabile costo. A livello pratico, **l'onere derivante dall'adattamento alla normativa sopra descritto viene sottratto al valore economico del Ramo d'azienda così come è stato calcolato in precedenza, generando un valore finale, riferibile allo stesso, pari ad Euro 30.000,00.**

Capitolo 3

3.1 Conclusioni

Sulla base delle considerazioni esposte, avuto riguardo per le ipotesi e i limiti adottati nel corso delle analisi valutative svolte secondo la metodologia patrimoniale complessa, si ritiene che **il valore attribuibile al ramo d'azienda di pertinenza della Liquidazione Giudiziale della Ditta Individuale _____, al netto dei capitali integrativi come identificati in precedenza, sia pari ad un valore arrotondato di Euro 30.000,00.**

VALORE FINALE NEGOZIO ARROTONDATO	€ 30.000,00
-----------------------------------	-------------

Pavia, lì 10 maggio 2024

Prof. Giorgio Pellati



