

## PERIZIA DI STIMA DEL VALORE DELLA SOCIETÀ

“**[REDACTED]**”

Via Felice Cavallotti 63/65/67 – Padova (PD)

**[REDACTED]**

sottoposta a procedura di Liquidazione Giudiziale con sentenza del Tribunale di Padova  
del 08/11/2023 – R.G. 121/2023

**GIUDICE DELEGATO:** **[REDACTED]**

**CURATORE:** Dott. Alberto Zorzetto

**PERITO:** Dott.ssa Elisa Zotti

## SOMMARIO

1. CONFERIMENTO DELL'INCARICO	4
2. NATURA E FINALITÀ DELL'INCARICO	4
3. L'AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE	5
4. SVOLGIMENTO DELL'INCARICO	7
4.1. INFORMAZIONI E DOCUMENTI UTILIZZATI	7
4.2. IPOTESI E LIMITI DI LAVORO	7
5. DATA DI RIFERIMENTO	8
6. LA SOCIETÀ ██████████ ██████████ - BREVE DESCRIZIONE DEL CONTESTO AZIENDALE	8
7. CRITERI DI VALUTAZIONE ADOTTATI	10
7.1. I METODI PATRIMONIALI	12
7.2. METODI BASATI SU GRANDEZZE DI FLUSSO	13
7.3. METODI MISTI	14
7.4. METODI DI MERCATO	15
8. SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE E APPLICAZIONE AL CASO DI SPECIE	15
8.1. LA DETERMINAZIONE DEL PATRIMONIO RETTIFICATO "K"	16
8.2. LA DETERMINAZIONE DELL'AVVIAMENTO	17
8.2.1. IL REDDITO MEDIO PROSPETTICO (R)	17
8.2.2. IL TASSO DI RENDIMENTO "NORMALE" (I)	18
8.2.3. PERIODO DI ATTUALIZZAZIONE	20
9. VALORE DELL'AZIENDA "██████████"	20



## 1. CONFERIMENTO DELL'INCARICO

La sottoscritta Elisa Zotti, nata a Pordenone (PN) il 19.03.1984, C.F. ZTTLSE84C59G888H, commercialista iscritta all'Ordine dei dottori commercialisti e degli esperti contabili di Padova al n. 01925/A ed al registro dei revisori legali al n. 167467 con provvedimento del 12.12.2012 pubblicato in G.U. supplemento n. 02, IV Serie Speciale del 08.01.2013, veniva incaricata dal dott. Alberto Zorzetto in qualità di Curatore della Procedura di Liquidazione Giudiziale dichiarata nei confronti della società ██████████ - giusto provvedimento del Giudice Delegato ██████████ del 22.01.2024 – di provvedere alla stima del compendio aziendale della società alla data di apertura della procedura concorsuale, dichiarato dal Tribunale di Padova con sentenza nr. 121/2023 del 08.11.2023.

In adempimento dell'incarico ricevuto, la scrivente ha esperito le necessarie verifiche dopo aver assunto le opportune informazioni, onde procedere allo svolgimento dell'incarico ricevuto, presenta il seguente elaborato di stima.

## 2. NATURA E FINALITÀ DELL'INCARICO

Scopo del presente elaborato è quello di determinare il valore dell'azienda per l'attività di somministrazione di alimenti e bevande organizzata a bar, esercitata sotto l'insegna "Tucano Cafè" in Padova (PD), via Felice Cavallotti nr. 65/67, appresa dal Curatore della Liquidazione Giudiziale ██████████ (n. 121/2023 Tribunale di Padova), Dott. Alberto Zorzetto, oggi in esercizio provvisorio d'impresa.

Pur premettendo che l'adozione dei PIV<sup>1</sup> è facoltativa e che pertanto la sottoscritta ha ritenuto di non utilizzarli nella loro interezza, occorre precisare che ci si è ispirati ai postulati ivi contenuti ove siano stati ritenuti di aiuto al fine della trasparenza e della chiarezza del lavoro svolto, tenendo tuttavia conto del particolare contesto specifico (azienda in esercizio provvisorio e destinata alla liquidazione forzata competitiva, pur se "in blocco" e in costanza di funzionamento), e di settore, per cui gli adattamenti metodologici e del scelte valutative peculiari rispetto alle condizioni normali di applicazione dei PIV.

La configurazione di valore adottata ai fini del presente elaborato è il valore di mercato dell'azienda (nella combinazione di beni, diritti e contratti determinata dalla Curatela della Liquidazione Giudiziale), nell'ipotesi di cessione a terzi, al fine di fornire agli organi della Procedura un valore di riferimento per ogni valutazione che vorranno effettuare in merito ad un eventuale espletamento della procedura competitiva ai sensi dell'art. 216 CCII.

---

<sup>1</sup> PIV – Principi Italiani di Valutazione – Edizione 2015

Pare il caso di evidenziare che il giudizio sul valore dell'azienda che verrà emesso nel presente elaborato è nozione ben distinta dal prezzo che in concreto verrà esitato dalla Curatela con la vendita dell'azienda stessa.

Per l'espletamento dell'incarico la sottoscritta ha condotto la stima in base ai criteri di seguito descritti, giungendo alle conclusioni illustrate nella presente perizia.

### 3. L'AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE

Lo scopo della presente relazione è quello di stimare il valore dell'azienda gestita da [REDACTED] così come definita dall'art. 2555 del Codice Civile, ovvero sia il complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per lo svolgimento dell'attività d'impresa. L'azienda comprende quindi, secondo tale definizione, beni materiali e beni immateriali, nonché rapporti giuridici, cioè contratti, debiti e crediti.

L'azienda oggetto di valutazione è attualmente esercitata presso la sede di Padova (PD), via Felice Cavallotti, ed è funzionalmente organizzata per l'esercizio dell'attività di gestione del bar condotto sotto l'insegna "Tucano Cafè".

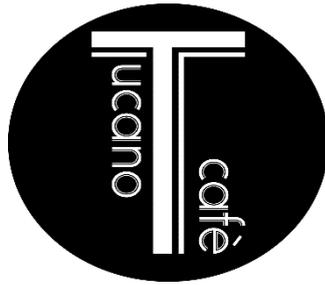
Allo stato attuale, con provvedimento dello scorso 06.12.2023 il Tribunale di Padova ha autorizzato l'esercizio provvisorio dell'attività.

Fanno parte del complesso aziendale definito per l'esercizio provvisorio (come quindi poi per la liquidazione da parte della Procedura) elementi patrimoniali (beni strumentali materiali e immateriali di proprietà, diritti, crediti e debiti) e rapporti (contratti pendenti) come di seguito illustrati, mentre restano esclusi dal perimetro di valutazione e di definizione del compendio oggetto di liquidazione le poste ed i contratti non specificatamente indicati.

I **beni e/o diritti immateriali** già impiegati nell'attività aziendali caratteristica constano attualmente nelle autorizzazioni amministrative allo svolgimento dell'attività:

- Autorizzazione alla somministrazione di alimenti e bevande di tipo B rilasciata dal Comune di Padova nr. 5137 del 03.02.2000, come da SUAP presentato al Comune di Padova in data 22.03.2013 a seguito della trasformazione della società.

Quanto alla licenza di vendita di prodotti alcolici nr. PDM01214D rilasciata da Agenzia delle Dogane in data 02.05.2001, si precisa che la stessa non potrà essere trasferita all'eventuale nuovo proprietario, il quale dovrà attivarsi presso gli uffici competenti per il rilascio di una nuova licenza a lui intestata: detta autorizzazione non è pertanto inclusa nel perimetro aziendale oggetto di stima. Nel complesso aziendale è invece compresa l'insegna "Tucano Cafè", non registrata, identificabile come sotto rappresentata:



I **beni materiali strumentali** utilizzati per l'attività, sono rappresentati da attrezzature, macchinari, mobili e arredi, così come meglio individuati e valorizzati nella perizia di stima effettuata dal Perito della Procedura Stefano Bettin (**all. 1**).

Non si considerano ricomprese nel perimetro aziendale oggetto della presente stima le **rimanenze** di prodotti finiti e merci (prevalentemente derrate alimentari) rinvenuti in sede di inventario, in quanto già utilizzate nel corso dell'esercizio provvisorio, e pertanto oggetto di separata valutazione e cessione all'atto del trasferimento dell'azienda.

Essendo la società assoggettata alla Liquidazione Giudiziale, se non diversamente specificato, i crediti ed i debiti relativi all'azienda non sono oggetto di cessione (v. *infra*), e pertanto vengono esclusi dalla presente valutazione.

Discorso analogo vale per contratti, in quanto potranno essere eventualmente trasferiti quelli non ancora risolti dalle parti a seguito dell'intervenuta Procedura Concorsuale.

L'unità immobiliare ove oggi viene svolta l'attività è utilizzata in godimento, in forza di un contratto di locazione stipulato in data 22.05.2007 e registrato in presso l'ufficio dell'Agenzia delle entrate di Padova il 24.05.2007 al nr. 3611. La durata della locazione è stabilita in 6 anni a decorrere dal 01.05.2007. Giusta autorizzazione del G.D. del 06.12.2023 la Curatela è subentrata in detto contratto. Il canone di locazione è stato pattuito in Euro 1.127,00 mensili da aggiornare annualmente nella misura del 75% degli indici ISTAT per le locazioni. Alla data di stipula del contratto di locazione, la società conduttrice ha provveduto al versamento di un deposito cauzionale di Euro 4.247,70, importo che resterà escluso dalla presente valutazione e sarà oggetto di eventuale separata regolazione tra le parti.

Aspetto particolarmente rilevante ai fini della valutazione è il trasferimento dei contratti di lavoro dipendente in essere in quanto la cessione dell'azienda comporterà anche il trasferimento di detti rapporti. Ai fini della presente valutazione vengono comunque escluse le eventuali passività connesse ai rapporti di lavoro (TFR, indennità maturate, stipendi arretrati, etc.): nell'ipotesi in cui il futuro acquirente si accollasse detti oneri, l'importo dovrà essere tenuto distinto dal valore dell'azienda che verrà quantificato con il presente elaborato.

#### **4. SVOLGIMENTO DELL'INCARICO**

La scrivente ha effettuato un accesso presso l'immobile di Padova (PD), via Felice Cavallotti 65/67 ove viene esercitata l'attività, con lo scopo di verificare lo stato dei luoghi e dei beni ed al fine di acquisire le informazioni ritenute utili all'analisi della gestione dell'impresa.

È stata inoltre acquisita, per il tramite della Curatela, la documentazione contabile e quella agli atti del fascicolo concorsuale necessaria allo svolgimento dell'incarico, come sommariamente elencata nel successivo paragrafo.

##### **4.1. INFORMAZIONI E DOCUMENTI UTILIZZATI**

Di seguito si fornisce l'elenco della documentazione che, nell'espletamento del proprio incarico, la scrivente ha acquisito ed analizzato:

- Estratto della sentenza dichiarativa della Liquidazione Giudiziale del Tribunale di Padova RG 121/2023
- Bilanci di esercizio relativi agli esercizi chiusi il 31.12.2018; 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021, della società ██████████;
- Situazione economica e patrimoniale della società ██████████ riferita alla data del 31.12.2022;
- Situazione economica e patrimoniale della società ██████████. riferita alla data del 07.11.2023;
- Contatto di locazione immobiliare del 22.05.2007 e successive modifiche e integrazioni;
- Inventario dei beni mobili redatto dal perito Stefano Bettin su incarico della Curatela e verbalizzato in data 02.12.2023;
- Registro beni ammortizzabili al 31.12.2022;
- Autorizzazione amministrativa alla somministrazione di alimenti e bevande di tipo B n. 5137 del 03/02/2000 rilasciata dal Comune di Padova e licenza di vendita prodotti alcolici PDM01241D rilasciata dall'Ufficio delle Dogane di Padova e relativa corrispondenza intercorsa con il Curatore;
- corrispondenza intercorsa tra la Curatela e gli Uffici Pubblici.

La sottoscritta informa che le risultanze del presente lavoro derivano da valutazioni di ordine documentale e da informazioni assunte sulla società attraverso contatti diretti ed indiretti con gli altri consulenti della Procedura.

##### **4.2 IPOTESI E LIMITI DI LAVORO**

La valutazione è stata effettuata approfondendo esclusivamente le problematiche di tipo valutativo delle consistenze patrimoniali ed economiche dichiarate, sulla base della documentazione direttamente fornita dalla Curatela, essa non è stata oggetto di revisione né da parte di terzi, né da

parte della scrivente, non essendo stato possibile svolgere alcuna attività di verifica considerati i tempi molto ristretti e stante la necessità di contenere i costi.

Le conclusioni del presente elaborato devono pertanto essere interpretate alla luce dei seguenti presupposti, sulla base delle ipotesi e limitazioni di seguito riportate:

- è stato assunto che i documenti consultati, anche in formato digitale o elettronico, forniti alla sottoscritta come copie, email, siano conformi agli originali e che tali documenti siano stati debitamente sottoscritti e perfezionati;
- qualora siano state fornite copie di contratti ovvero serie di contratti che incorporano modifiche successive, è stato assunto che detti contratti siano in vigore, completi ed includano qualsiasi modifica e variazione agli stessi apportata nel tempo;
- non sono state effettuate verifiche sui titoli di proprietà dei beni, basando la valutazione su quanto risultante dalla documentazione comunicata;
- l'incarico non prevede lo svolgimento di procedure di revisione contabile e i dati ottenuti sono stati oggetto di riscontro laddove questo è stato ritenuto necessario;
- l'incarico non prevede lo svolgimento di verifiche e accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura legale, fiscale, contrattuale e previdenziale connesse a problematiche non riportate nei documenti contabili utilizzati per la valutazione;
- la responsabilità sulla qualità e completezza delle informazioni e dei dati in essi contenuti compete alla società o alla Curatela che ha fornito la documentazione;
- la valutazione è stata effettuata utilizzando un approccio prudenziale e presupponendo la continuità dell'attività aziendale;
- la valutazione è stata effettuata sul presupposto che non vi siano contingentazioni delle licenze per l'esercizio dell'attività o limiti al loro trasferimento, come comunicato dalla Curatela;
- trattandosi di una valutazione previsionale basata su dati storici, la stessa non può essere interpretata o assunta come una garanzia sul futuro andamento dell'azienda;
- le conclusioni raggiunte sono base sul complesso delle informazioni assunte e delle valutazioni effettuate, pertanto il documento è da intendersi unitario e le sue parti non possono essere utilizzate singolarmente.

## **5. DATA DI RIFERIMENTO**

La presente valutazione si riferisce al valore della società alla data di apertura della Liquidazione Giudiziale, quindi alla data del **08.11.2023**.

## **6. LA SOCIETÀ ██████████ ██████████ - BREVE DESCRIZIONE DEL CONTESTO AZIENDALE**

La società “ [REDACTED] ” veniva costituita con atto del 08.10.1999 a rogito notaio [REDACTED] nella forma di società in accomandita semplice a fronte del conferimento dell’allora ditta individuale del sig. [REDACTED] per poi essere trasformata in società a responsabilità limitata con atto del 11.05.2012 rep. 60824 a rogito Notaio [REDACTED] di Padova modificando la denominazione sociale in quella attuale.

L’attività sociale, inizialmente vocata al commercio al minuto di articoli di cartoleria, di profumeria, da regalo e dolciari, nonché il commercio di generi di monopolio, è stata quindi modificata in quella di gestione di bar e pubblici esercizi e di somministrazione al pubblico di alimenti e bevande.

La società risulta essere intestataria delle seguenti licenze/autorizzazioni:

- Licenza di vendita di prodotti alcolici nr. PDM01214D rilasciata da Agenzia delle Dogane in data 02.05.2001;
- Autorizzazione alla somministrazione di alimenti e bevande di tipo B rilasciata dal Comune di Padova nr. 5137 del 03.02.2000, come da SUAP presentato al Comune di Padova in data 22.03.2013 a seguito della trasformazione della società.

La società ha sede in Padova (PD), [REDACTED], di fatto tuttavia l’attività viene esercitata ai civici 65 e 67, mentre al civico 63 viene esercitata attività di rivendita tabacchi da altra azienda.

Il capitale sociale della società risulta pari ad Euro 10.000,00, interamente versato, e risulta essere così sottoscritto:

- quota di nominali Euro 3.750,00 pari al 37,50% del capitale sociale di proprietà della sig.ra [REDACTED];
- quota di nominali Euro 3.750,00 pari al 37,50% del capitale sociale di proprietà del sig. [REDACTED];
- quota di nominali Euro 2.500,00 pari al 25,00% del capitale sociale di proprietà del sig. [REDACTED];

Dal 2021 l’amministrazione della società è affidata ad un’Amministratrice Unica, sig.ra [REDACTED].

Con sentenza nr. 175/2023 del 08.11.2023 il Tribunale di Padova dichiarava quindi il l’apertura della liquidazione giudiziale nei confronti della società, nominando quale Curatore il Dott. [REDACTED] e Giudice Delegato il Dott. [REDACTED].

Rilevato l’interesse da parte della Procedura alla migliore valorizzazione dell’azienda di proprietà della società, ai sensi dell’art. 211 co. 8 CCII, la Curatela giusta autorizzazione del Giudice Delegato del 06.12.2023 ha avviato l’esercizio provvisorio di impresa.

Ad oggi quindi l’azienda risulta essere regolarmente in attività.

\*

Ai fini della presente valutazione è stata effettuata una breve analisi dei dati economici della società allo scopo di indagare le ragioni alla base delle perdite conseguite negli anni e della successiva Liquidazione Giudiziale. Nelle tabelle che seguono vengono riportati i dati di bilancio dal 2018 al 2022 opportunamente riclassificati, dai quali emerge che il fatturato negli anni 2018 e 2019 si attestava ad oltre 300.000 Euro annui. Con l'avvento della pandemia da COVID-19 nell'anno 2020 il fatturato è sceso a 212 mila Euro, nel 2021 a 178 mila Euro e nel 2022 a 169 mila Euro. Nel 2022 oltre che agli strascichi della pandemia, il risultato di esercizio è stato pesantemente influenzato anche dall'incremento dei costi per le materie prime e dei prodotti energetici, la cui spesa è rimasta invariata nonostante del calo del fatturato, e dall'incremento del costo del personale.

<b>CONTO ECONOMICO - importi in Euro</b>					
	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
<b>Ricavi Netti</b>	<b>304.661</b>	<b>332.209</b>	<b>212.403</b>	<b>178.301</b>	<b>169.717</b>
Variaz. Rim. Sem. e Pr. Finiti	0	0	0	0	0
<b>A) Valore della Produzione</b>	<b>304.661</b>	<b>332.209</b>	<b>212.403</b>	<b>178.301</b>	<b>169.717</b>
Costi per acquisti Materiali	116.784	118.901	123.844	118.230	124.278
Variazione Rim. Mat. Prime	5.528	-602	2.328	-3.700	-2.563
<b>Consumi di Materie prime</b>	<b>122.312</b>	<b>118.299</b>	<b>126.172</b>	<b>114.530</b>	<b>121.715</b>
Costi per Servizi	32.534	33.175	29.805	29.995	32.857
Costi per Godim. Beni di terzi	32.484	17.229	8.231	11.378	13.136
Oneri diversi della gestione	7.758	6.161	1.653	6.198	8.816
<b>B) Costi esterni</b>	<b>195.088</b>	<b>174.864</b>	<b>165.861</b>	<b>162.101</b>	<b>176.523</b>
<b>C) Valore Aggiunto (A-B)</b>	<b>109.573</b>	<b>157.345</b>	<b>46.542</b>	<b>16.200</b>	<b>-6.806</b>
Costo del Personale	64.928	63.530	33.751	35.431	51.570
Ammortamenti e Leasing	7.475	12.983	13.030	9.487	8.389
<b>D) Costi interni</b>	<b>72.403</b>	<b>76.513</b>	<b>46.781</b>	<b>44.918</b>	<b>59.959</b>
<b>E) Risultato Operativo - EBIT (C-D)</b>	<b>37.170</b>	<b>80.832</b>	<b>-239</b>	<b>-28.718</b>	<b>-66.766</b>
Totale Proventi e Oneri finanziari	-2.143	-3.344	-1.668	-2.971	-1.917
Totale Proventi e Oneri straordinari/acc.ri	1.341	13.605	18.930	13.376	1.262
<b>Risultato Netto prima delle imposte</b>	<b>36.368</b>	<b>91.093</b>	<b>17.023</b>	<b>-18.313</b>	<b>-67.421</b>
Imposte sul reddito	-3.512	-47.510	-10.195	6.676	-6.225
<b>Risultato Netto</b>	<b>32.856</b>	<b>43.583</b>	<b>6.828</b>	<b>-11.637</b>	<b>-73.647</b>
<b>EBITDA (EBIT+ amm.ti e acc.ti)</b>	<b>44.645</b>	<b>93.815</b>	<b>12.791</b>	<b>-19.231</b>	<b>-58.377</b>

## 7. CRITERI DI VALUTAZIONE ADOTTATI

Per individuare il valore di un'attività, o come nel caso di specie di un'azienda, possono essere utilizzate una o più metodiche di valutazione. Le metodiche applicabili individuano le differenti prospettive che possono essere adottate per determinare il valore e al cui interno possono essere classificati i criteri di valutazione.

Tanto doverosamente premesso, appare evidente che l'applicazione di metodi di valutazione diversi consentano di mettere in luce diversi aspetti del potenziale della società e di offrire diverse prospettive di analisi in merito alla quantificazione del valore della stessa.

Le principali metodiche di valutazione, così come previste dai PIV (§ I.14.2), sono di seguito elencate:

- la **metodica di mercato**, ispirata al principio economico dell'equilibrio dei prezzi di mercato;
- la **metodica dei flussi di risultati attesi**, in base alla quale il valore è funzione della generazione di flussi di risultati; e
- la **metodica del costo**, sulla scorta della quale il valore è funzione dei costi che dovrebbero essere sostenuti per riprodurre un'attività simile a quella che deve essere valutata.

Ciascuna metodica di valutazione include molti diversi criteri di valutazione, accumulati da una stessa logica valutativa sottostante.

La metodica di mercato fornisce un'indicazione di valore attraverso la comparazione dell'attività oggetto di valutazione con attività simili o identiche con riferimento alle quali siano disponibili indicazioni significative di prezzi.

La metodica dei risultati attesi, invece, fornisce un'indicazione del valore basata sulla capacità di una attività reale o finanziaria di generare flussi di risultati nel futuro. Questi ultimi possono essere configurati con differenti criteri che si riflettono nella varietà dei metodi riconducibili alla metodica. La metodica del costo (*cost approach*), infine, fornisce indicazioni in ordine all'onere che dovrebbe essere sostenuto per ottenere un'attività simile a quella oggetto di valutazione. Il costo può essere inteso in due differenti accezioni: come costo di riproduzione (*reproduction cost*) o come costo di sostituzione o rimpiazzo (*replacement cost*).

All'interno di ciascuna delle tre metodiche in precedenza descritte sono riconducibili i principali criteri di valutazione riconosciuti per la valutazione delle aziende, e più in particolare:

- alla metodica di mercato, sono riconducibili i metodi comparativi di mercato (es. metodo c.d. dei multipli);
- alla metodica dei risultati attesi sono riconducibili (i) il metodo finanziario (*discounted cash flow*), (ii) il metodo reddituale (*capitalization of income*) e (iii) i metodi basati sul concetto di extra-reddito (*Abnormal Earnings* o *Economic Profit*);
- alla metodica del costo, infine, è riconducibile il metodo patrimoniale (*Net Asset Value Adjusted*).

I paragrafi che seguono sono volti ad approfondire i criteri sopra richiamati adottati nella valutazione delle aziende: vale a dire il criterio patrimoniale, quello finanziario, quello reddituale, quello misto patrimoniale-reddituale e quello dei multipli (metodo empirico).

## 7.1 I METODI PATRIMONIALI

La caratteristica peculiare di questa metodologia di valutazione è quella di fondarsi su di un principio di valutazione analitico dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale.

Tali metodi hanno il merito di fare riferimento a grandezze oggettive e verificabili.

Solitamente, infatti, si assume quale valore di partenza il capitale netto contabile della società, al quale poi vengono apportate delle rettifiche sulla scorta della revisione generale degli elementi attivi e passivi evidenziati nella situazione patrimoniale di partenza.

I valori di bilancio devono essere rettificati nella misura in cui differiscono dal valore corrente al momento della valutazione e mentre gli elementi passivi del patrimonio sono sempre tutti considerati, gli elementi attivi sono variamente trattati a seconda che si opti per:

- il **metodo patrimoniale semplice**, ove all'attivo si considerano i beni materiali, i crediti e le disponibilità liquide (si ricomprendono anche i casi ove all'attivo di bilancio risultino iscritte immobilizzazioni immateriali per valori non significativi), tale metodo viene particolarmente utilizzato nei casi in cui il valore dell'impresa possa essere espresso come somma del valore di più componenti dotate di specifica individualità come ad esempio nelle *holding pure* e nelle società immobiliari;

- il **metodo patrimoniale complesso**, si valorizzano anche i beni immateriali non contabilizzati, ma dotati di un effettivo o supposto valore di mercato. Si tratta di ampliare gli elementi oggetto di valutazione considerando tutte le risorse che, indipendentemente dalle relative modalità di acquisizione, contribuiscono a definire i beni a disposizione dell'azienda e in grado di influenzarne le potenzialità gestionali.

Il metodo patrimoniale di valutazione dell'azienda può essere sinteticamente formalizzato nella seguente relazione:

$$W = PNR = A - P$$

Dove:

W = valore economico dell'azienda (esclusi il capitale accessorio e i capitali integrativi a titolo di capitale di rischio)

PNR = patrimonio netto rivalutato (o rettificato)

A = attività a valori correnti

P = passività a valori correnti

Tali metodi non prendono in considerazione gli aspetti inerenti la capacità dell'azienda di produrre risultati economici.

## 7.2 METODI BASATI SU GRANDEZZE DI FLUSSO

Detti metodi sono anche detti reddituali e/o finanziari a seconda che la valutazione tenga conto della dinamica reddituale oppure della dinamica finanziaria.

Più precisamente tali metodi possono essere classificati come:

- **Metodi reddituali:** che si fondano sulla stima di un valore medio-normale del reddito e sull'ipotesi che l'azienda sia in grado di generare simili redditi per archi temporali assai protratti. Questo metodo fa quindi uso del concetto di reddito contabile normalizzato, inteso come reddito contabile rettificato per tener conto dell'incompletezza e delle distorsioni che normalmente gravano sul dato di bilancio. La normalizzazione dei risultati storici consiste solitamente in un'elaborazione tecnica comprendente la redistribuzione nel tempo di proventi e costi "straordinari", l'eliminazione di proventi e costi estranei alla "gestione", la neutralizzazione di politiche di bilancio giudicate distorsive rispetto al fine. Il metodo reddituale, nella sua versione più semplice, può essere applicato utilizzando l'algoritmo della rendita perpetua, previa quantificazione della dimensione medio - normale del reddito e del tasso di attualizzazione.

La formula da utilizzata è la seguente:

$$W = R / i$$

Dove:

W = valore economico dell'azienda (esclusi il capitale accessorio e i capitali integrativi a titolo di capitale di rischio)

R = reddito netto atteso medio-normale

i = tasso di attualizzazione (saggio di rendimento atteso - costo del capitale proprio).

Il ricorso alla rendita perpetua è in concreto difficilmente giustificabile se non per il fatto che la durata della vita effettiva dell'azienda è sostanzialmente incognita e comunque, salvo casi particolari, di difficile definizione.

Se consideriamo invece una rendita limitata ad "n" anni la formula diventa:

$$W = R a n \eta i$$

I metodi reddituali hanno il pregio di valorizzare la dinamica economica dell'azienda e di considerare l'azienda come un sistema di elementi tra loro interdipendenti capaci di generare reddito, tuttavia gli stessi presentano anche elementi di incertezza, quali, la scarsa obiettività dei parametri da utilizzare (reddito e tasso), la scarsa considerazione in cui sono tenute le dinamiche future della struttura finanziaria dell'azienda e la sua struttura patrimoniale. Per questi motivi i metodi reddituali trovano applicazione efficace in presenza di aziende con *trend* reddituali stimabili con sufficiente affidabilità e con contenuti patrimoniali relativamente modesti.

- **Metodi finanziari:** che consentono di determinare il valore economico di un'impresa in funzione dei flussi di cassa attesi prodotti nel tempo.

La dottrina propone principalmente un modello, quello dei DCF (Discount Cash Flow), che prevede l'attualizzazione dei flussi monetari disponibili, ad un tasso determinato per un periodo medio-lungo. Al termine del periodo di riferimento si considera il valore finale dell'azienda anch'esso attualizzato.

Il metodo finanziario basato sui flussi monetari può essere così rappresentato:

$$W = \sum (FC_t / (1+CMPC)^t) + VT - PFN$$

Dove:

W = valore economico dell'azienda (esclusi il capitale accessorio e i capitali integrativi a titolo di capitale di rischio)

FC<sub>t</sub> = valore attuale del cash flow lordi (FC) gestionali annui

VT = terminal value dell'azienda

PFN = posizione finanziaria netta

### 7.3 METODI MISTI

Trattasi di metodi che combinano i diversi elementi e tratti metodologici del metodo patrimoniale e di quello reddituale. A differenza delle metodologie di tipo reddituale, questa metodologia considera nella formula di determinazione del valore dell'azienda anche il valore del patrimonio della stessa. Il patrimonio è inteso non come patrimonio netto contabile, quale risulta dal bilancio di esercizio, ma come patrimonio netto rettificato, ovvero determinato valutando le attività e le passività dell'azienda (in particolare immobili, impianti, rimanenze, crediti, marchi e brevetti, per quanto concerne le attività, rischi e passività potenziali per quanto riguarda le passività) non ai valori di libro o ai valori nominali, ma ai valori correnti, i quali potranno essere rappresentati dai valori d'uso o dai valori di mercato in relazione alle diverse tipologie di beni che compongono il capitale di funzionamento dell'azienda ed ai relativi impieghi e specificità nel contesto aziendale.

Il valore rettificato del patrimonio netto è quindi aumentato o diminuito di una componente di avviamento (*goodwill o badwill*) da extra reddito (sovrareddito o redditività insufficiente), determinata come valore attuale della differenza tra la redditività richiesta al patrimonio netto rettificato, identificato quale componente del capitale di rischio e la redditività normale futura che si stima l'azienda possa esprimere in un arco temporale definito.

A seconda che l'azienda esprima una redditività superiore od inferiore a quella che in base al tasso considerato è richiesta al patrimonio in essa investito, cioè il patrimonio netto rettificato, tale valore sarà aumentato o diminuito della componente *goodwill o badwill*.

La formula è la seguente:

$$W = K + a[n]i' * (R - iK)$$

Dove:

K = valore patrimoniale (patrimonio netto rettificato);

i = tasso di remunerazione normale del capitale;

R = reddito medio normalizzato prospettico;

$a[n]i'$  = fattore di attualizzazione per il calcolo di una rendita della durata di n anni al tasso i';

n = numero di anni per i quali viene stimato il sovra reddito;

i' = tasso di attualizzazione.

#### 7.4 METODI DI MERCATO

Nella stima del valore di un'azienda si ricorre sovente all'utilizzo di metodi empirici, in cui la stima del capitale economico viene quantificata sulla base del confronto con il valore di attività simili oggetto di negoziazione sul mercato.

Tra i vari metodi empirici, uno dei più utilizzati è il metodo dei multipli di mercato mediante il quale il valore di un'azienda viene calcolato quale multiplo delle principali grandezze aziendali (es. EBITDA, EBIT, ...). L'assunto su cui si fonda il metodo dei multipli è rappresentato dalla relazione esistente tra la grandezza economica considerata rilevante per la valutazione dell'azienda specifica (ad esempio fatturato, EBITDA, EBIT, patrimonio netto, etc.) ed il valore economico di un'azienda.

L'assunto su cui si fonda il metodo dei multipli è rappresentato dalla relazione esistente tra la grandezza economica considerata rilevante per la valutazione dell'azienda specifica (ad esempio fatturato, EBITDA, EBIT, patrimonio netto, etc.) ed il valore economico di un'azienda.

La logica utilizzata è ben diversa da quella dei metodi tradizionali analitici, in quanto il valore dell'azienda oggetto di stima viene dedotta direttamente da osservazioni di mercato, basandosi sui prezzi effettuati in negoziazioni con oggetto aziende comparabili a quella oggetto di stima.

I principali metodi utilizzati ai fini della valutazione di stima possono essere classificati nelle seguenti macroclassi:

- multipli *Asset Side* (multipli dell'attivo), tra i quali rilevano “*Enterprise Value/Utile*”, “*Enterprise Value/Ebit*”, “*Enterprise Value/Ebitda*”,
- multipli *Equity Side* (multipli del capitale), tra i quali rilevano principalmente il “*Price/Earning*”, il “*Price/Cash Flow*” ed il “*Price/Sales*”.

In alternativa ai multipli di mercato, l'altra metodica utilizzata è quella delle transazioni comparabili, per le quali è necessario riconoscere all'azienda un valore pari ai prezzi registrati in transazioni recenti fuori mercati aventi per oggetto realtà imprenditoriali comparabili.

#### 8. SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE E APPLICAZIONE AL CASO DI SPECIE

In considerazione delle finalità della perizia, già sopra richiamate, considerata l'apertura della Liquidazione Giudiziale della società in parola, nonché il tipo di attività svolta e della ridotta consistenza patrimoniale del compendio oggetto di stima, si ritiene che il metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma del sovra-reddito sia quello più adeguato ad esprimere il valore del compendio della "██████████".

Si è ritenuto opportuno adottare tale metodo in quanto il ricorso a metodi reddituali puri è giustificato in presenza di redditi nettamente positivi negli anni antecedenti l'apertura della procedura concorsuale – aspetto non presente nel caso di specie -, mentre le altre metodologie sopra tratteggiate, come quella patrimoniale, esprimono il valore dell'azienda in funzione dei soli elementi patrimoniali ad un valore opportunamente rettificato.

Poiché, come è noto, l'azienda oggetto di stima è oggi oggetto di esercizio provvisorio, la scrivente ritiene di dover quanto meno effettuare la verifica della sussistenza, o meno, anche della componente reddituale negli elementi costitutivi il valore della medesima.

Nell'ambito delle procedure concorsuali infatti, solitamente il complesso aziendale viene disaggregato e liquidato a soddisfacimento dei creditori: nel caso di specie tuttavia l'azienda oggetto di stima assume valore come "complesso aziendale" e non come "insieme disaggregato di beni" proprio in virtù dell'esercizio provvisorio autorizzato dal G.D..

Ai fini della stima sono stati presi in considerazione i seguenti elementi:

- l'inventario dei beni di proprietà di ██████████, come analiticamente descritti dal perito della procedura Stefano Bettin;
- le voci reddituali della società ██████████ negli esercizi dal 2018 al 2022, in modo da desumere il reddito medio prospettico normalizzato, atteso che - come indicato sopra - per la valutazione in parola si ritiene opportuno tenere conto sia della composizione patrimoniale, che della capacità dell'azienda di generare un sovra-reddito.

### **8.1 LA DETERMINAZIONE DEL PATRIMONIO RETTIFICATO "K"**

Come anticipato nei paragrafi che precedono, trattandosi di valutazione di azienda sottoposta a Liquidazione Giudiziale il valore del patrimonio rettificato "K" dell'azienda si riconduce al valore dei beni mobili appresi all'attivo della Procedura, fatta eccezione per le rimanenze di magazzino che restano escluse della valutazione di cui al presente elaborato.

Ai fini della determinazione del presunto valore di realizzo, i beni sono stati oggetto di stima da parte di un perito indipendente nominato dalla procedura nella persona di Stefano Bettin che ha valutato le immobilizzazioni di proprietà di ██████████ in Euro 19.509,00<sup>2</sup>. Per il dettaglio dei

beni e della stima si rimanda in toto l'inventario allegato (**all. 1**), parte integrante della presente perizia di stima.

Per chiarezza espositiva si precisa che il perito mobiliare ha fornito due configurazioni di valore per la stima dei beni, quella di "stima in liquidazione" e quella di "stima sul posto". Considerato che i beni appresi all'attivo della Procedura saranno oggetto di cessione in quanto parte integrante del compendio aziendale "in funzione", la scrivente ha ritenuto opportuno assumere quale **valore del patrimonio rettificato "K"** il valore di stima dei beni "sul posto" pari ad **Euro 19.509,00**, non ritenendosi di dover attribuire un diverso valore.

Per quanto riguarda i beni/diritti immateriali si ritiene di non attribuire alcun valore alla licenza posto che l'autorizzazione in parola, non soggetta a contingentamento, potrebbe essere richiesta da chiunque ne abbia i requisiti, mentre il potere distintivo dell'insegna si ritiene possa essere espresso nel valore dell'avviamento così come calcolato al paragrafo 8.2 che segue.

I crediti ed i debiti relativi all'azienda sono esclusi dalla presente valutazione.

## **8.2 LA DETERMINAZIONE DELL'AVVIAMENTO**

La determinazione del valore di XXXXXXXXXX con il metodo misto patrimoniale – reddituale richiede da ultimo la definizione degli ulteriori parametri di stima attraverso i quali giungere alla determinazione del valore di avviamento attribuibile all'azienda medesima.

Il valore di avviamento viene configurato attualizzando per un periodo di tempo "n" e ad un tasso di attualizzazione appropriato "i" il differenziale di redditività (sopra/sotto reddito  $R - i * K$ ) che si stima l'azienda potrà generare in futuro.

Se i redditi attesi risulteranno superiori al reddito normale, inteso quale reddito che potrebbe ritrarsi da investimenti alternativi aventi il medesimo grado di rischio, si determinerà un sopra-reddito e potrà parlarsi di avviamento positivo, in caso contrario si determinerà un sotto-reddito e si potrà parlare di avviamento negativo.

### **8.2.1 IL REDDITO MEDIO PROSPETTICO (R)**

Non essendo disponibili budget economici e/o previsioni dei ricavi relativi ai prossimi esercizi, in ragione delle modeste dimensioni dell'azienda, la verifica della sussistenza di un avviamento e la successiva sua quantificazione sono state effettuate ipotizzando una redditività calcolata sull'andamento dei passati esercizi nel contesto di mercato in cui opera l'azienda stessa.

Considerato che il reddito medio-normalizzato è espressione della redditività della società destinata a perdurare nel tempo, la scrivente ha deciso di operare sui dati storici di conto economico della società (2018 – 2022), "depurandoli" da quei fenomeni straordinari che hanno inciso in modo occasionale nel reddito operativo dell'azienda, tenendo altresì in debita considerazione il fatto che il risultato degli esercizi 2020, 2021 e 2022 è stato profondamente influenzato dalle restrizioni alla socialità imposte dalla pandemia da COVID-19.

Il reddito medio normalizzato prospettico utilizzato nelle operazioni di stima deve infatti essere “normale” e “medio”, ossia in grado di essere stabilmente prodotto dall’azienda: esso è riferito a più periodi nei quali non dovrebbero essere realizzate condizioni di operatività eccezionali tanto in senso positivo che in senso negativo: pertanto, con l’obiettivo di contenere l’effetto negativo generato dal “fattore straordinario pandemia” nel conteggio del reddito medio normalizzato, la scrivente ha ritenuto opportuno considerare il risultato (negativo) relativo alle annualità dal 2020 al 2022 nel limite del 50%<sup>3</sup>.

La scrivente ha quindi proceduto con la normalizzazione dei risultati di esercizio mediante:

- Pazzramento dei ricavi straordinari e non ripetitivi;
- Pazzramento dei costi per l’attività di rivendita di giornali non inclusa nel ramo;
- Pazzramento dei costi non inerenti;
- Pazzramento dei costi straordinari e non ripetitivi o non riferiti all’attività;
- Pazzramento dei costi e proventi di natura finanziaria

Si è inoltre provveduto a normalizzare l’imposizione fiscale teorica considerando un tax rate complessivo del 27,9% (24% IRES + 3,9% IRAP).

È stata infine calcolata la media aritmetica semplice dei redditi normalizzati, nella quale i redditi normalizzati negativi registrati nel periodo pandemico (2020 – 2022) sono stati considerati nel limite del 50% del valore calcolato. Il reddito medio normalizzato così calcolato è pari ad Euro 13.703.

NORMALIZZAZIONE DEI REDDITI					
	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Reddito ante imposte</b>	<b>36.368</b>	<b>91.093</b>	<b>17.023</b>	<b>(18.313)</b>	<b>(73.647)</b>
<b>Rettifiche di normalizzazione:</b>					
- (rettifica ricavi giornali)		(12.281)	(48.163)	(39.874)	(29.740)
- rettifica costi giornali		12.371	37.827	32.528	26.047
- (aiuti di stato)			(17.970)	(15.662)	
- (altri ricavi)	(5.000)				
-(sopravvenienze attive ordinarie)		(966)	(930)	2.301	(1.241)
- penalità contrattuali / (risarcimenti danni)	(1.127)				6.098
- leasing non strumentali		3.467	560	1.969	3.366
- assicurazioni e altre spese non inerenti	8.066	4.438	1.286	3.379	6.521
- interessi e oneri finanziari	2.143	3.344	1.677	2.971	1.919

<sup>3</sup> “A fine 2022 il 64% dei ristoratori dichiarava di essere tornato ai livelli di fatturato del 2019 e il 57% degli operatori è fiducioso, ma non si possono sottovalutare gli effetti della crisi in corso, con l’inflazione che da un lato incide dal lato costi e dall’altro taglia il potere d’acquisto delle famiglie. Secondo il Rapporto redatto dalla Federazione pubblici esercizi aderente a Confcommercio, a dicembre 2022 erano 336mila le imprese operative nel mercato della ristorazione. Di queste, 9.526 hanno avviato l’attività nel corso dell’anno, mentre sono 20.139 quelle che hanno abbassato le saracinesche con un saldo negativo di oltre 10.600 unità. Le cause sono da ricercare tra «gli strascichi della crisi pandemica» e «il forte incremento dei costi in particolare delle materie prime e dell’energia (+200%) che hanno fortemente eroso i margini operativi delle imprese». La crisi si sente soprattutto nei bar: solo uno su due è rimasto aperto tra quelli aperti negli ultimi 5 anni”. Fonte: *Il sole24 ore del 04.04.2023*.

<b>Totale rettifiche di normalizzazione</b>	<b>4.082</b>	<b>7.273</b>	<b>(25.712)</b>	<b>(12.389)</b>	<b>12.970</b>
<b>REDDITO LORDO NORMALIZZATO</b>	<b>40.450</b>	<b>101.466</b>	<b>(8.689)</b>	<b>(30.702)</b>	<b>(60.677)</b>
VARIAZIONI FISCALI					
Aliquota fiscale effettiva media	27,90%	27,90%	27,90%	27,90%	27,90%
Imposte dell'esercizio	(11.286)	(27.444)	2.424	16.929	(2.232)
<b>UTILE NETTO NORMALIZZATO</b>	<b>29.164</b>	<b>73.157</b>	<b>(6.265)</b>	<b>(13.773)</b>	<b>(62.909)</b>
<b>Tasso di inflazione medio</b>	<b>1,20%</b>	<b>0,60%</b>	<b>-0,20%</b>	<b>1,90%</b>	<b>8,10%</b>
Componente (1+i)	1,0120	1,0060	0,9980	1,0190	1,0810
Fattore di sconto	0,8935	0,9042	0,9096	0,9078	0,9251
<b>V.A. REDDITO NORMALIZZATO</b>	<b>32.641</b>	<b>80.907</b>	<b>(6.887)</b>	<b>(15.171)</b>	<b>(68.005)</b>
<b>Peso percentuale</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>50%</b>	<b>50%</b>	<b>50%</b>
<b>Peso assoluto</b>	<b>32.641</b>	<b>80.907</b>	<b>(3.444)</b>	<b>(7.586)</b>	<b>(34.002)</b>

<b>REDDITO MEDIO NORM. ATTESO STORICO-PROSPETTICO</b>	<b>13.703</b>
---	---------------

### 8.2.2 IL TASSO DI RENDIMENTO “NORMALE” (I)

Il tasso di rendimento “normale” (i) previsto nella formula del metodo misto patrimoniale-reddituale trova la sua efficace espressione nel costo del capitale proprio (Ke), il quale, in coerenza con i flussi di reddito, è da quantificare in termini reali e netti d'imposta.

La formula del Ke adottata è quella indicata dall'approccio CAPM:

$$K_e = r + \beta \cdot (r_m - r)$$

dove:

r = rendimento di investimenti privi di rischio (risk-free) assunto pari al 3,70%<sup>4</sup>, pari al rendimento dei BTP decennali emessi dallo Stato Italiano al 29.12.023;

$\beta$  = coefficiente di regressione di una retta che rappresenta la relazione intercorrente fra il saggio di ritorno offerto dal titolo e quello del mercato nel suo complesso<sup>5</sup>. Ai fini del conteggio è stata quindi utilizzata la tabella beta per settore e area geografica<sup>6</sup>, riferita all'area “Europa” per il periodo “gennaio 2024” relativa al settore restaurant/dining. Il beta *unlevered* è stato quindi “levereggiato” tenendo conto dell'indebitamento medio di settore<sup>7</sup>. Ai fini della presente stima è stato utilizzato un beta *levered* pari a 1,24;

( $r_m - r_f$ ) = risk premium, premio per il rischio di mercato, assunto pari al a 5,00%.

<sup>4</sup> Fonte: MEF, rendimento medio dei BTP decennali emessi dallo Stato Italiano nel 2023;

<sup>5</sup> Il rischio specifico beta è correlato alla singola impresa e consiste nella misurazione della sensibilità del corso dei titoli ai movimenti di mercato. Il portafoglio costituito da tutte le azioni di mercato presenta un beta pari a 1; i titoli con beta maggiore di 1 tendono ad amplificare i movimenti globali del mercato, presentando livelli di rischio più elevati, al contrario valori di beta compresi tra 0 e 1 sono associati a titoli che tendono a smorzare i movimenti del mercato e sono quindi meno rischiosi. Fonte: Damodaran per il mercato Italia.

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

Tasso risk-free (BTP 10 anni)	3,70%
ERP (Premio per il rischio del mercato "Italia")	5,00%
Beta <i>levered</i>	1,24
<b>KE nominale</b>	<b>9,89%</b>

### 8.2.3 PERIODO DI ATTUALIZZAZIONE

Per quel che riguarda il periodo di durata per la produzione del sovra/sotto-reddito, infine, la prassi solitamente adotta un orizzonte temporale compreso tra i 3 ed i 7 anni, a seconda della struttura societaria e del tipo di impresa, nonché della possibilità del management o del mercato di creare ipotesi alternative concorrenziali in tale arco temporale. Ai fini della presente valutazione la probabile durata dei sovra-redditi è stata determinata in tre anni, periodo ritenuto congruo in relazione all'ampiezza temporale entro la quale è possibile condurre previsione in ordine ai risultati della gestione, tenuto conto che l'azienda opera in un contesto soggetto alle "mode", con elevata variabilità di soggetti.

\*

Il valore dell'avviamento (A), considerando un flusso limitato di extraprofitto pari a 3 anni ad un tasso di attualizzazione posto pari a 9,89% sarebbe pari ad Euro 29.341.

## 9. VALORE DELL'AZIENDA "██████████".

Alla luce dei risultati sopra esposti, determinato autonomamente il valore dell'avviamento seguendo la formula già sopra esplicitata, cui viene sommato il patrimonio netto rettificato, si può, dunque, addivenire alla determinazione del valore di cui al mandato conferito del presente elaborato peritale:

Valore dell'azienda (W)	
Patrimonio netto rettificato (K)	Euro 19.509
Avviamento (A)	Euro 29.341
<b>Valore dell'azienda (W)</b>	<b>Euro 48.850</b>

Importo che può essere arrotondato in **50.000,00 (cinquantamila/00) Euro**.

La scrivente ritiene di aver assolto all'incarico conferito e nel ringraziare per la fiducia accordata, resta a disposizione per ogni ulteriore chiarimento.

Con osservanza.

Padova, li 27.02.2024

Il Perito  
Dott.ssa Elisa Zotti  
(Firmato Digitalmente)

Allegati:

1. Inventario stimato dei beni mobili della Liquidazione Giudiziale [REDACTED] redatto dal perito Stefano Bettin