

**TRIBUNALE DI RIMINI  
SEZIONE FALLIMENTARE**

**Giudice Delegato: Dott.ssa Francesca Miconi  
Curatore: Dott. Alex Nicoletti**

\*\*\*

**VALUTAZIONE DI AZIENDA**

**Perito: Rag. Giovanni Ferrini**

## INDICE DELLA RELAZIONE

1. PREMESSA.....	4
2. PARTE GENERALE .....	4
2.1 OGGETTO E SCOPO DELLA PRESENTE RELAZIONE .....	4
2.2 DOCUMENTAZIONE DI RIFERIMENTO.....	4
2.3 L'AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE.....	4
3. ATTIVITA' SVOLTA DALLO SCRIVENTE E INCONTRI INTERCORSI CON [REDACTED] IN LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE.....	6
3.1 ANALISI DEI RISULTATI ECONOMICI – FINANZIARI.....	6
4. DEFINIZIONE DEL PERIMETRO AZIENDALE.....	8
4.1 LA VALUTAZIONE DELLE RISORSE TANGIBILI .....	8
4.2 LA VALUTAZIONE DELLE RISORSE INTANGIBILI .....	23
1) Determinazione del royalty rate in funzione della forza del capitale intangibile ..	23
2) Determinazione del tasso di rendimento normale dei capitali investiti" .....	25
3) Individuazione del fatturato annuo prospettico.....	33
4) Determinazione del capitale intangibile assumendo come periodo minimo di durata del flusso 5 anni. ....	36
4.3 DETERMINAZIONE DEL VALORE DEL RAMO D'AZIENDA .....	36
5. CONCLUSIONI .....	36

## INDICE DEGLI ALLEGATI

- Allegato "A": Visura storica della società [REDACTED] in liquidazione giudiziale;
- Allegato "B": Visura ordinaria della società [REDACTED] in liquidazione giudiziale;
- Allegato "C": Bilanci d'esercizio [REDACTED] in liquidazione giudiziale esercizi 2019-2020-2021-2022, bilancio di verifica al 31.12.2023 ed al 12.06.2024;
- Allegato "D": Sentenza n. 40/2024 emessa dal Tribunale di Rimini relativa l'apertura della liquidazione giudiziale nei confronti di [REDACTED] in liquidazione;
- Allegato "E": Verbale di inventario ex art. 195 CCII redatto in data 18/06/24 dal Curatore della liquidazione giudiziale [REDACTED] in liquidazione, dott. Alex Nicoletti;

- Allegato "F": Documentazione riferibile al pignoramento emesso in data 11 aprile 2024 da Agenzia delle entrate Riscossione di Rimini – Forlì – Cesena nei confronti di "[REDACTED]" in liquidazione, iscritto al registro cronologico n.134;
- Allegato "G": Contratto di affitto di ramo di azienda stipulato in data 12 gennaio 2023 (registrazione n. 3.663 serie 1T A.D.E. Bologna) tra [REDACTED] in liquidazione e [REDACTED] oltre atto di risoluzione di affitto di ramo di azienda tra le predette parti del 07 marzo 2024 (registrazione n. 14.992 serie 1T A.D.E. Bologna);
- Allegato "H": Scrittura privata del 12 agosto 2024 tra [REDACTED] e [REDACTED] in liquidazione giudiziale;
- Allegato "I": Verbale di Inventario integrativo ex 195 art.CCI redatto in data 19 settembre 24 dal Curatore della liquidazione giudiziale [REDACTED] in liquidazione giudiziale, dott. Alex Nicoletti oltre Visure PRA;
- Allegato "L": Bilanci d'esercizio approvati e depositati riferibili all'annualità 2023 e 2022 della società [REDACTED] oltre a situazione contabile provvisoria al 30 settembre 2024.

## 1. PREMESSA

Lo scrivente precisa che la presente valutazione si basa sugli elementi forniti dalla società, ovvero sulle informazioni e sulla documentazione allo stato a disposizione, meglio riepilogate nel successivo paragrafo, nonché sulle ricerche condotte autonomamente dallo scrivente sul mercato di riferimento. Lo scrivente non ha potuto condurre alcuna attività preliminare di revisione dei dati contabili e delle successive elaborazioni ricevute dai referenti della società.

## 2. PARTE GENERALE

### **2.1 OGGETTO E SCOPO DELLA PRESENTE RELAZIONE**

Lo scrivente Giovanni Ferrini, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Rimini e al Registro dei Revisori Contabili, con Studio in Rimini [REDACTED] è stato incaricato dal curatore della liquidazione giudiziale [REDACTED] in liquidazione, Dott. Alex Nicoletti, come da istanza di autorizzazione alla nomina del perito datata 04 novembre 2024, per redigere una perizia valida ai fini della stima del valore dell'azienda di proprietà della [REDACTED] in liquidazione giudiziale ad oggi condotta e nella disponibilità della Società [REDACTED]

Compito dello scrivente è in questa sede:

*individuare il valore del capitale economico del complesso aziendale in capo alla società [REDACTED] in liquidazione giudiziale attualmente condotto dalla società [REDACTED] inteso come valore dell'investimento unitario considerato congruo per la sua acquisizione.*

### **2.2 DOCUMENTAZIONE DI RIFERIMENTO**

Ai fini dell'espletamento dell'incarico lo scrivente si è avvalso della documentazione fornita dalle società [REDACTED] in liquidazione giudiziale e dalla società [REDACTED], e della documentazione reperita direttamente dallo scrivente meglio identificata negli allegati sopra elencati. Il Perito nell'espletamento dell'incarico ricevuto si è avvalso inoltre della consultazione di banche dati.

### **2.3 L'AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE**

Con sentenza n.40/2024 depositata in data 06 giugno 2024 e pubblicata il 12 giugno 2024, il Tribunale di Rimini ha dichiarato la liquidazione giudiziale della

società [redacted] in liquidazione con sede [redacted]  
[redacted] nominando Giudice Delegato la Dott.ssa Francesca Miconi e  
Curatore il Dott. Alex Nicoletti.

La società è stata costituita in data 25 gennaio 2012 [redacted]  
[redacted] ed era abilitata a svolgere l'attività di *"commercio al dettaglio di prodotti  
alimentari tramite altri mezzi di comunicazione (TELEFONO)."*

In data 12 aprile 2012, con protocollo PS-2012-7631, numero repertorio 154646, la  
società [redacted] ha posto in essere un'operazione di compravendita  
relativa all'acquisto dell'azienda di proprietà della società [redacted]  
[redacted] in liquidazione.

In data 12 gennaio 2023 la società [redacted] viene posta in liquidazione  
con contestuale nomina del L. [redacted], nominato con  
verbale di assemblea dei soci a rogito del notaio Alberto Parisio di Bologna (BO),  
Rep.7088/5477 registrato a Bologna in data 26/01/2023.

In data 12 gennaio 2023, mediante scrittura privata autenticata dal notaio [redacted]  
[redacted] la società ha concesso in affitto il ramo di azienda esercente  
l'attività *di compravendita e distribuzione di bevande* alla società [redacted]  
[redacted]

- Attrezzature, macchinari, Autocarri/autovetture, mobilio e beni strumentali;
- Avviamento, know-how e portafoglio clienti, autorizzazioni amministrative;

Gli elementi salienti del contratto di affitto di ramo di azienda sono i seguenti:

- **canone di affitto:** mensile, pari ad Euro 1.500,00, oltre Iva;
- **durata dell'affitto:** 36 mesi a decorrere dal 01 febbraio 2023.

In data 07 marzo 2024 il citato contratto di affitto è stato consensualmente risolto dalle  
parti anche a seguito del pessimo stato manutentivo dei beni componenti l'azienda e  
alla scarsa redditività legata alle ridotte marginalità.

In data 11 aprile 2024 è stato eseguito da parte dell'Agenzia Entrate Riscossione il  
pignoramento dei beni riconducibili alla società [redacted] in liquidazione. Il  
verbale di pignoramento contiene il dettaglio dei beni e il relativo valore di stima.

In data 28 maggio 2024 l'Istituto Vendite Giudiziarie di Rimini, su mandato  
dell'Agenzia Entrate Riscossione, provvede alla richiesta di pubblicazione d'asta  
mobiliare. L'esperimento dell'asta da esito negativo.

In data 17 giugno 2024 a seguito della sentenza del 12 giugno 2024 relativa  
all'apertura della liquidazione giudiziale della società, Agenzia Entrate Riscossione  
comunica a mezzo Pec all'Istituto Vendite Giudiziarie di Rimini l'estinzione  
dell'incarico affidato.

In data 12 agosto 2024 la [REDACTED] in liquidazione giudiziale, debitamente autorizzata dal Giudice Delegato in data 06 agosto 2024, sottoscrive con la società [REDACTED] una scrittura privata con la quale quest'ultima riconosce alla Procedura l'importo di euro 1.500,00 mensili oltre Iva a titolo di indennità per l'utilizzo dell'azienda per il periodo che decorre dal 07 marzo 2024. Inoltre la citata scrittura contiene una proposta irrevocabile di acquisto del ramo di azienda citato da parte di [REDACTED] al prezzo pari ad euro 40.000,00 (quarantamila/00).

### 3. ATTIVITA' SVOLTA DALL'O SCRIVENTE E INCONTRI INTERCORSI CON [REDACTED] IN LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE

Il perito ha incontrato la società [REDACTED] in liquidazione giudiziale nella persona del Curatore del fallimento Dott. Alex Nicoletti. Nel corso delle riunioni di seguito meglio esposte lo scrivente ha inteso:

- contestualizzare l'attività commerciale svolta dalla fallita;
- definire l'azienda oggetto di valutazione.

Data Incontro	Oggetto	Partecipanti
14/10/2024	Primo incontro per assunzione informazioni	Dott. Alex Nicoletti, curatore fallimentare; Rag. Giovanni Ferrini, perito incaricato;
21/10/2024	Recupero della documentazione	Dott. Alex Nicoletti, curatore fallimentare; Rag. Giovanni Ferrini, perito incaricato;
25/11/2024	Analisi della documentazione	Dott. Alex Nicoletti, curatore fallimentare; Rag. Giovanni Ferrini, perito incaricato;

#### 3.1 ANALISI DEI RISULTATI ECONOMICI – FINANZIARI

Al fine di verificare se esiste un valore insito nell'azienda oggi condotta dalla società [REDACTED], vengono esaminati gli ultimi bilanci sociali, regolarmente approvati e depositati al Registro Imprese sino all'esercizio 2022 da parte della [REDACTED] in liquidazione Giudiziale.

Di seguito si fornisce l'andamento patrimoniale – finanziario della Società.

Attivo	2022	2021	2020	2019
Crediti vs soci per versamenti ancora dovuti	0	0	0	0
Immob. Immateriali	0	0	688.774	497.457
Immob. Materiali	25.549	25.549	31.752	60.171

<i>Immob. Finanziarie</i>	640.077	640.077	640.077	640.077
<i>Rimanenze</i>	23.321	53.460	55.306	52.180
<i>Crediti vs Clienti entro l'esercizio successivo</i>	122.927	208.672	119.271	56.497
<i>Crediti Tributari entro l'esercizio successivo</i>	32.192	27.346	8.008	2.184
<i>Crediti Tributari oltre l'esercizio successivo</i>	0	0	0	0
<i>Crediti vs altri entro l'esercizio</i>	180.692	127.663	116.966	109.879
<i>Crediti vs altri oltre l'esercizio</i>	0	0	0	0
<i>Depositi bancari</i>	11.791	11.791	11.791	13.748
<i>Denaro e altri valori in cassa</i>	110.887	7.364	24.611	8.317
<i>Risconti</i>	11.194	11.194	11.194	11.632
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>1.055.382</b>	<b>1.216.639</b>	<b>1.707.750</b>	<b>1.473.334</b>

Passivo	2022	2021	2020	2019
<i>F.do per Rischi e oneri</i>	- 1.326	- 1.326	0	0
<i>Trattamento di Fine rapporto</i>	113.964	99.178	74.151	53.924
<i>Debiti esigibili entro l'esercizio successivo</i>	2.125.007	1.618.391	1.315.611	822.338
<i>Debiti esigibili oltre l'esercizio successivo</i>	351.022	402.851	453.021	566.587
<i>Ratei e risconti</i>	-146	2.136	2.040	2.121
<b>TOTALE PASSIVO</b>	<b>2.588.521</b>	<b>2.121.230</b>	<b>1.844.823</b>	<b>1.444.970</b>

Patrimonio Netto	2022	2021	2020	2019
<i>Capitale</i>	80.000	80.000	80.000	80.000
<i>Riserva legale</i>	21.348	21.348	21.348	21.348
<i>Riserva Straordinaria</i>	21.643	21.643	21.641	21.642
<i>Utile/Perdita d'esercizio precedente</i>	- 1027.671	- 260.52	- 94.716	0
<i>Utile/Perdita dell'Esercizio</i>	- 767.518	-628.549	- 137.073	- 94.716
<b>TOTALE PATRIMONIO NETTO</b>	<b>-1.533.139</b>	<b>-904.591</b>	<b>- 137.073</b>	<b>28.364</b>
<b>TOTALE PASSIVO + PATRIMONIO NETTO</b>	<b>1.055.382</b>	<b>1.216.639</b>	<b>1.707.750</b>	<b>1.473.334</b>

Di seguito si fornisce l'andamento economico della Società [REDACTED] in liquidazione giudiziale.

	2022	2021	2020	2019
<b>VALORE DELLA PRODUZIONE</b>	<b>1.667.695</b>	<b>1.799.666</b>	<b>1.742.178</b>	<b>1.614.761</b>
<b>COSTI DELLA PRODUZIONE</b>	<b>2.030.297</b>	<b>2.553.606</b>	<b>1.885.820</b>	<b>1.699.461</b>
<i>per mat. prime, sussidiarie, consumo e merci</i>	700.089	936.757	879.890	712.876
<i>per servizi</i>	327.474	230.402	415.286	423.758
<i>per godimento di beni di terzi</i>	81.623	69.837	101.958	53.627

<i>per il personale</i>	641.746	619.422	460.297	470.812
<i>Ammortamenti e svalutazioni</i>	0	695.076	26.242	28.770
<i>variaz. mat. prime, di consumo, merci, ecc.</i>	29.839	1.846	- 3126	- 9.078
<i>accantonamenti per rischi</i>	0	0	0	0
<i>altri accantonamenti</i>	0	0	0	0
<i>oneri diversi di gestione</i>	249.256	266	5.273	18.696
<b><i>Differenza tra valore e costo della produzione</i></b>	<b>- 362.602</b>	<b>- 753.940</b>	<b>- 143.642</b>	<b>- 84.700</b>
PROVENTI E ONERI FINANZIARI	- 265.947	-13.578	-21.794	- 10.016
PROVENTI E ONERI STRAORDINARI	0	0	0	0
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	- 628.549	-767.518	-165.436	- 94.716
<i>imposte sul reddito di esercizio, correnti, differite e anticipate</i>	0	0	0	0
<b>UTILE o PERDITA di Esercizio</b>	<b>- 628.549</b>	<b>-767.518</b>	<b>-165.436</b>	<b>- 94.716</b>

#### 4. DEFINIZIONE DEL PERIMETRO AZIENDALE

Le componenti patrimoniali da valorizzare dovranno tenere conto degli asset di attivo quali:

- Immobilizzazioni Materiali: Automezzi, Attrezzature, macchinari, mobilio di cui agli allegati "E" "F" e "I";
- Immobilizzazioni Immateriali e Avviamento:

##### 4.1 LA VALUTAZIONE DELLE RISORSE TANGIBILI

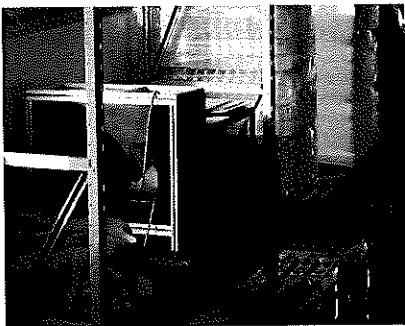
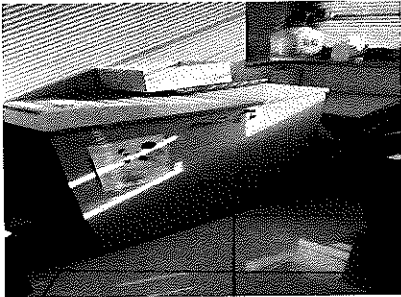
Il perito al fine di valorizzare una parte delle immobilizzazioni materiali e più precisamente quelle riferibili alle attrezzature, ai macchinari e al mobilio ritiene, ai fini prudenziali, di ritenere congruo il valore attribuito dal perito specializzato dell'Istituto Vendite Giudiziarie di Rimini il quale valorizza analiticamente tali beni attribuendo agli stessi un valore complessivo pari ad Euro 7.433,00. Prudenzialmente il perito ha ritenuto di svalutare i predetti valori di una percentuale pari al 50%.

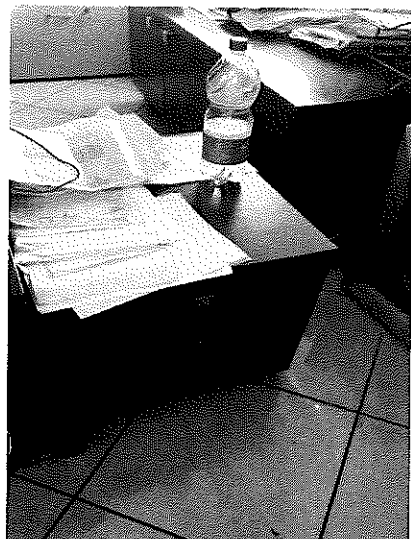
In dettaglio:

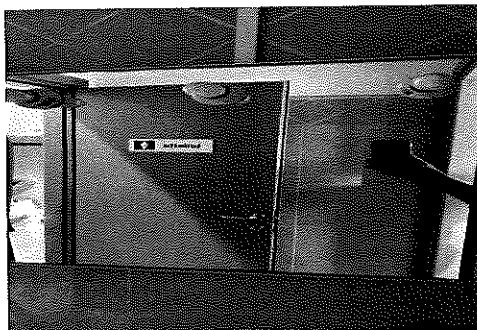
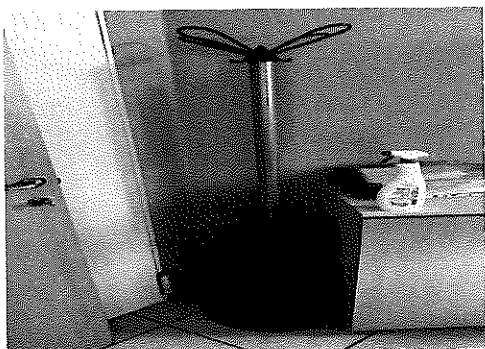
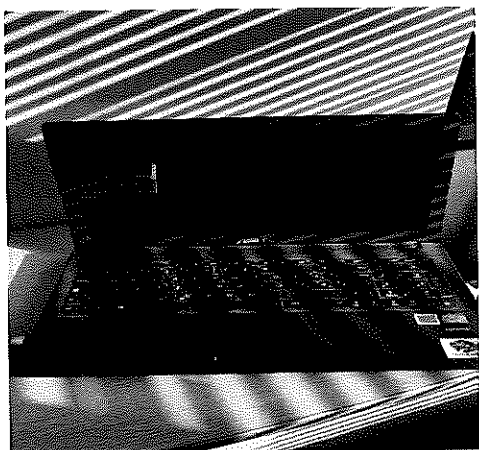
Descrizione	Importo
Beni materiali facenti parte del compendio fallimentare	3.717,00
<b>TOTALE</b>	<b>3.717,00</b>

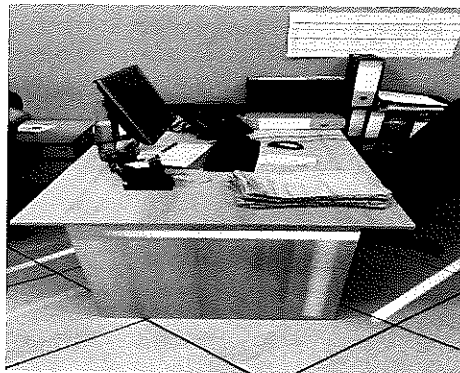
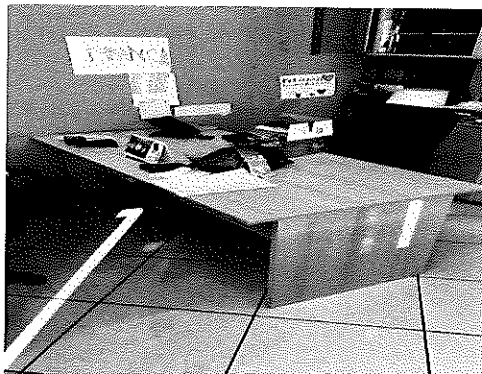
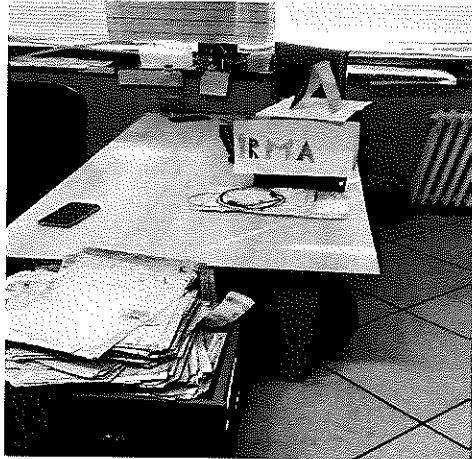
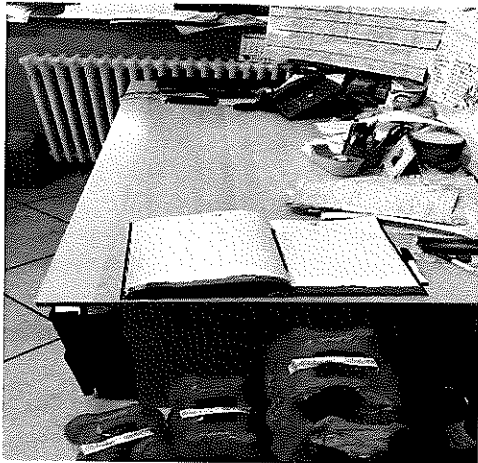
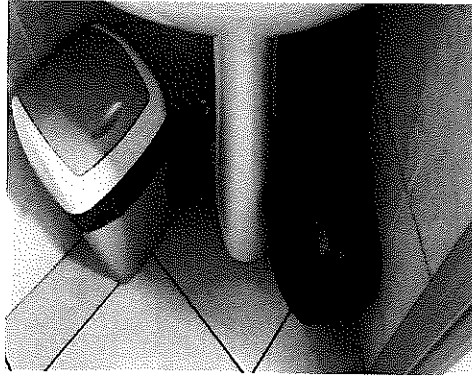
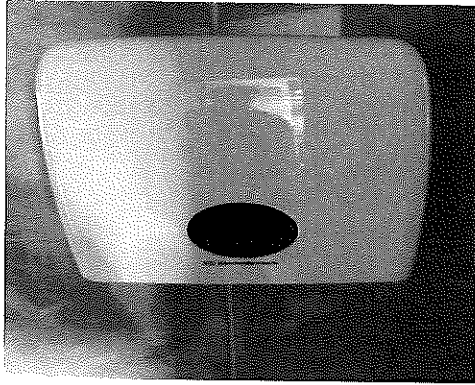


Si fornisce documentazione fotografica.

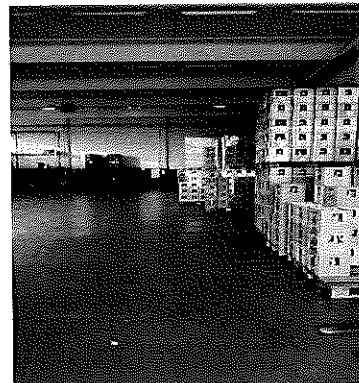
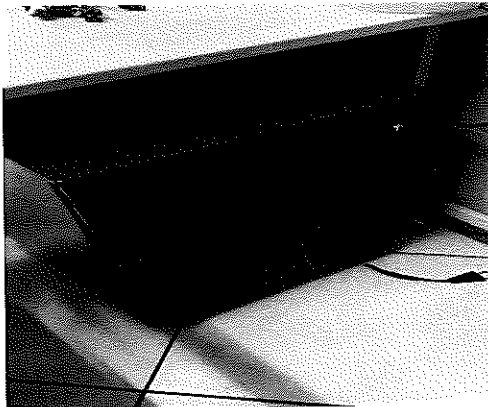
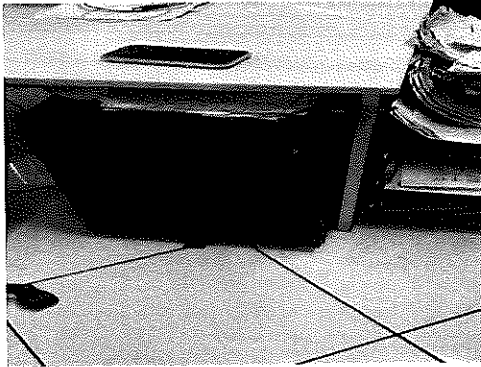
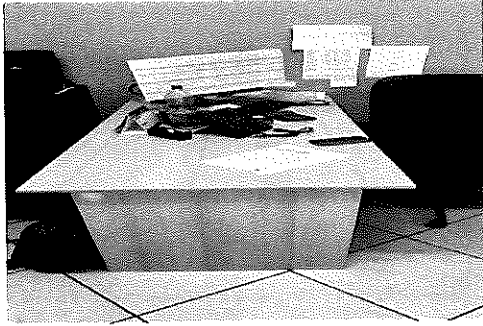


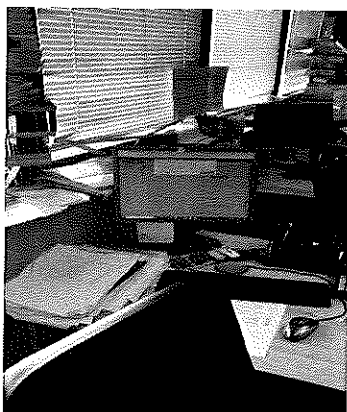
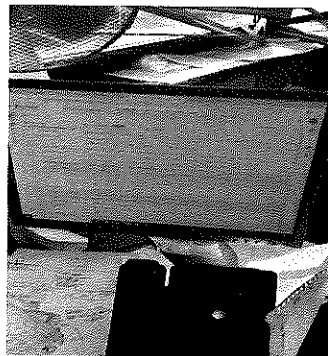
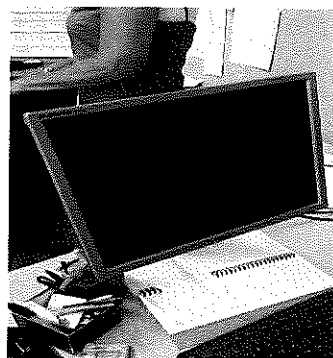
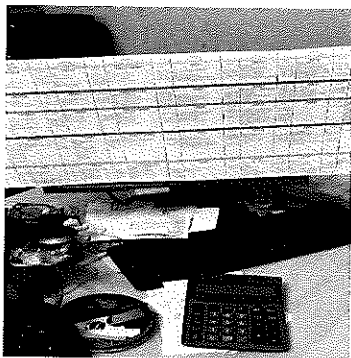


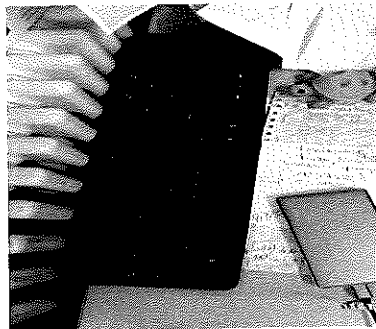
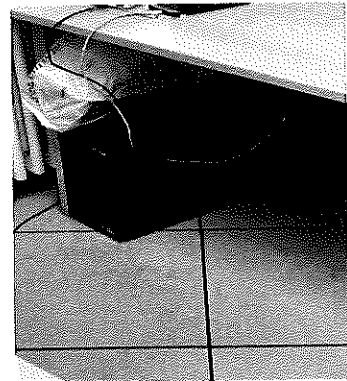
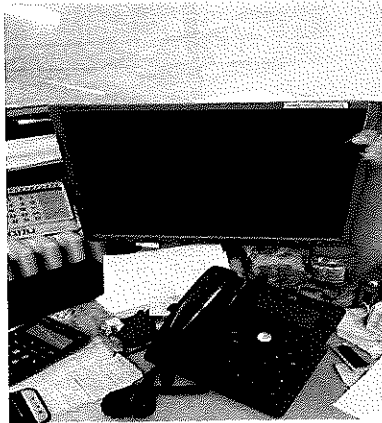


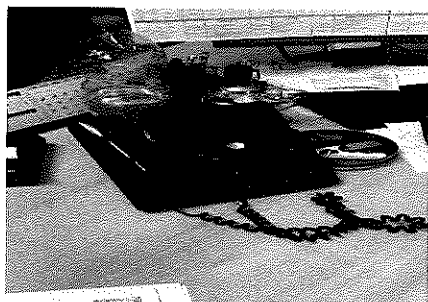
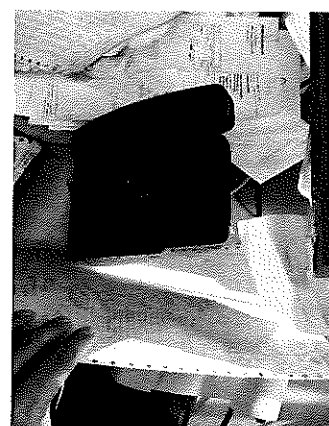
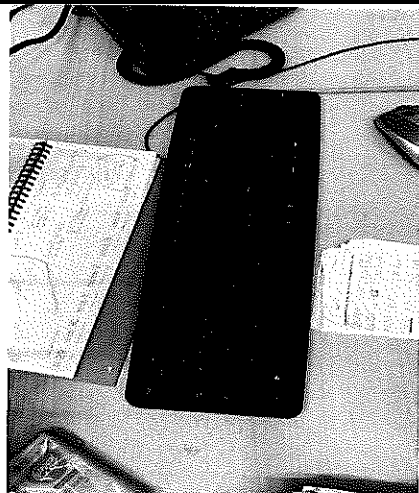




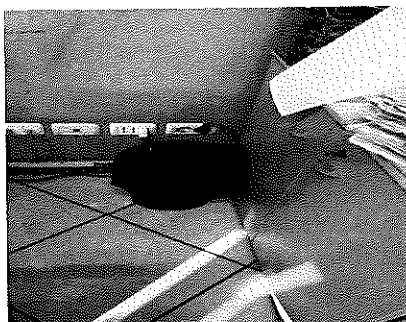
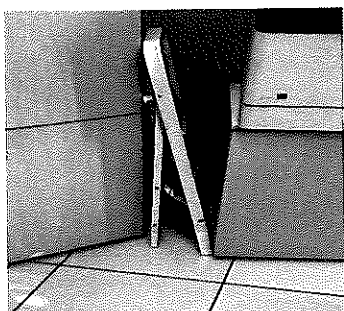
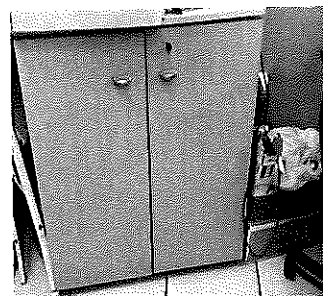
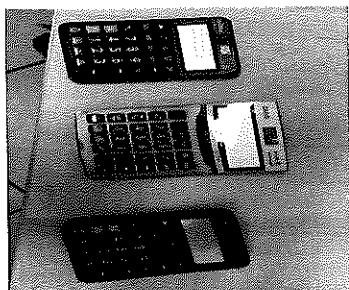


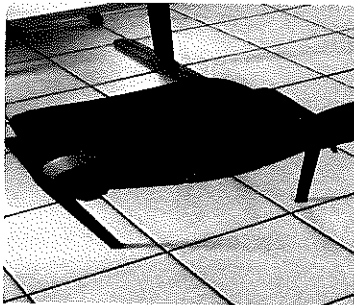
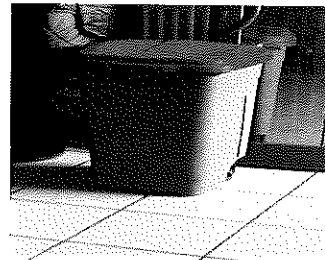
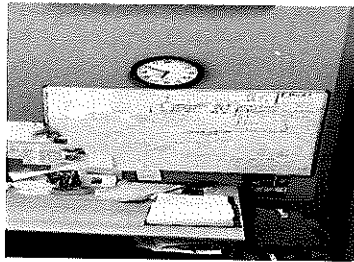
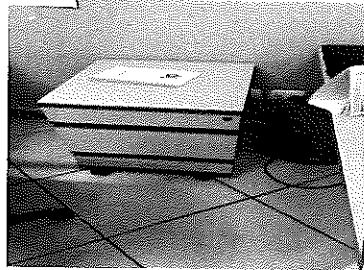


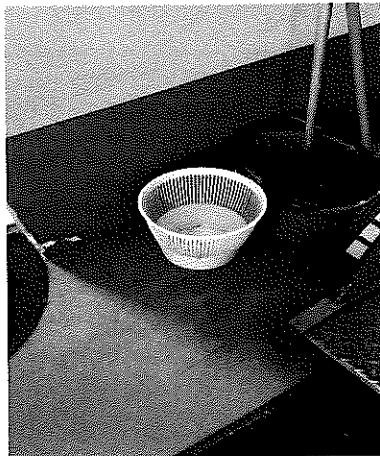
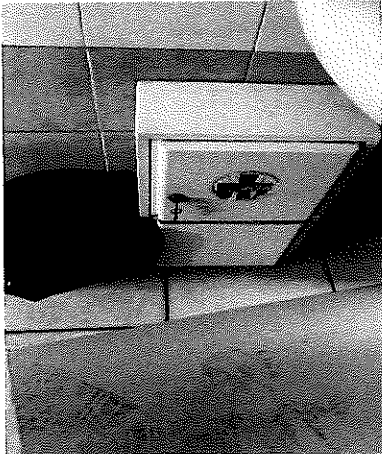
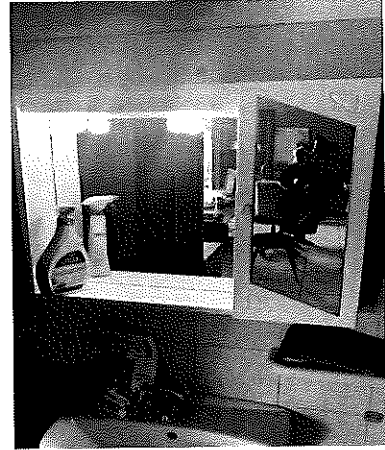




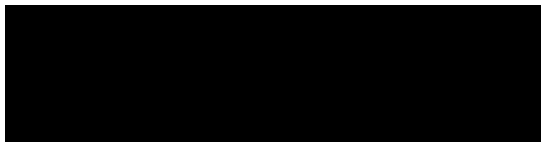




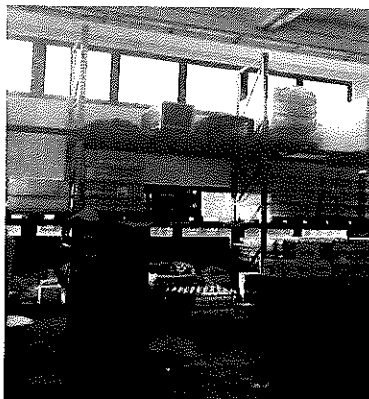
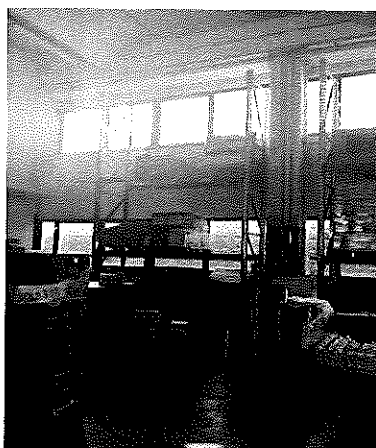
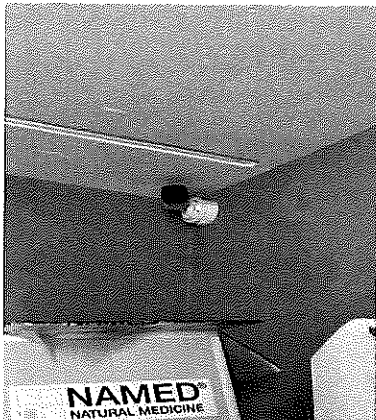
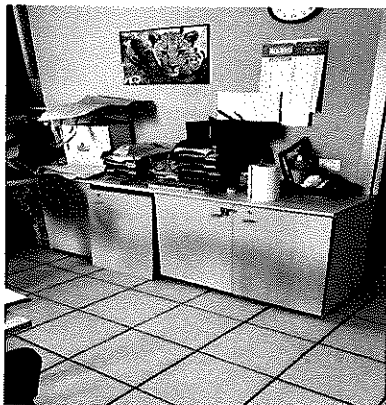


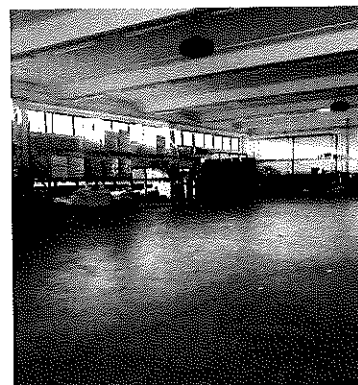
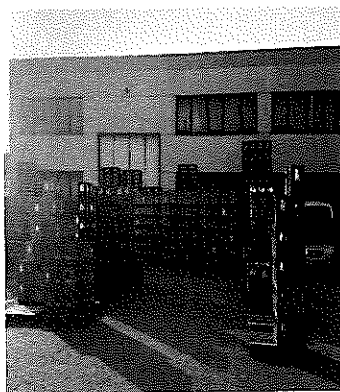
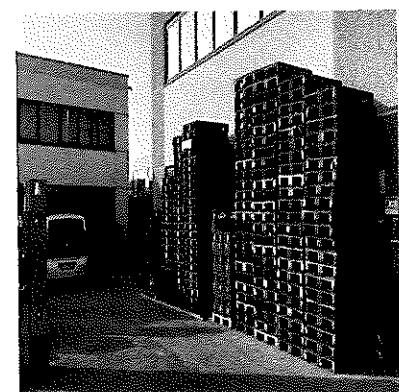
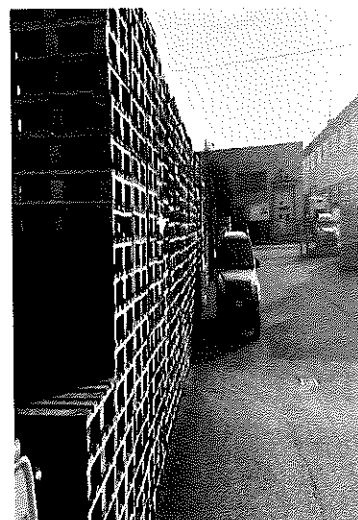
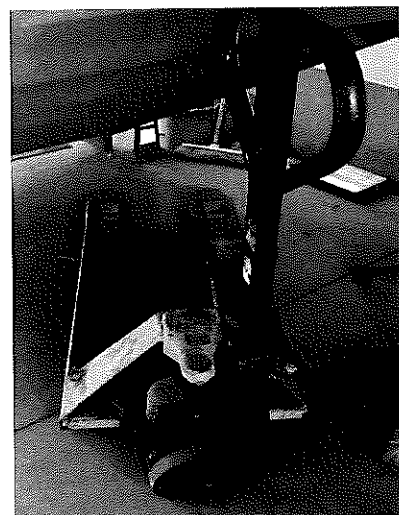
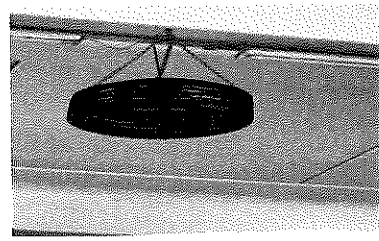
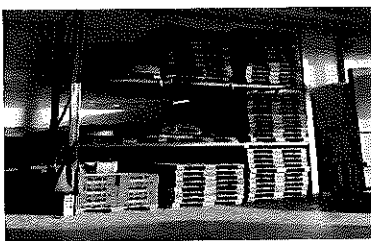






Perito: Rag. Giovanni Ferrini  
Curatore: Dott. Alex Nicoletti  
GD: Dott.ssa Francesca Miconi





In data 19 settembre 2024, il Curatore della Liquidazione Giudiziale [REDACTED] in liquidazione giudiziale, dott. Alex Nicoletti, ha rinvenuto presso la sede legale, i seguenti beni di proprietà della società:

- Autocarro Isuzu targa EM092DB (Funzionante)
- Autocarro Isuzu targa EM087DB (Funzionante)

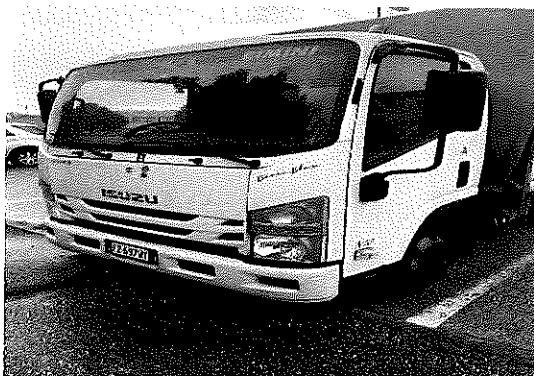
Inoltre il Curatore ha rinvenuto presso la sede sociale un autocarro Isuzu targa FZ697WY (non funzionante) nella disponibilità in forza di un contratto di locazione finanziaria successivamente risolto dalla Curatela.

Il perito al fine di valutare gli autocarri sopra citati ha consultato banche dati specializzate (Autoscout-Subito) le quali indicavano un valore di circa euro 8.000,00 ognuno per gli autocarri targati EM092DB (Funzionante) e EM087DB (Funzionante). Prudenzialmente il perito ha ritenuto di svalutare i predetti valori di una percentuale pari al 60%.

In dettaglio:

Descrizione	Importo
Autocarri facenti parte del compendio fallimentare	6.400,00
<b>TOTALE</b>	

Si fornisce documentazione fotografica.





Il valore complessivo dei beni materiali è così rappresentato:

Stato Patrimoniale	Situazione al 12/06/2024	Valore di realizzo
<i>Immobilizzazioni materiali</i>	204.574,46	
<i>F. Ammortamento Immobilizzazioni materiali</i>	- 204.024,43	
<i>Immobilizzazioni materiali – Netto</i>	550,00	10.117,00
<b>Totale immobilizzazioni materiali</b>	<b>550,00</b>	<b>10.117,00</b>

#### **4.2 LA VALUTAZIONE DELLE RISORSE INTANGIBILI**

Alla luce di quanto sopra descritto e, in particolare, in ragione della documentazione consegnata, lo scrivente ha analizzato diversi metodi di valutazione al fine di determinare quello più adatto per la valorizzazione delle risorse intangibili (*intangibles*).

In particolare, il perito ha valutato non idoneo per l'azienda oggetto di valutazione il criterio misto reddituale-patrimoniale con stima autonoma del Goodwill ed il criterio dei moltiplicatori secondo l'approccio delle società comparabili.

Si è preferito non scomporre le risorse intangibili in diverse classi in quanto il rischio di sovrapposizione sarebbe stato eccessivamente alto.

La stima di dette risorse viene effettuata con tre diversi approcci:

- Approccio del costo (costo storico residuale e costo di riproduzione);
- Approccio economico (risultati differenziali, costo della perdita);
- Approccio di mercato (tasso di royalty comparabile, multipli di mercato)

Lo scrivente ha ritenuto di poter applicare il metodo di valutazione dei **tassi di royalties comparabili** (market royalty rates) che valorizza la risorsa intangibile attualizzando le royalties che un ipotetico acquirente sarebbe disposto a pagare come corrispettivo per ottenere il bene immateriale.

Nella trattazione che segue si esplicita il procedimento di calcolo adottato che si sostanzia in diverse fasi:

1) **Determinazione del royalty rate in funzione della forza del capitale intangibile**

Il tasso è calcolato come prodotto tra il tasso di royalty stimato pari al 8,43 e l'incidenza percentuale del punteggio attribuito dallo scrivente ai fattori

mercato e specifici riportati nella tabella che segue (pari a 14) rispetto al punteggio massimo ad essi imputabile (pari a 40).

METODO ROYALTIES DI SETTORE			
TASSO DI ROYALTY		8,43%	
FATTORI DI MERCATO	Prospettive di crescita		2
	Sostituti		1
	Intensità competitiva		2
FATTORI SPECIFICI	Qualità del servizio		2
	Soddisfazione clientela		2
	Storia longevità		2
	Quota di mercato		1
	Potenzialità di estensione		2
	Punteggio totale		14
	Percentuale del massimo		35,00%
	<b>Tasso di royalty stimato</b>		<b>2,95%</b>

È opportuno precisare che per ciascuna variabile menzionata è stato attribuito uno score ricompreso nel range 1-5. Tutti i fattori sono stati ragionevolmente scelti sulla base delle informazioni disponibili fermo restando che la traduzione in uno score delle citate variabili è innegabilmente soggettiva.

Ad attenuare la discrezionalità è la scelta di una fascia di valori rispetto alla individuazione di un tasso di royalty unico: in sostanza si tratta di un restringimento adottato caso per caso del più vasto range dedotto dal mercato. Anche il valore finale dell'*intangibile* specifico può essere espresso con un minimo e un massimo in cui è implicito il riconoscimento della natura in parte soggettiva della scelta effettuata.

Per quanto riguarda il tasso royalty adottato, lo scrivente ha deciso di utilizzare il ROI in quanto indicativo della redditività del capitale investito.

Data la difficoltà di identificare un valore di settore, lo scrivente ha individuato un paniere di società concorrenti, mediante ricerca sulla banca dati della Camera di Commercio, utilizzando i seguenti parametri di ricerca:

1. Territorio di Riferimento: Regioni Emilia Romagna e Marche;
2. Codice Attività ATECO: 47.91.30 (Commercio al dettaglio di qualsiasi tipo di prodotto per corrispondenza, radio, telefono);
3. Numero Addetti: da 5 a 8;
4. Limite Massimo Fatturato: Euro 1.700.000.



Le aziende inizialmente selezionate sono state le seguenti:

In una fase successiva sono state eliminate le aziende che presentavano dati anomali.

Su tale paniere lo scrivente ha individuato il ROI medio del periodo 2021-2023 (valore arrotondato e pari al 8,43%).

## **2) Determinazione del tasso di rendimento normale dei capitali investiti**

Il tasso è costituito da due componenti: (i) il compenso per il decorrere del tempo pari alla componente finanziaria  $i'$ , ossia alla remunerazione finanziaria di investimenti "senza rischio" (costante legata solo al fluire del tempo); (ii) il compenso per il rischio, ossia la componente specifica  $s$ , pari alla remunerazione per il rischio dell'investimento specifico (misura dell'intensità del rischio d'impresa):

$$i'' = i' + s$$

Tra i procedimenti analitici in assoluto più impiegati per dedurre dal mercato i tassi-opportunità, un modello affermato è il CAPM il quale misura il rischio di un'azienda in termini di varianza non diversificabile e collega i rendimenti attesi a tale misura del rischio. In particolare il modello assume che:

- il rischio totale di un'impresa può essere distinto in una componente specifica (diversificabile) ed in una componente sistematica (non diversificabile) legata a variabili macroeconomiche per cui:

$$\text{Rischio totale} = \text{Rischio specifico} + \text{Rischio sistematico}$$

- nella valutazione di un'azienda il rischio specifico può essere trascurato poiché è possibile eliminarlo con la diversificazione del portafoglio;
- il rischio sistematico, non eliminabile, può essere misurato in termini di covarianza dei suoi rendimenti e un indice di mercato. Tale misura è definita Beta dell'attività ( $\beta$ ). Se è possibile stimare il Beta del capitale netto di un'azienda, il costo dei mezzi propri sarà il rendimento richiesto.

Il CAPM determina quindi il tasso  $i''$  mediante l'applicazione della seguente formula:

$$i'' = i' + s$$
$$s = \beta * (rm - i')$$

- $i''$  = tasso di rendimento;
- $i'$  = tasso degli investimenti privi di rischio;
- $\beta$  = coefficiente che esprime il rischio dell'investimento;
- $(rm - i')$  = premio per il rischio, dato dalla differenza tra il rendimento generale medio dei titoli azionari ( $rm$ ) e il tasso degli investimenti senza rischio ( $i'$ ).

Per l'utilizzo del CAPM sono dunque necessari i seguenti dati:

- 2.A) Il rendimento corrente delle attività prive di rischio che corrisponde al tasso  $i'$  valorizzato al 2,96%. Tale tasso è inteso, quindi, come il puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo: come tale, è quindi indipendente da problemi di rischio specifico dell'impresa e si collega a parametri finanziari senza rischio, ove la remunerazione non dipende dal rischio dell'investimento, quanto piuttosto dalla rinuncia a disporre per un certo periodo di tempo, del capitale investito. Operativamente, per la quantificazione, si fa riferimento al rendimento offerto da investimenti "*free risk*" che si sviluppano lungo un arco temporale pari a quello considerato nella valutazione. Nel caso concreto, si tratta del tasso di rendimento dei titoli di Stato o garantiti dallo Stato con durata uguale o superiore ai tre anni. È stato quindi considerato il rendimento dei **titoli di Stato a medio termine (BTP a 5 anni)** emessi il 31 ottobre 2024. Il medesimo è stato quantificato nell'ordine dello **2,96%**.
- 2.B) Il premio per il rischio utilizzato nel CAPM si basa generalmente su dati storici, ed è definito come differenza tra rendimenti medi delle azioni e rendimenti medi dei titoli privi di rischio durante il periodo di misurazione. Esistono tre determinanti fondamentali in merito all'ampiezza di tale premio:
- a) la varianza dell'economia sottostante: i premi per il rischio saranno maggiori in quelle economie che presentano maggior volatilità; si pensi ai mercati emergenti, che per la loro economia a elevata crescita ed a elevato rischio, presentano premi per il rischio più ampi rispetto ai premi dei mercati già sviluppati;
  - b) il rischio politico: i premi per il rischio risulteranno maggiori in quei mercati in cui esiste una potenziale instabilità politica, che si traduce in instabilità economica;
  - c) la struttura del mercato: per le aziende piccole e rischiose, il premio al rischio risulta maggiore, mentre si abbassa per le aziende quotate e di grandi dimensioni, quindi più stabili.
- Facendo riferimento alla **banca dati Damodaran** e alla recente prassi valutativa, si identifica un **premio per il rischio**  $(r_m - r) = 7,81\%$ .

Tabella: Rilevazione del Total Equity Risk Premium al 01 gennaio 2024

Country		Moody's rating	Rating-based Default Spread	Total Equity Risk Premium
Abu Dhabi	Middle East	Aa2	0,54%	5,32%
Albania	Eastern Europe & Russia	B1	4,90%	11,18%
Andorra (Principality of)	Western Europe	Baa2	2,07%	7,38%
Angola	Africa	B3	7,08%	14,11%
Argentina	Central and South America	Ca	13,07%	22,15%
Armenia	Eastern Europe & Russia	Ba3	3,92%	9,86%
Aruba	Caribbean	Baa2	2,07%	7,38%
Australia	Australia & New Zealand	Aaa	0,00%	4,60%
Austria	Western Europe	Aa1	0,44%	5,18%
Azerbaijan	Eastern Europe & Russia	Ba1	2,73%	8,26%
Bahamas	Caribbean	B1	4,90%	11,18%
Bahrain	Middle East	B2	5,99%	12,64%
Bangladesh	Asia	B1	4,90%	11,18%
Barbados	Caribbean	B3	7,08%	14,11%
Belarus	Eastern Europe & Russia	C	17,50%	28,09%
Belgium	Western Europe	Aa3	0,65%	5,48%
Belize	Central and South America	Caa2	9,81%	17,77%
Benin	Africa	B1	4,90%	11,18%
Bermuda	Caribbean	A2	0,92%	5,84%
Bolivia	Central and South America	Caa1	8,17%	15,57%
Bosnia and Herzegovina	Eastern Europe & Russia	B3	7,08%	14,11%
Botswana	Africa	A3	1,31%	6,35%
Brazil	Central and South America	Ba2	3,28%	9,00%
Bulgaria	Eastern Europe & Russia	Baa1	1,74%	6,94%
Burkina Faso	Africa	Caa1	8,17%	15,57%
Cambodia	Asia	B2	5,99%	12,64%
Cameroon	Africa	Caa1	8,17%	15,57%
Canada	North America	Aaa	0,00%	4,60%
Cape Verde	Africa	B3	7,08%	14,11%
Cayman Islands	Caribbean	Aa3	0,65%	5,48%
Chile	Central and South America	A2	0,92%	5,84%
China	Asia	A1	0,77%	5,63%
Colombia	Central and South America	Baa2	2,07%	7,38%
Congo (Democratic Republic of)	Africa	B3	7,08%	14,11%
Congo (Republic of)	Africa	Caa2	9,81%	17,77%
Cook Islands	Australia & New Zealand	B1	4,90%	11,18%
Costa Rica	Central and South America	B1	4,90%	11,18%
Côte d'Ivoire	Africa	Ba3	3,92%	9,86%
Croatia	Eastern Europe & Russia	Baa2	2,07%	7,38%
Cuba	Caribbean	Ca	13,07%	22,15%
Curacao	Caribbean	Baa3	2,39%	7,81%
Cyprus	Western Europe	Baa2	2,07%	7,38%
Czech Republic	Eastern Europe & Russia	Aa3	0,65%	5,48%
Denmark	Western Europe	Aaa	0,00%	4,60%
Dominican Republic	Caribbean	Ba3	3,92%	9,86%
Ecuador	Central and South America	Caa3	10,90%	19,23%
Egypt	Africa	Caa1	8,17%	15,57%

El Salvador	Central and South America	Caa3	10,90%	19,23%
Estonia	Eastern Europe & Russia	A1	0,77%	5,63%
Ethiopia	Africa	Caa2	9,81%	17,77%
Fiji	Asia	B1	4,90%	11,18%
Finland	Western Europe	Aa1	0,44%	5,18%
France	Western Europe	Aa2	0,54%	5,32%
Gabon	Africa	Caa1	8,17%	15,57%
Georgia	Eastern Europe & Russia	Ba2	3,28%	9,00%
Germany	Western Europe	Aaa	0,00%	4,60%
Ghana	Africa	Caa3	10,90%	19,23%
Greece	Western Europe	Ba1	2,73%	8,26%
Guatemala	Central and South America	Ba1	2,73%	8,26%
Guernsey (States of)	Western Europe	A1	0,77%	5,63%
Honduras	Central and South America	B1	4,90%	11,18%
Hong Kong	Asia	Aa3	0,65%	5,48%
Hungary	Eastern Europe & Russia	Baa2	2,07%	7,38%
Iceland	Western Europe	A2	0,92%	5,84%
India	Asia	Baa3	2,39%	7,81%
Indonesia	Asia	Baa2	2,07%	7,38%
Iraq	Middle East	Caa1	8,17%	15,57%
Ireland	Western Europe	Aa3	0,65%	5,48%
Isle of Man	Western Europe	Aa3	0,65%	5,48%
Israel	Middle East	A1	0,77%	5,63%
Italy	Western Europe	Baa3	2,39%	7,81%
Jamaica	Caribbean	B1	4,90%	11,18%
Japan	Asia	A1	0,77%	5,63%
Jersey (States of)	Western Europe	Aa3	0,65%	5,48%
Jordan	Middle East	B1	4,90%	11,18%
Kazakhstan	Eastern Europe & Russia	Baa2	2,07%	7,38%
Kenya	Africa	B3	7,08%	14,11%
Korea	Asia	Aa2	0,54%	5,32%
Kuwait	Middle East	A1	0,77%	5,63%
Kyrgyzstan	Eastern Europe & Russia	B3	7,08%	14,11%
Laos	Asia	Caa3	10,90%	19,23%
Latvia	Eastern Europe & Russia	A3	1,31%	6,35%
Lebanon	Middle East	C	17,50%	28,09%
Liechtenstein	Western Europe	Aaa	0,00%	4,60%
Lithuania	Eastern Europe & Russia	A2	0,92%	5,84%
Luxembourg	Western Europe	Aaa	0,00%	4,60%
Macao	Asia	Aa3	0,65%	5,48%
Macedonia	Eastern Europe & Russia	Ba3	3,92%	9,86%
Malaysia	Asia	A3	1,31%	6,35%
Maldives	Asia	Caa1	8,17%	15,57%
Mali	Africa	Caa2	9,81%	17,77%
Malta	Western Europe	A2	0,92%	5,84%
Mauritius	Africa	Baa3	2,39%	7,81%
Mexico	Central and South America	Baa2	2,07%	7,38%
Moldova	Eastern Europe & Russia	B3	7,08%	14,11%
Mongolia	Asia	B3	7,08%	14,11%
Montenegro	Eastern Europe & Russia	B1	4,90%	11,18%
Montserrat	Caribbean	Baa3	2,39%	7,81%
Morocco	Africa	Ba1	2,73%	8,26%
Mozambique	Africa	Caa2	9,81%	17,77%
Namibia	Africa	B1	4,90%	11,18%
Netherlands	Western Europe	Aaa	0,00%	4,60%
New Zealand	Australia & New Zealand	Aaa	0,00%	4,60%
Nicaragua	Central and South America	B3	7,08%	14,11%
Niger	Africa	Caa2	9,81%	17,77%
Nigeria	Africa	Caa1	8,17%	15,57%
Norway	Western Europe	Aaa	0,00%	4,60%
Oman	Middle East	Ba1	2,73%	8,26%
Pakistan	Asia	Caa3	10,90%	19,23%
Panama	Central and South America	Baa2	2,07%	7,38%
Papua New Guinea	Asia	B2	5,99%	12,64%
Paraguay	Central and South America	Ba1	2,73%	8,26%
Peru	Central and South America	Baa1	1,74%	6,94%
Philippines	Asia	Baa2	2,07%	7,38%
Poland	Eastern Europe & Russia	A2	0,92%	5,84%
Portugal	Western Europe	A3	1,31%	6,35%
Qatar	Middle East	Aa3	0,65%	

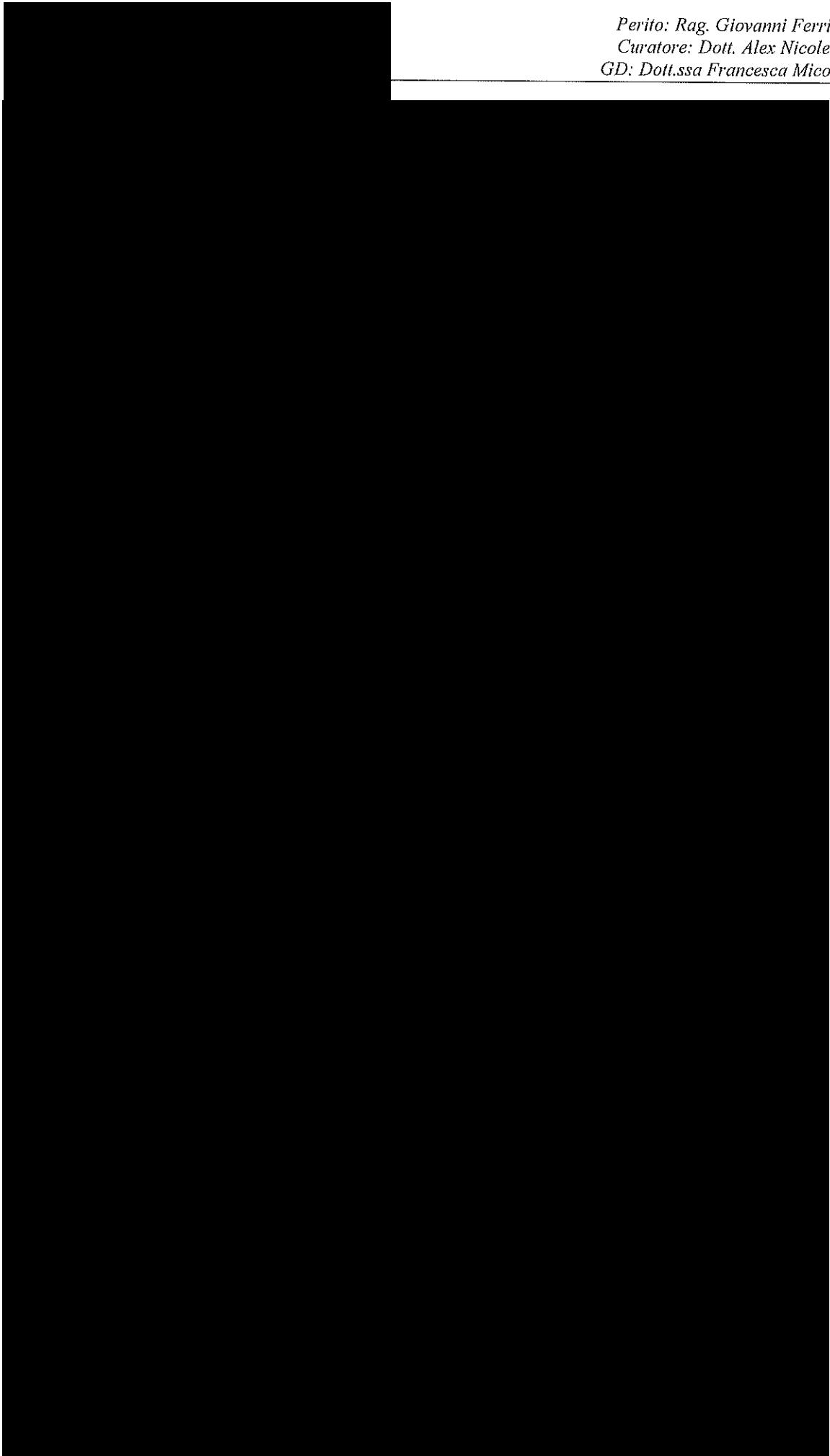
Ras Al Khaimah (Emirate of)	Middle East	A3	1,31%	6,35%
Romania	Eastern Europe & Russia	Baa3	2,39%	7,81%
Rwanda	Africa	B2	5,99%	12,64%
Saudi Arabia	Middle East	A1	0,77%	5,63%
Senegal	Africa	Ba3	3,92%	9,86%
Serbia	Eastern Europe & Russia	Ba2	3,28%	9,00%
Sharjah	Middle East	Ba1	2,73%	8,26%
Singapore	Asia	Aaa	0,00%	4,60%
Slovakia	Eastern Europe & Russia	A2	0,92%	5,84%
Slovenia	Eastern Europe & Russia	A3	1,31%	6,35%
Solomon Islands	Asia	Caa1	8,17%	15,57%
South Africa	Africa	Ba2	3,28%	9,00%
Spain	Western Europe	Baa1	1,74%	6,94%
Sri Lanka	Asia	Ca	13,07%	22,15%
St. Maarten	Caribbean	Ba2	3,28%	9,00%
St. Vincent & the Grenadines	Caribbean	B3	7,08%	14,11%
Suriname	Central and South America	Caa3	10,90%	19,23%
Swaziland	Africa	B3	7,08%	14,11%
Sweden	Western Europe	Aaa	0,00%	4,60%
Switzerland	Western Europe	Aaa	0,00%	4,60%
Taiwan	Asia	Aa3	0,65%	5,48%
Tajikistan	Eastern Europe & Russia	B3	7,08%	14,11%
Tanzania	Africa	B2	5,99%	12,64%
Thailand	Asia	Baa1	1,74%	6,94%
Togo	Africa	B3	7,08%	14,11%
Trinidad and Tobago	Caribbean	Ba2	3,28%	9,00%
Tunisia	Africa	Caa2	9,81%	17,77%
Turkey	Western Europe	B3	7,08%	14,11%
Turks and Caicos Islands	Caribbean	Baa1	1,74%	6,94%
Uganda	Africa	B2	5,99%	12,64%
Ukraine	Eastern Europe & Russia	Ca	13,07%	22,15%
United Arab Emirates	Middle East	Aa2	0,54%	5,32%
United Kingdom	Western Europe	Aa3	0,65%	5,48%
United States	North America	Aaa	0,00%	4,60%
Uruguay	Central and South America	Baa2	2,07%	7,38%
Uzbekistan	Eastern Europe & Russia	Ba3	3,92%	9,86%
Venezuela	Central and South America	C	17,50%	28,09%
Vietnam	Asia	Ba2	3,28%	9,00%
Zambia	Africa	Caa3	10,90%	19,23%

2.C) La procedura standard per stimare il **coefficiente di rischio dell'investimento** ( $\beta$ ) è quella di fare una regressione dei rendimenti del titolo rispetto ai rendimenti medi del mercato: il coefficiente di regressione così ottenuto è il beta del titolo. Valori di beta > 1 corrispondono ad alto rischio per il titolo considerato, nel senso che esso eccede il rischio medio di mercato; valori di beta < 1 hanno ovviamente significato opposto. Recenti studi hanno messo in luce che il coefficiente beta è funzione primaria di un numero limitato di variabili. Le principali si riconducono a:

- Settore di attività: dato che i beta misurano il rischio d'impresa in relazione a un indice di mercato, più il settore di attività risulta sensibile alle condizioni generali del mercato, più il beta sarà elevato;
- Grado di leva operativa: il grado di leva operativa è funzione dei costi di struttura dell'azienda ed è generalmente definito dalla relazione tra costi fissi e costi totali. Un'azienda con elevato grado di leva operativa presenterà anche un'elevata variabilità negli utili al lordo degli interessi e imposte; pertanto la maggior variabilità del risultato operativo, porterà, a parità di altri elementi, ad un beta più alto;
- Leva finanziaria: a parità di condizioni, un aumento della leva finanziaria aumenterà il beta del capitale dell'azienda;

- Dimensione dell'azienda: vale la stessa cosa del premio per il rischio; le aziende con dimensione elevata e stabili avranno un beta inferiore rispetto a quelle di dimensioni modeste e rischiose;
- Ciclicità del Settore: aziende cicliche presentano valori di beta superiori a quelle operanti in Settori non caratterizzati da ciclicità;
- Prospettive di crescita: esiste una relazione positiva tra beta e crescita, poiché all'aumento della crescita delle attività dell'azienda corrisponde un rischio sistematico maggiore;
- Grado di internazionalizzazione: la relazione positiva continua anche in questo caso;
- Grado di diversificazione: quando un'azienda opera in più aree d'affari, il beta sarà la media ponderata dei beta delle diverse aree, con pesi riferiti ai valori di mercato delle stesse. Di conseguenza tanto più l'azienda avrà diversificato le proprie attività, tanto minore risulterà il suo beta. Considerato il settore del **Retail (Grocery and Food)** settore più prossimo a quello in cui appartiene l'azienda oggetto di valutazione, e considerati gli studi operati sul medesimo, la scrivente reputa opportuno assumere un **valore del Beta pari a 0,73**. Questo valore risulta infatti corrispondente alla media dei Beta delle società europee del settore **Retail (Grocery and Food)** individuati nel data base *Aswath Damodaran*<sup>1</sup>. In particolare sono stati considerati ai fini dell'analisi i dati aggiornati al gennaio 2024. La media dei Beta delle società europee appartenenti al settore **Retail (Grocery and Food)** risulta pari a 0,73.

<sup>1</sup> fonte: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/data.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html)





Definiti i parametri di cui sopra, si procede qui di seguito alla definizione del valore del tasso di rendimento normale secondo il CAPM.

Assunto che:

$$\begin{aligned}i' &= 2,96\% \\ \beta &= 0,73 \\ (r_m - r) &= 7,81\%\end{aligned}$$

l'applicazione della espressione:

$$i'' = r + \beta(r_m - r)$$

consente di ottenere un valore di  $i''$  pari a 8,66%.

3) **Individuazione del fatturato annuo prospettico**

Stante la mancanza del conto economico previsionale, lo scrivente ha provveduto a ricostruire il fatturato annuo prospettico, utilizzando due approcci; il primo esclusivamente basato sui dati messi a disposizione dalla società attualmente utilizzatrice del ramo aziendale [REDACTED]

[REDACTED] ovvero i bilanci depositati in Camera di Commercio degli esercizi 2022 e 2023 oltre ad una situazione contabile al 30.09.2024 nonché i bilanci depositati in Camera di Commercio da parte di [REDACTED] in liquidazione giudiziale per gli esercizi 2021 e 2022.

Il secondo sulla base delle informazioni di settore ottenute dalla banca dati della Camera di Commercio.

Quanto al primo approccio, il perito ha innanzitutto analizzato e correlato il fatturato consuntivo di [REDACTED] in liquidazione giudiziale per gli esercizi 2021 e 2022 e il fatturato prodotto da [REDACTED] negli esercizi 2023 e 2024 sino al 30 settembre 2024.

Si propone di seguito una tabella riepilogativa:

Società	2021	2022	2022	2023	2024
	1.557.961	1.799.649			
			0	1.590.288	1.111.067
			10,00	30,00	60,00
			Ponderazione Fatturato		

I valori sopra riportati esprimono il potenziale, in termini di fatturato, dell'azienda concessa in affitto negli esercizi 2021-2024 e precisamente nel periodo 2021 e 2022 con conduzione diretta da parte di " " in liquidazione giudiziale e per l'esercizio 2023 e per l'esercizio 2024 sino al 30 settembre 2024 con conduzione da parte di

Possiamo elaborare i dati sopra riportati come da seguente tabella:

--

Il dato "Media Azienda" rappresenta il valore medio del fatturato espresso dall'azienda negli ultimi 4 esercizi, il dato " " rappresenta il fatturato medio espresso dall'azienda nel periodo di gestione da parte della società affittuaria, il dato " " rappresenta il fatturato medio espresso dall'azienda nel periodo di gestione diretta da parte della società affittante mentre il dato " " rappresenta il fatturato medio espresso dall'azienda nel periodo di gestione da parte della società affittuaria. Il dato "Media " pondera il "peso" degli esercizi nel seguente modo: esercizio 2022 (10), esercizio 2023 (30) e esercizio 2024 (60). Detta ponderazione è stata effettuata "premiando" l'ultimo esercizio in quanto maggiormente rappresentativo delle potenzialità in termini di fatturato senza comunque dimenticare le potenzialità originarie registrate nei due esercizi precedenti. Il sottoscritto ritiene che il dato maggiormente rappresentativo possa essere rappresentato dal valore ricavato da " ". In quest'ottica il perito ha individuato il fatturato annuo prospettico riconducibile all'azienda oggetto di valutazione in **Euro 1.143.726,60**; tale importo è stato calcolato utilizzando il dato medio ponderato del fatturato espresso da " " nel periodo di utilizzo.

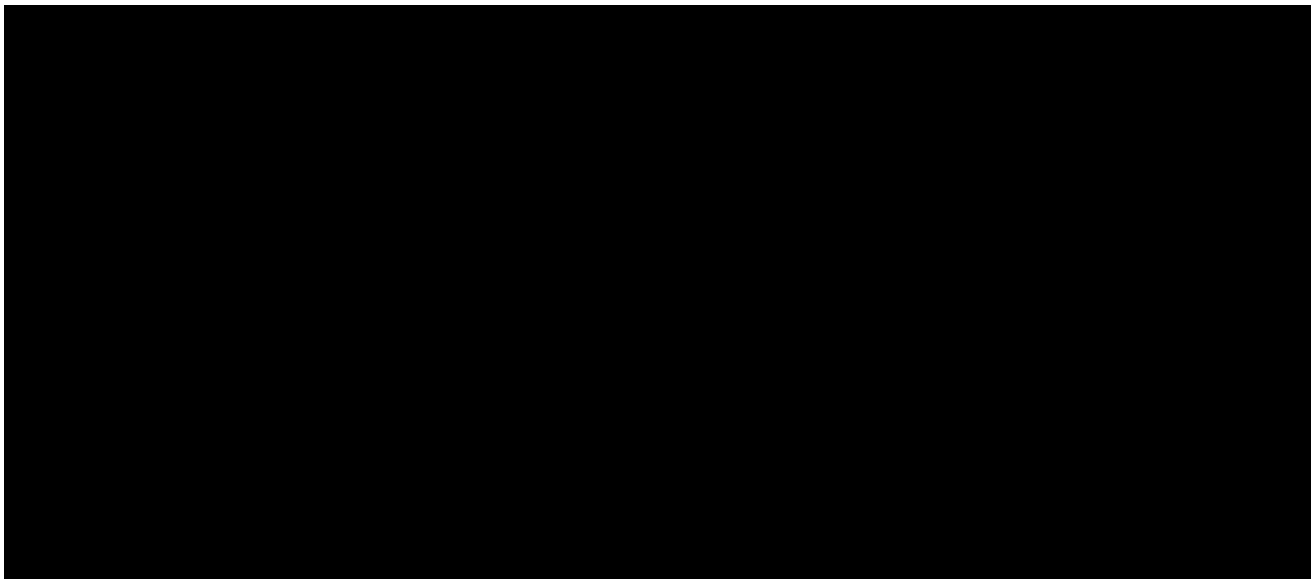
Passando al secondo approccio, il perito ha individuato mediante la banca dati della Camera di Commercio un paniere di società potenzialmente concorrenti alla società " " in liquidazione giudiziale secondo i seguenti parametri

di ricerca:

1. Territorio di Riferimento: Regioni Emilia Romagna e Marche;
2. Codice Attività ATECO: 47.91.30 (Commercio al dettaglio di qualsiasi tipo di prodotto per corrispondenza, radio, telefono);
3. Numero Addetti: da 5 a 8;
4. Limite Massimo Fatturato: Euro 1.700.000.

La ricerca ha prodotto 10 risultati, che lo scrivente ritiene siano il cluster rappresentativo del mercato nel quale opera la Società.

In dettaglio:



Lo scrivente ha quindi calcolato il fatturato medio delle società appartenenti a questo Cluster quantificato in Euro 888.690 (è stato utilizzato il dato 2023).

Lo scrivente ha valutato opportuno non utilizzare il valore massimo assunto dal fatturato prospettico, ottenuto con il metodo sopra riportato e definito "Media Ponderata [redacted]" bensì di attestarsi prudenzialmente su un valore medio pari a Euro **1.016.208,35** (media tra i risultati ottenuti con i due metodi sopra evidenziati).



4) **Determinazione del capitale intangibile assumendo come periodo minimo di durata del flusso 5 anni.**

Intangibles				
a	Fatturato			1.016.208,35
b	Tasso percentuale royalties			2,95%
c = a * b	Flusso royalty			29.978,15
d	Flusso netto imposte			21.584,27
e	Tasso attualizzazione flusso i"			8,66%
f	Periodo di attualizzazione n			5
g	Coefficiente di attualizzazione	$((1+i'')^n - 1) / (i'' (1+i'')^n)$		3,924209223
h = g * d	Valore intangibles			84.701,17

**4.3 DETERMINAZIONE DEL VALORE DEL RAMO D'AZIENDA**

Sulla base delle considerazioni svolte nei precedenti paragrafi, il capitale economico del ramo d'azienda oggetto di stima è pari alla somma del valore attribuito all'intangibile e del valore attribuito ai beni strumentali ed è quindi pari a Euro 94.818,17.

Valutazione Azienda	
Beni mobili	10.117,00
Intangibles	84.701,17
<b>Totale</b>	<b>94.818,17</b>
<b>Totale arrotondato</b>	<b>95.000,00</b>

**5. CONCLUSIONI**

Lo scrivente conclude, con riferimento al quesito posto, e alla luce dell'analisi svolta e sulla base dei dati e delle informazioni ricevute da [REDACTED] in liquidazione giudiziale, nonché sulla base degli approfondimenti eseguiti autonomamente dallo scrivente sul mercato di riferimento, che il valore del ramo d'azienda oggetto di stima valutato congruo ammonta a **Euro 95.000,00**.

Rimini, 19 dicembre 2024

