TRIBUNALE DI PERUGIA

Sezione Fallimentare

Concordato Preventivo Omologato n. 17/2019

****

VALUTAZIONE DEI RAMI DI AZIENDA DELLA

BUSSOLINI DISTRIBUZIONE S.R.L.

con sede in Magione, Loc. Montebuono, 17

Concordato Preventivo Omologato n. 17/2019

G.D.: Dott. ssa Teresa Giardino

Liquidatore: Dott.ssa Daniela Brusco

RELAZIONE RIEPILOGATIVA

****

A cura del perito Dott.ssa Marta Mari
Dottore Commercialista - Revisore Contabile

INDICE
RELAZIONE DI STIMA

1.	Oggetto e finalità dell'incarico	3
2.	Collocazione temporale della perizia ed elenco della documentazione esaminata	5
3.	Oggetto di valutazione	7
4.	Precisazioni metodologiche	8
5.	Considerazioni generali sui metodi di valutazione di azienda	15
6.	La scelta del metodo da applicare al caso specifico	21
7.	Valutazione dei rami di azienda	23
8.	Conclusioni	25
	Elenco allegati	29

1. OGGETTO E FINALITA' DELL'INCARICO

La dott.ssa Daniela Brusco, liquidatore della Bussolini Distribuzione s.r.l. con sede in Magione, Loc. Montebuono, 17, di cui al Concordato Preventivo Omologato n. 17/2019 del Tribunale di Perugia, in data 15/06/2021 comunicava alla sottoscritta, dott.ssa Marta Mari, dottore commercialista e revisore contabile in Perugia, la nomina quale stimatore, ai sensi dell'art. 87 L.f., dei quattro rami di azienda della società e in pari data, mediante lettera di accettazione veniva formalizzato detto incarico con formulazione del seguente quesito: "*Si proceda alla stima delle* ***quattro aziende di proprietà della società*** *attualmente oggetto dei seguenti contratti di affitto di azienda:*

1. *Contratto di affitto di ramo d'azienda con la società TRISOGNO SRL c.f. 03697220543 con sede in Piazza Ercolani 2 - Corciano (Pg) Trattasi di contratto di durata pari a sei anni che scadranno il 30.08.2025 e che prevede un canone di affitto mensile di € 1.500,00 corrispondenti a € 18.000,00 annui, suscettibile di variazione a partire dal terzo anno.*
2. *Contratto di affitto di ramo d'azienda con la società MASE SRL, C.F. 03699850545, Via Alessandra 30, Mugnano, Perugia. Trattasi di contratto di durata pari a sei anni che scadono il 30.09.2025 e prevede canoni mensili pari a € 700,00, per complessivi € 8.400,00 annui, suscettibile di variazione a partire dal terzo anno.*
3. *Contratto di affitto di ramo d'azienda con la ditta Trasimeno Alimenti E Bevande avente ad oggetto il c.d. Cash And Carry Di Montebuono, Comune Di Magione; trattasi di contratto di durata pari a sei anni scadente il 27.10.2025. Nel caso di specie il canone annuo di affitto è determinato euro 4.800,00 (quattromilaottocento virgola zero zero) oltre IVA suscettibile di variazione a partire dal terzo anno.*
4. *Contratto di affitto con la ditta Trasimeno Alimenti E Bevande avente ad oggetto il ramo d'azienda ubicato nella piazza principale dell'abitato di San Feliciano, piccola frazione sul lago Trasimeno di Magione, precisamente nel fabbricato censito al Catasto Urbano al foglio n.41 del Comune di Magione con la*

p.lla 1255 sub 29 costituito da un negozio che occupa una parte del pian terreno di una palazzina condominiale pluripiano. Anche in tal caso il canone annuo di affitto è determinato in euro 4.800,00 (quattromilaottocento virgola zero zero) oltre IVA suscettibile di variazione a partire dal terzo anno.

Dalla valutazione sono espressamente escluse la passività, ex quarto comma dell'art. 105 L.f., nonché i crediti e le partecipazioni, atteso che nel caso di trasferimento di un'azienda in concordato preventivo vengono interessate le sole poste attive e che alcune di esse, partecipazioni e crediti, possono, come nel caso che ci occupa, essere volontariamente escluse.

In adempimento dell'incarico conferito, a seguito dei colloqui intercorsi con il liquidatore, esaminata attentamente la documentazione contabile e societaria richiesta e messa a disposizione, le perizie di stima dei beni immobili e dei beni mobili, effettuati i dovuti riscontri, contabili e fisici, la sottoscritta CTU con la presente relazione espone i risultati cui è pervenuta.

2. COLLOCAZIONE TEMPORALE DELLA PERIZIA ED ELENCO DELLA DOCUMENTAZIONE ESAMINATA

Gli aspetti di seguito esaminati, la valutazione condotta, le analisi effettuate ed i risultati a cui la scrivente è giunta, sono stati realizzati sulla base delle informazioni e della documentazione richiesta e fornita dalla curatela Dott.ssa Daniela Brusco ed aggiornata fino alla data del 31/08/2021, nonché sulla base delle risultanze delle seguenti operazioni peritali sui beni aziendali effettuate dai diversi CTU coinvolti:

- Relazione di stima di beni mobili e immobili a cura dell'ing. Sergio Falchetti (*Allegato 1*).

Tutto quanto sopra detto, la presente perizia è da ritenersi aggiornata alla data del 31/12/2021. Si è atteso, infatti, di ricevere i conti economici relativi al 31.12.2021 per poter avere almeno i dati riferiti a due esercizi interi, per le considerazioni che si esprimeranno successivamente.

In ordine allo svolgimento del lavoro peritale, il sottoscritto perito stimatore ha acquisito ed esaminato la seguente documentazione:

1. Contratto d'affitto d'azienda del 30/08/2019 tra Bussolini Distribuzione s.r.l. e Trisogno S.r.l.;
2. Contratto di locazione di immobile del 30/08/2019 tra Bussolini Distribuzione s.r.l. e Trisogno S.r.l.;
3. Contratto d'affitto d'azienda del 20/09/2019 tra Bussolini Distribuzione s.r.l. e Ma.Se. S.r.l.;
4. Contratto di locazione di immobile del 30/09/2019 tra Bussolini Distribuzione s.r.l. e Ma.Se. S.r.l.;
5. Contratto d'affitto d'azienda del 17/10/2019 tra Bussolini Distribuzione s.r.l. e Trasimeno Alimenti e Bevande di Sefiani Daniela per il punto vendita di San Feliciano;

6. Contratto locazione di immobile del 23/10/2019 tra Bussolini Distribuzione s.r.l. e Trasimeno Alimenti e Bevande di Sediani Daniela per l'immobile di San Feliciano;
7. Contratto d'affitto d'azienda del 25/10/2019 tra Bussolini Distribuzione s.r.l. e Trasimeno Alimenti e Bevande di Sediani Daniela per il Cash&Carry di Montebuono;
8. Contratto locazione di immobile del 25/10/2019 tra Bussolini Distribuzione s.r.l. e Trasimeno Alimenti e Bevande di Sediani Daniela per l'immobile di di Montebuono;
9. Relazione Tecnica di Stima Beni Mobili e Immobili dell'ing. Sergio Falchetti
10. Sentenza di Omologa del Concordato Preventivo n. 17/2019;
11. Bilanci al 31/12/2019 e al 31/12/2020 di Mase S.r.l. e Trisogno S.r.l.
12. Bilanci di verifica al 31/12/2019 e al 31/12/2020 di Trasimeno alimenti e bevande di Sediani Daniela
13. Situazione contabile provvisoria aggiornata al 31/12/2021 di Trisogno S.r.l., Mase S.r.l., Trasimeno Alimenti e Bevande di Sediani Daniela;

3. OGGETTO DI VALUTAZIONE

Oggetto della presente valutazione sono quattro differenti rami di azienda di proprietà della Bussolini Distribuzione S.r.l., attualmente in Concordato Preventivo, la quale è stata costituita in data 22 novembre 2011, iscritta al Registro Imprese di Perugia in data 29/11/2011 al numero REA PG- 274265.

Detta società svolgeva la propria attività principale nel "*commercio al minuto di generi alimentari vari, ortofrutticoli, prodotti tessili, compresi quelli dell'arredamento della casa, mobili, articoli casalinghi, elettrodomestici, apparecchi radio televisivi e per la registrazione sonora e visiva, materiale accessorio, materiale elettrico, articoli sportivi, combustibili, giocattoli, oggetti d'arte e decorazione, accessori di abbigliamento, biancheria intima, mercerie, articoli per la pulizia della casa e l'igiene della persona*" nella sede principale di Magione, in Località Montebuono, nonché nelle altre sedi presenti nei comuni di Castiglione del Lago, Corciano e Perugia (Località Mugnano).

Nella sede principale (Montebuono) viene esercitata l'attività di Cash & Carry, mentre nelle altre sedi ci sono dei supermercati.

Oggi ognuna delle sedi rappresenta un ramo di azienda differente concesso in affitto, come meglio vedremo nei paragrafi successivi.

4. PRECISAZIONI METODOLOGICHE

Al fine di esprimere una valutazione sui rami di azienda oggetto della presente perizia, nonché scegliere il metodo di stima più adatto al caso specifico, è necessario assumere come punto di riferimento la situazione e gli andamenti recenti della società, con riferimento alle caratteristiche generali ed alle modalità di svolgimento dell'attività, e tenendo conto di vari fattori quali:

- il settore di riferimento;
- la capacità dell'azienda di produrre reddito nel futuro.

Il settore di attività dei quattro rami di azienda è la Grande Distribuzione Organizzata (GDO), ovvero il commercio al minuto di generi alimentari vari, ortofrutticoli, prodotti tessili, compresi quelli dell'arredamento della casa, mobili, articoli casalinghi, elettrodomestici, apparecchi radio televisivi e per la registrazione sonora e visiva, materiale accessorio, materiale elettrico, articoli sportivi, combustibili, giocattoli, oggetti d'arte e decorazione, accessori di abbigliamento, biancheria intima, mercerie, articoli per la pulizia della casa e l'igiene della persona.

Nel Cash & Carry di Mugnano la vendita dei prodotti è verso clienti Business (B2B), mentre negli altri tre è rivolta al consumatore finale.

Appare interessante andare ad approfondire come il settore di attività è solitamente organizzato e i dati di performance del settore.

La Grande Distribuzione Organizzata (GDO) è il moderno sistema di vendita al dettaglio di prodotti di vario genere a libero servizio. Questo termine viene comunemente utilizzato per indicare un insieme di punti vendita organizzati su grandi superfici che fanno parte di un'organizzazione a livello più alto che li gestisce attraverso le proprie insegne commerciali.

La GDO si compone di:

- GD: Grande Distribuzione;

- DO: Distribuzione Organizzata.

La **GD (Grande Distribuzione)** è costituita da aziende che riuniscono sotto la propria insegna un certo numero di punti vendita, solitamente su superfici di vendita medio – grandi. Esempi di operatori della GD sono: Lidl, Carrefour, Esselunga, Auchan, Eurospin.

La **DO (Distribuzione Organizzata)** vede l'aggregazione di piccoli soggetti (punti vendita indipendenti l'uno dall'altro), che si associano per aumentare il loro potere contrattuale creando dei consorzi o gruppi d'acquisto. Questi soggetti indipendenti tra di loro agiscono sotto un'unica insegna e vengono coordinati da una sede centrale. Esempi di operatori della DO sono: Conad, Sigma, Sisa, Despar.

Nella Grande Distribuzione Organizzata coesistono differenti realtà:

- Punti vendita gestiti direttamente dalle Catene della Grande Distribuzione
- Punti Vendita affiliati
- Punti vendita indipendenti.

In base alla dimensione del punto vendita, si ha la seguente classificazione:

- *Iperstore o mini-iper:* struttura con un'area di vendita al dettaglio che va dai 2.500 m² ai 4000 m²;
- *Superstore:* struttura con un'area di vendita al dettaglio che va dai 1.500 m² ai 3.500 m²;
- *Supermercato di prossimità:* struttura con un'area di vendita al dettaglio che va dai 500 agli 800 m²;
- *Superette:* struttura con un'area di vendita al dettaglio che va dai 200 m² ai 400 m²;

Il *Cash & Carry* è una struttura di ampie dimensioni riservata alla vendita all'ingrosso.

Per quanto riguarda i dati di settore è interessante andare a leggere la nuova edizione dell'Osservatorio sulla GDO italiana e internazionale a prevalenza alimentare pubblicato dall'Area Studi Mediobanca il 9 marzo 2021, che aggrega i dati economici e

finanziari di 117 aziende nazionali e 27 maggiori player internazionali per il periodo 2015-2019. Per l'Italia la copertura è stimata pari al 93% del mercato.

Secondo tale studio la GDO dovrebbe aver chiuso il 2020 con una crescita del 5%, di cui l'1% dovuto all'esplosione del canale on-line. L'incremento di fatturato è stato molto marcato rispetto al 2019 per: discount (+8,7%), **supermercati (+6,8%)** e drugstore (gli specializzati, +6,6%), continuano invece a soffrire le grandi superfici (oltre i 2.500 mq). Nel 2021 si stima una crescita del 1,6%, cumulando in 24 mesi una performance positiva del 3,3 per cento.

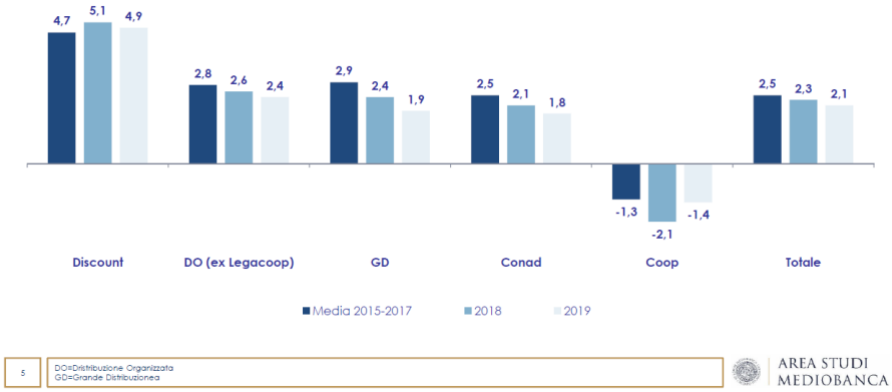
Nel 2019 il *Roi (Return on Investment)*[1] medio del settore si è assestato al 4,9% rispetto al 5,6% del 2015-2017, ma i valori sono molto differenti da un canale all'altro. Il *discount* registra un Roi medio del 16,6%, la **distribuzione organizzata del 7,8%**, la grande distribuzione del 4%.

Andamenti quasi analoghi per l'*EBIT*[2]: complessivamente il comparto cala dal 2,5% del 2015-2017 al 2,1% del 2019, **la distribuzione organizzata scende dal 2,8 al 2,4%,** la grande distribuzione dal 2,9 all'1,9%. In controtendenza il discount, che cresce dal 4,7 al 4,9%.

Per quanto riguarda *l'EBIT Margin*[3] la dinamica è similare: flette dal 2,5% del 2015-2017 al 2,1 del 2019. I discount sono, però, in lieve crescita, dal 4,7 al 4,9, **la Do** in calo, dal 2,8 **al 2,4**, ma meno della Gd, che passa da 2,9 all' 1,9 per cento.

[1] Il ROI (Return On Investment) viene definito come il tasso di rendimento sul totale degli investimenti (investment) di un'impresa. È uno degli indici di bilancio di più frequente utilizzo nell'analisi di redditività aziendale. Si ottiene facendo il rapporto fra il risultato operativo e il totale del capitale investito operativo netto.
[2] L'EBIT è l'utile operativo prima di oneri finanziari e imposte
[3] L'EBIT Margin indica la percentuale di redditività delle vendite ed è determinato dal rapporto tra l'EBIT e i Ricavi operativi

Figura 1 - Ebit Margin per tipologia di Retailer



Fonte: "Osservatorio Mediobanca sulla GDO a prevalenza alimentare" – Area Studi Medio Banca – 9 marzo 2021

Il **ROE** *(Return on Equity)*[4] è un altro indice di bilancio molto importante e che ci sarà utile nelle valutazioni che seguiranno. Il ROE medio della grande distribuzione alimentare nel 2019 è stato pari al 3,7%, mentre nel 2020 è stato pari al 4,3%, come può essere verificato nella tabella che segue estratta dall'"Annuario Coop-Conad 2020" pubblicato da GDO News.

[4] Il ROE (Return on Equity) è un indice di bilancio che esprime la redditività del capitolo proprio, ovvero è una misura sintetica del profitto ottenuto dagli azionisti di un'impresa. Si ottiene dividendo l'utile netto per il capitolo proprio.

Figura 2 - Aggregati di bilancio grande distribuzione alimentare

	Media 2011-2013	Media 2014-2016	Media 2017-2019	2019	2020
FATTURATO NETTO (mln euro)	44.246.358	47.025.560	51.077.971	52.563.455	55.638.807
FATTURATO NETTO (%)	100%	100%	100%	100%	100%
Costo del venduto e servizi	-85,5%	84,9%	85,0%	85,1%	85,2%
VALORE AGGIUNTO	14,5%	15,1%	15,0%	14,9%	14,8%
Costo del lavoro	-9,8%	-10,1%	-10,3%	-10,2%	-9,7%
MARGINE OPERATIVO LORDO	4,7%	4,9%	4,8%	4,7%	5,1%
Ammortamenti	-2,4%	-2,4%	-2,7%	-2,8%	-2,8%
MARGINE OPERATIVO NETTO	2,4%	2,5%	2,1%	1,9%	2,3%
Gestione finanziaria	0,4%	0,7%	0,4%	0,3%	0,1%
RISULTATO CORRENTE PRIMA DELLE IMPOSTE	2,8%	3,2%	2,5%	2,2%	2,4%
Componenti straordinarie	-0,7%	-0,7%	-0,4%	-0,2%	-0,4%
RISULTATO D'ESERCIZIO PRIMA DELLE IMPOSTE	2,1%	2,5%	2,1%	1,9%	2,0%
Imposte	-1,0%	-0,9%	-0,7%	-0,7%	-0,6%
RISULTATO D'ESERCIZIO	1,2%	1,6%	1,4%	1,3%	1,5%
Fatturato all'esportazione (%)	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,4%
Ros (Margine Operativo Netto/Fatturato Netto (%)	2,4%	2,5%	2,1%	1,9%	2,3%
Roe (Risultato d'esercizio/Capitale Netto) (%)	3,9%	4,7%	4,1%	3,7%	4,3%
Roi (Margine Operativo Netto/Totale Attivo) (%)	2,6%	2,8%	2,4%	2,2%	2,7%
Ebitda (Margine Operativo Lordo/Fatturato Netto) (%)	4,7%	4,9%	4,8%	4,7%	5,1%
Dilazione da Fornitori (360:(Acquisti:Fornitori)) (GG)	85	76	77	78	77
Dilazione a Clienti (360:(Fatturato Netto:Clienti)) (GG)	25	20	21	22	21

Fonte: Ufficio Studi Coop - Nomisma su dati Ufficio Studi Mediobanca

Il ROE sopra riportato è una media riveniente da quello ottenuto dalla Grande Distribuzione organizzata, dalla Distribuzione Organizzata e dai Discount, che è differente da quello medio della Distribuzione Organizzata operante nel Centro Italia.

Considerando che per quanto vedremo nel proseguo abbiamo bisogno di conoscere il ROE medio di settore il più vicino possibile a quello che possono ottenere i tre rami di azienda aventi come oggetto un supermercato, per avere questo dato possiamo partire dalla tabella estrapolata sempre nell'annuario Coop-Conad 2020 edito da GDO news, che riporta un ROE medio del 2018 di Coop e Conad pari a **3,6%.**

Figura 3 - Dati Coop e Conad 2018

Coop & Conad dati 2018	Profit Margin x	Rotazione Attivo x	Leva finanziaria	= ROE
Conad Adriatico	2,4%	2,1x	2,0x	**10,1%**
Conad del Tirreno	2,0%	2,0x	2,1x	**8,5%**
Nordi Conad	2,6%	1,7x	1,7x	**8,0%**
Conad Centro Nord*	2,2%	1,4x	2,4x	**7,2%**
DAO	0,9%	2,8x	2,5x	**6,2%**
Commercianti Indipendenti Associati	3,0%	1,2x	1,3x	**4,9%**
PAC 2000 A	1,3%	2,1x	1,8x	**4,9%**
Conad Sicilia	0,3%	2,7x	4,5x	**3,6%**
Coop Centro Italia	0,9%	0,7x	5,0x	**2,9%**
UniCoop Firenze	0,8%	0,7x	2,2x	**1,2%**
Nova Coop	*0,9%*	*0,5x*	*2,7x*	***1,2%***
Coop Lombardia	0,6%	0,5x	3,5x	**1,2%**
Coop Liguria	1,0%	0,5x	2,3x	**1,1%**
UniCoop Tirreno*	-1,9%	0,6x	7,8x	**-9,3%**
Coop Alleanza 3.0	-7,7%	0,5x	3,8x	**-13,9%**
Mediana	**0,9%**	**1,2x**	**2,4x**	**3,6%**

** Calcolato sul capitale effettivamente versato*

Fonte: Annuario Coop- Conad 2020

In merito alla capacità dei quattro rami di azienda di produrre redditività, non avendo la Bussolini Distribuzione S.r.l. fornito, seppur richiesti, i dati disaggregati per ramo di azienda fino al 2019, anno in cui sono stati concessi in affitto, l'analisi verrà basata unicamente sulle annualità 2019 (dal 01.12) – 2020 - 2021 (con dati di bilancio provvisori), per le quali le società affittanti hanno fornito i dati.

Nel 2020 registrano un EBIT positivo e un utile di esercizio sia il punto vendita di Mantignana che quello di Mugnano. La Trasimeno Alimenti e Bevande di Sediani Daniela, che gestisce i punti vendita di San Feliciano e il Cash& Carry, invece registra un EBIT negativo. Purtroppo, la sig.ra Sediani non è stata in grado di fornire i risultati di esercizio disaggregati tra i due punti vendita.

Presentato il quadro generale entro cui trova sviluppo l'attività dei quattro rami di azienda, si procede all'identificazione degli elementi patrimoniali suscettibili di valorizzazione successiva.

Gli elementi oggetto della valutazione sono così identificabili:

- beni immobili, di cui alla relazione tecnica di stima del 27/10/2020 a cura dell'Ing. Sergio Falchetti (*Allegato 1*);
- beni mobili, di cui alla relazione tecnica di stima del 27/10/2020 a cura dell'Ing. Sergio Falchetti (*Allegato 1*);
- beni immateriali: l'avviamento.

Nessun altro valore attivo o passivo diverso da quelli sopra indicati sarà oggetto della presente valutazione.

Per maggiore chiarezza espositiva, dopo una prima parte generale relativa alla presentazione delle più diffuse metodologie di stima con riferimento alle aziende industriali e commerciali e la spiegazione in merito al criterio di valutazione scelto, si procederà alla presentazione, all'analisi e alla successiva stima di un ramo di azienda alla volta.

5. CONSIDERAZIONI GENERALI SUI METODI DI VALUTAZIONE DI AZIENDA

La valutazione del "capitale economico" di un'azienda si colloca sempre in un piano a due dimensioni: la prima definita dalla consistenza patrimoniale del complesso aziendale e la seconda dalla sua attitudine a generare reddito. Chi acquisisce un'azienda, infatti, riceve in primo luogo la disponibilità di un patrimonio, che deve essere apprezzato in quanto aggregato statico di elementi aventi ciascuno un valore economico. Allo stesso tempo, tuttavia, l'acquirente entra in possesso di un sistema aziendale in funzionamento, dotato di una più o meno spiccata capacità di creazione di nuova ricchezza che può essere all'origine di un pregio economico addizionale.

La dimensione patrimoniale e la dimensione reddituale della stima tendono ad allinearsi sugli stessi valori quando l'azienda offre una redditività "normale", cioè appena sufficiente alla remunerazione "equa" dei mezzi propri investiti nell'azienda (espressi dal valore patrimoniale), tenendo conto del grado di rischio che essa presenta per l'investitore.

Se, invece, la capacità di reddito è inferiore a quella "equa", è evidente che nessun operatore sarà disposto a riconoscere per l'acquisizione dell'azienda un prezzo pari al valore patrimoniale, poiché un simile investimento non sarebbe adeguatamente remunerato.

In presenza di una redditività superiore al normale, al contrario, l'investitore sarà senz'altro disposto a corrispondere, per un ipotetico acquisto dell'azienda, un prezzo più elevato rispetto a quello del mero contenuto patrimoniale.

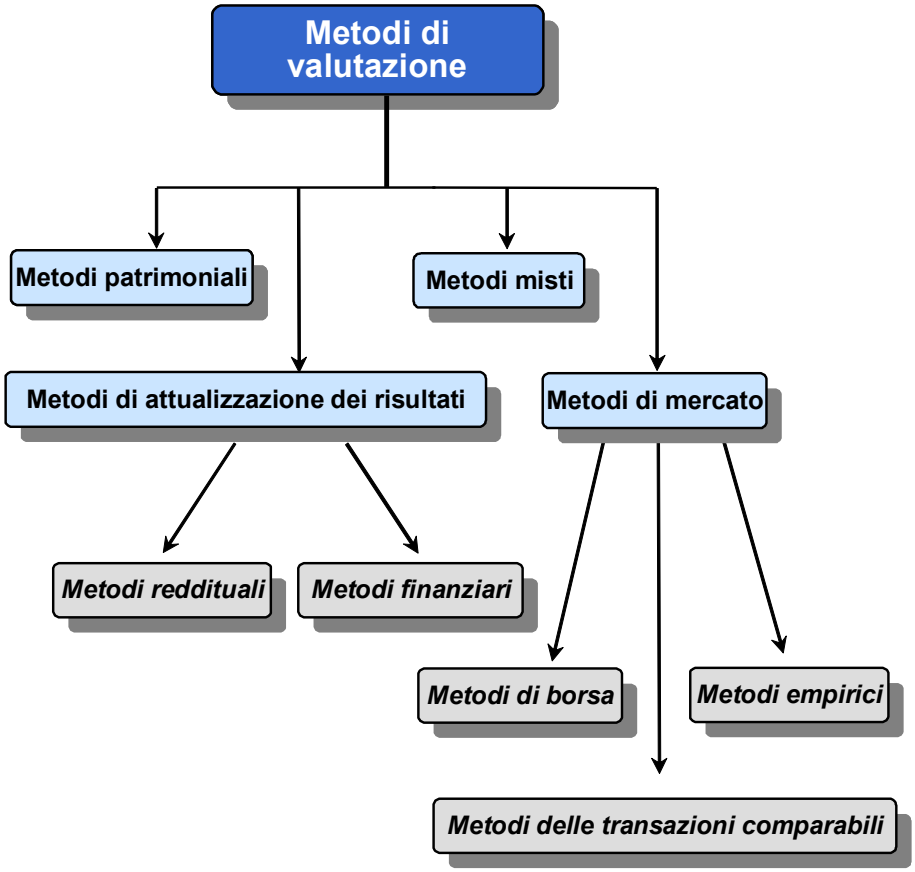
In quest'ultima ipotesi si parla di valore di avviamento (*goodwill*). Nella ipotesi precedente si è in presenza, invece, di un avviamento negativo (*badwill*).

Le più diffuse metodologie di valutazione utilizzate dalla prassi con riferimento alle aziende industriali e commerciali sono:

- il metodo patrimoniale;
- il metodo di attualizzazione dei risultati;
- il metodo misto patrimoniale-reddituale;

- il confronto con le transazioni di mercato o con altri indicatori empirici.

I metodi indicati sono sintetizzati nella figura ed illustrati nelle pagine che seguono.



I metodi patrimoniali

Le stime di tipo patrimoniale mirano ad accertare la consistenza effettiva del capitale netto aziendale come somma dei singoli elementi che lo compongono, sostituendo i valori correnti delle singole attività e passività ai rispettivi valori contabili (patrimonio netto rettificato).

Tali valori correnti sono costituiti dai valori di mercato degli elementi patrimoniali, laddove essi siano effettivamente scambiati su un mercato efficiente che generi prezzi rappresentativi dei valori economici. In mancanza, i valori correnti sono fatti pari ai prezzi (o ai costi di formazione interna) che dovrebbero essere sopportati oggi per dotare l'azienda dei fattori produttivi materiali ed immateriali che ne caratterizzano l'attività (cioè i cosiddetti "costi di sostituzione").

Le condizioni di produzione da cui dipende il successo aziendale si identificano tuttavia anche con una serie di beni immateriali legati al marketing o alla tecnologia (quali brevetti, know how, marchi ecc.), che in caso di generazione interna non sono iscritti in bilancio o lo sono in misura pari ai soli costi sostenuti (che non sono espressivi del valore economico dei beni stessi). Poiché si tratta di beni giuridicamente trasferibili ed aventi un valore specifico per la loro capacità reddituale, la dottrina e la prassi professionale più evolute propendono per l'inclusione di tali beni nelle stime patrimoniali, così da tenere conto, anche se in via indiretta, delle prospettive economiche dell'azienda.

A seconda che questi fattori siano o meno considerati nelle stime, si distinguono pertanto:

- i metodi patrimoniali semplici, che comprendono nell'attivo solo i beni materiali ed i beni immateriali iscritti in bilancio;
- i metodi patrimoniali complessi, che includono l'apprezzamento dei beni immateriali non iscritti in bilancio.

I metodi reddituali

I metodi reddituali fanno parte della categoria dei metodi di attualizzazione dei risultati prospettici, insieme ai metodi finanziari. Essi si fondano sull'ipotesi che il valore di un'azienda (come quello di un bene in generale) sia pari al valore attuale dei benefici futuri ottenibili dal suo utilizzo.

I metodi reddituali, in particolare, ravvisano nella capacità dell'azienda di generare risultati economici positivi l'elemento fondamentale ai fini della valutazione. In particolare, il valore di un'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei redditi futuri (considerati per un periodo di tempo limitato, ovvero illimitato).

Il tasso utilizzato ai fini dell'attualizzazione (o capitalizzazione) del reddito è, di norma, basato sul tasso di rendimento del capitale di rischio. E' tuttavia possibile applicare tale metodo attualizzando al costo medio ponderato del capitale i redditi operativi al netto delle imposte. Tali metodi trovano spesso applicazione nelle aziende commerciali e di servizi, o qualora gli aspetti reddituali siano prevalenti rispetto a quelli patrimoniali.

La formula generale è la seguente:

$$V = \sum_{t=1}^{n} \frac{R_t}{(1+i)^t} + \frac{V_f}{(1+i)^n}$$

I metodi finanziari

Anche i metodi finanziari fanno parte della categoria dei metodi di attualizzazione dei risultati prospettici, come i metodi reddituali.

I metodi finanziari, in particolare, ravvisano nella capacità dell'azienda di generare flussi di cassa disponibili l'elemento fondamentale ai fini della valutazione. In particolare, il valore di un'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei flussi di cassa futuri (considerati per un periodo di tempo limitato, ovvero illimitato).

Il tasso utilizzato ai fini dell'attualizzazione dei flussi di cassa può essere il tasso di rendimento del capitale di rischio, se il flusso di cassa da scontare è il flusso disponibile per gli azionisti, ovvero al costo medio ponderato del capitale, se il flusso di cassa da scontare è il flusso disponibile per tutti i finanziatori, sia a titolo di capitale di rischio che a titolo di capitale di credito. Tali metodi trovano spesso applicazione nei casi in cui esiste una forte discrepanza tra redditi e flussi di cassa (ad esempio perché l'azienda sostiene forti investimenti nello sviluppo dimensionale e tecnologico o vive una forte fase di espansione dei fatturati e del capitale circolante).

La formula generale è la seguente:

$$V = \sum_{t=1}^{n} \frac{CF_t}{(1+i)^t} + \frac{V_f}{(1+i)^n}$$

I metodi di mercato

I metodi di mercato si basano sull'ipotesi che il valore di un'azienda sia determinabile con riferimento al prezzo fatto in scambi di aziende similari avvenuti nel recente passato.

I metodi di mercato sono così classificabili:

- metodi di borsa;
- metodi delle transazioni comparabili;
- metodi empirici.

I metodi di borsa consistono nel riconoscere all'azienda un valore derivato da quello attribuitole dal mercato borsistico, a prescindere dagli effettivi valori patrimoniali e reddituali, storici e prospettici. Tali metodi possono essere utilizzati per la valutazione di aziende con titoli non quotati su mercati regolamentati, ma che abbiano caratteristiche assimilabili a società quotate (metodo delle società comparabili).

I metodi delle transazioni comparabili consistono nel riconoscere all'azienda un valore desunto dai prezzi fatti in transazioni recenti fuori dai mercati regolamentati, aventi per oggetto aziende similari.

I metodi empirici si basano sull'applicazione di appositi coefficienti a grandezze che mutano di caso in caso (appunto grandezze empiriche, quali il fatturato, il reddito, il numero di unità produttive, etc..).

I metodi misti patrimoniali-reddituali

I metodi di valutazione misti si propongono di ottenere un risultato che tenga conto sia della dimensione reddituale che di quella patrimoniale.

Essi si fondano sull'ipotesi che il valore di un'azienda dipenda sia dal valore (costo di sostituzione) dei suoi elementi patrimoniali, sia dalla sua capacità di produrre benefici economici futuri.

Tali metodi determinano il valore di un'azienda come somma algebrica di due componenti:

- il valore patrimoniale, ottenuto dalla valutazione analitica di tutte le attività e di tutte le passività;
- l'avviamento, ottenuto come somma algebrica dei valori attuali delle differenze tra i redditi attesi ed il livello di reddito ritenuto equo, rispetto all'investimento effettuato nell'azienda (cioè al livello di reddito che garantisce una remunerazione soddisfacente a tale investimento); tale differenza è chiamata sovra reddito, se positiva, o sotto reddito, se negativa.

Il presupposto del metodo è che un'azienda abbia un valore pari al capitale in essa investito, se produce redditi pari a quelli "equi" per l'investitore; abbia invece un valore superiore (o inferiore) se i redditi prodotti sono superiori (o inferiori) a quelli "equi".

Fra i metodi misti, merita particolare attenzione il metodo della stima autonoma del valore di avviamento. Tale metodo prevede la stima del valore patrimoniale dell'azienda, al quale si somma algebricamente il valore di avviamento (positivo o negativo), determinato attualizzando su un certo orizzonte temporale, ad un tasso appropriato, l'eccesso di redditi (oppure la carenza di redditi) rispetto al valore normale (o equo).

Il valore patrimoniale è pertanto corretto con un elemento espressivo della maggiore o minore capacità di reddito dell'azienda rispetto alle attese medie degli investitori per impieghi di rischio analogo.

Il metodo di cui si discute è frequentemente applicato nelle stime del capitale economico delle imprese industriali, commerciali e di servizi, in quanto consente di pervenire ad una valutazione verificabile, dimostrabile e dotata di un buon grado di obiettività, poiché una parte del valore è rappresentata dalle consistenze patrimoniali effettive, mentre l'effetto della correzione reddituale relativa ai redditi attesi è limitato ad un orizzonte temporale entro il quale le ipotesi alla base delle proiezioni di risultato siano da considerarsi attendibili.

Nel caso di redditività scarsa, peraltro, tale metodo consente una valutazione controllata degli elementi patrimoniali (e delle eventuali plusvalenze ad essi riferibili), sino al livello giustificato dai benefici economici che essi consentono di conseguire.

In altre parole, se le prospettive reddituali non giustificano la completa accettazione del valore dei singoli elementi patrimoniali, la stima di questi ultimi deve essere ridimensionata sino al raggiungimento di una piena compatibilità. Al contrario, quando i risultati prospettici sono in grado di remunerare in maniera più che soddisfacente il valore patrimoniale, il complesso aziendale sarà caratterizzato da un valore più elevato di quello dei singoli elementi patrimoniali.

Il metodo misto patrimoniale-reddituale è un criterio molto diffuso per la valutazione delle PMI.

6. LA SCELTA DEL METODO DA APPLICARE AL CASO SPECIFICO

La scelta dei criteri di valutazione dipende dal fine per cui la stima è formulata. In generale, la selezione delle metodologie avviene in base alla loro capacità di espressione della misura del capitale economico secondo i criteri delle razionalità, dimostrabilità, obiettività, stabilità e generalità che tendenzialmente dovrebbero presiedere alla scelta di qualsiasi formula di valutazione anche se in pratica non si presentano agevolmente realizzabili, soprattutto contemporaneamente.

Premesso quanto precedentemente esposto in relazione alle diverse metodologie di stima applicabili, la sottoscritta ha ritenuto di utilizzare nel caso specifico una valutazione basata sul **metodo misto patrimoniale-reddituale**, in quanto tutti e quattro i rami di azienda sono concessi in affitto, sinonimo della presenza di un valore di avviamento. In particolare, si procederà ad applicare il metodo della stima autonoma del valore dell'avviamento, che prevede la stima del valore patrimoniale dell'azienda, al quale si somma algebricamente il valore di avviamento (positivo o negativo), determinato attualizzando su un certo orizzonte temporale, ad un tasso appropriato, l'eccesso di redditi (oppure la carenza di redditi) rispetto al valore normale (o equo).

Tale metodo rappresenta un buono strumento di sintesi, soprattutto nel caso di realtà di medio-piccola dimensione per le quali si reputa opportuno considerare il contributo sia della dimensione patrimoniale che dei risultati.

La formula per il calcolo è la seguente:

$$W = K' + A$$

dove

K' = patrimonio netto rettificato

A = avviamento calcolato come segue:

$$A = (R - K'j)n\neg i$$

dove:

R è il reddito medio atteso;

K'j esprime la redditività del patrimonio netto rettificato;

n¬i è il coefficiente di attualizzazione di un tasso "i" per "n" anni.

Prima di passare alla valutazione dei quattro rami di azienda è doveroso fare due considerazioni: a. i quattro rami di azienda di proprietà della Bussolini Distribuzione S.r.l. non hanno tutti le medesime caratteristiche; b. i dati contabili forniti per ognuno di essi sono differenti.

Queste due considerazioni comportano che per ottenere il più probabile valore di mercato di ognuno di essi, pur utilizzando il medesimo metodo di valutazione, questo è stato necessario adattarlo ai dati specifici e alle caratteristiche dei punti vendita gestiti.

Per ognuno di essi verrà utilizzato lo stesso metodo di valutazione, ma facendo riferimento a parametri differenti, al fine di meglio adattare il metodo ai dati disponibili e ottenere il più probabile valore degli stessi.

7. VALUTAZIONE DEI RAMI DI AZIENDA

La valutazione dei quattro rami di azienda è stata sviluppata in relazioni singole che si allegato a questa relazione riepilogativa.

Tale metodo è stato scelto, oltre per le considerazioni riportate nel paragrafo precedente in merito alla necessità di adottare parametri differenti nella valutazione pur utilizzando il medesimo metodo, anche perché ognuno di essi è cedibile singolarmente in quanto non interconnesso agli altri.

I quattro rami di azienda sono i seguenti:

A. PUNTO VENDITA DI MANTIGNANA
B. PUNTO VENDITA DI MUGNANO
C. PUNTO VENDITA DI SAN FELICIANO
D. CASH&CARRY DI MONTEBUONO

Il lavoro di stima di ognuno di essi ha seguito lo stesso iter logico. Si è partiti dall'individuazione del punto vendita e dei contratti stipulati, per passare all'analisi della localizzazione dello stesso e al calcolo del fatturato potenziale. Sono stati, quindi, individuati i dati contabili a cui far riferimento per l'analisi.

Il valore di ogni ramo di azienda è dato dal patrimonio netto sommato al valore di avviamento. Nel caso in questione a cedere il ramo di azienda è una società in concordato preventivo, e in tali casi la normativa prevede che vengano cedute solo le attività e non le passività ad esso riferite; pertanto, il patrimonio netto rettificato sarà pari alla somma algebrica del valore dei beni immobili e dei beni mobili, come valutata dal perito stimatore, nominato all'uopo dal giudice delegato.

Per cui il processo di stima è seguitato con l'individuazione dei beni mobili e immobili afferenti al singolo ramo di azienda e del loro valore.

Raccolti tutti questi dati è stato possibile ragionare sui parametri da utilizzare per il calcolo dell'avviamento e al calcolo stesso.

Si è conclusa la valutazione del ramo di azienda sommando il valore dei beni mobili, dei beni immobili e dell'avviamento.

8. CONCLUSIONI

Alla luce di quanto precede il sottoscritto perito, in esecuzione del mandato conferitogli e in virtù del metodo di valutazione adottato, attesta che il valore da attribuire ai quattro rami di azienda è il seguente:

A. MANTIGNANA

Per il ramo di azienda riferito al punto vendita di Mantignana, fatte le doverose rettifiche ai dati messi a disposizione della sottoscritta, meglio esplicitate nel paragrafo dedicato, si è ottenuto un sovrareddito e pertanto un valore positivo dell'avviamento pari a Euro 41.168.
Il valore di un ramo di azienda è dato dalla sommatoria del valore del patrimonio netto rettificato e del valore di avviamento, che per quello in questione sono pari a

Valore beni Immobili:	€	600.000
Valore beni Immobili:	€	97.267
Avviamento	€	41.168
Valore Totale Ramo di Azienda	€	738.435

Il valore del ramo di azienda risulterebbe, pertanto, essere pari a Euro 738.435, che si arrotondano **a Euro 735.000,** corrispondente al presumibile valore di realizzo sul mercato di tale ramo di azienda.

Vi è, però, da sottolineare che si potrebbero avere dei problemi nella collocazione del ramo di azienda dovuti al fatto che è in essere un contratto di affitto di ramo di azienda e uno di locazione dell'immobile che scadranno il 30 agosto 2025 e che per la società affittante è prevista la sola cessione dei contratti e non il recesso da essi.

Essi, inoltre, nulla prevedono in caso di accesso della società affittante ad una procedura concorsuale né in merito ad un'eventuale prelazione per l'affittuaria.

B. MUGNANO

Per il ramo di azienda riferito al punto vendita di Mugnano, fatte le doverose rettifiche ai dati messi a disposizione della sottoscritta, meglio esplicitate nel paragrafo dedicato, si è ottenuto un sovrareddito e pertanto un valore positivo dell'avviamento pari a Euro 58.176.

Il valore di un ramo di azienda è dato dalla sommatoria del valore del patrimonio netto rettificato e del valore di avviamento, che per quello in questione sono pari a

Valore beni Immobili:	€	350.000
Valore beni Immobili:	€	56.786
Avviamento	€	58.176
Valore Totale Ramo di Azienda	€	464.962

Il valore del ramo di azienda risulterebbe, pertanto, essere pari a Euro 464.961, che si arrotondano a **Euro 460.000,** corrispondente al presumibile valore di realizzo sul mercato di tale ramo di azienda.

Vi è, però, da sottolineare che si potrebbero avere dei problemi nella collocazione del ramo di azienda dovuti al fatto che è in essere un contratto di affitto di ramo di azienda e uno di locazione dell'immobile che scadranno il 30 settembre 2025 e che per la società affittante è prevista la sola cessione dei contratti e non il recesso da essi.

Essi, inoltre, nulla prevedono in caso di accesso della società affittante ad una procedura concorsuale né in merito ad un'eventuale prelazione per l'affittuaria.

C. SAN FELICIANO

Per il ramo di azienda riferito al punto vendita di San Feliciano, fatte le doverose rettifiche ai dati messi a disposizione della sottoscritta, meglio esplicitate nel paragrafo

dedicato, si è ottenuto un sovrareddito e pertanto un valore positivo dell'avviamento pari a Euro 15.576.

Il valore di un ramo di azienda è dato dalla sommatoria del valore del patrimonio netto rettificato e del valore di avviamento, che per quello in questione sono pari a

Valore beni Immobili:	€	150.000
Valore beni Immobili:	€	29.943
Avviamento	€	15.576
Valore Totale Ramo di Azienda	€	195.519

Il valore del ramo di azienda risulterebbe, pertanto, essere pari a Euro 195.518, che si arrotondano **a Euro 195.000,** corrispondente al presumibile valore di realizzo sul mercato di tale ramo di azienda.

Vi è, però, da sottolineare che si potrebbero avere dei problemi nella collocazione del ramo di azienda dovuti al fatto che è in essere un contratto di affitto di ramo di azienda e uno di locazione dell'immobile che scadranno il 22 ottobre 2025 e che per la società affittante è prevista la sola cessione dei contratti e non il recesso da essi.

Essi, inoltre, nulla prevedono in caso di accesso della società affittante ad una procedura concorsuale né in merito ad un'eventuale prelazione per l'affittuaria.

D. CASH&CARRY DI MONTEBUONO

Per il ramo di azienda riferito al punto vendita di Montebuono, fatte le doverose rettifiche ai dati messi a disposizione della sottoscritta, meglio esplicitate nel paragrafo dedicato, si è ottenuto un sottoreddito, pertanto un valore di avviamento negativo.
Considerando che è stato ottenuto un valore negativo, ma che partiamo da dati empirici, si può affermare che al punto vendita allo stato attuale, per come viene gestito dalla società che ha in affitto il ramo di azienda non è attribuibile un valore di avviamento.

Il valore del presente ramo di azienda è, pertanto, pari al valore dei beni mobili e immobili, come stimati dal CTU, ing. Falchetti, riepilogati nella tabella che segue:

Valore beni Immobili:	€	3.035.000
Valore beni Immobili:	€	146.175
Avviamento	€	-
Valore Totale Ramo di Azienda	€	3.181.175

Il valore del ramo di azienda risulterebbe, pertanto, essere pari a Euro 3.181.175.

Vi è, però, da sottolineare che si potrebbero avere dei problemi nella collocazione del ramo di azienda dovuti al fatto che è in essere un contratto di affitto di ramo di azienda e uno di locazione dell'immobile che scadranno il 22 ottobre 2025 e che per la società affittante è prevista la sola cessione dei contratti e non il recesso da essi.

Si riepilogano di seguito i valori dei quattro rami di azienda:

A. Mantignana: Euro 735.000
B. Mugnano: Euro 460.000
C. San Feliciano: Euro 195.000
D. Montebuono: Euro 3.181.175

Evidenziando che le concrete possibilità di realizzo dei cespiti immobiliari risulteranno fortemente condizionate dall'andamento del comparto commerciale del settore immobiliare e, soprattutto, dalle prospettive dell'economia italiana, che inevitabilmente sarà condizionata dagli scenari internazionali e più immediatamente dall'andamento dei costi energetici e di approvvigionamento delle materie prima.

Il sottoscritto CTU ritiene di aver assolto l'incarico ricevuto in fede e coscienza, ringrazia per la fiducia accordatale e rimane a disposizione per qualsiasi chiarimento o approfondimento.

La presente relazione è composta da n. 29 pagine e n. 5 allegati

Con ossequi

Perugia, 14/02/2022

Il perito stimatore

Dott.ssa Marta Mari

9. ELENCO ALLEGATI

1. Relazione di stima del ramo di azienda afferente al punto vendita di Mantignana e relativi allegati
2. Relazione di stima del ramo di azienda afferente al punto vendita di Mantignana e relativi allegati
3. Relazione di stima del ramo di azienda afferente al punto vendita di Mantignana e relativi allegati
4. Relazione di stima del ramo di azienda afferente al punto vendita di Mantignana e relativi allegati
5. Presentazione rami di azienda