

**PERIZIA DI STIMA SUL VALORE DELL'AZIENDA**

**“La Taverna”**

**relativa alla società “La Monachella srl”**

**dichiarata fallita dal Tribunale di Udine in data 03.04.2017**

**alla data del 03.04.2017**

Il sottoscritto Roberto De Luca, dottore commercialista e revisore contabile con studio in Gorizia alla via IX Agosto 11, veniva incaricato dalla dott.ssa Cecilia Toneatto, in qualità di Curatore fallimentare della società LA MONACHELLA SRL, con sede legale a Colloredo di Monte Albano (UD), di provvedere alla stima del complesso aziendale della Fallita alla data del fallimento dichiarato dal Tribunale di Udine con sentenza nr. 20/17 il 3 Aprile 2017, nonché di esprimere un giudizio sulla congruità del canone di locazione dell'azienda stipulato in data 31.8.2016.

Il sottoscritto, in adempimento all'incarico conferito, esaminati i dati contabili ed extracontabili relativi alla società ed effettuate tutte le ispezioni e le indagini ritenuti necessari ai fini dell'incarico

ESPONE

le risultanze della valutazione peritale che si articolerà così come segue:

**Capitolo 1: Note introduttive**

**Capitolo 2: La società e il settore di riferimento**

**Capitolo 3: I criteri di valutazione**

**Capitolo 4: La valutazione dell'azienda**

**Capitolo 5: La valutazione del canone di locazione**

## **Capitolo 1. Note introduttive**

### **1.1 La base informativa**

Ai fini della presente valutazione lo scrivente si è basato sui seguenti documenti:

1. Situazioni contabili degli esercizi 2013, 2014 e 2015 della società [REDACTED]
2. Situazioni contabili degli esercizi 2016 e 2017 della società "La Monachella srl"
3. Bilancio relativo all'esercizio 2016 e situazione contabile al 31.3.2017 della società [REDACTED]
4. Rapporti annuali 2014 e 2016 del settore ristorazione a cura della FIPE (Federazione Italiana Pubblici Esercizi)
5. Valutazioni presenti sui principali siti di recensione dei ristoranti ([www.tripadvisor.it](http://www.tripadvisor.it), [www.viamichelin.it](http://www.viamichelin.it), [qristorantinetwork.it](http://qristorantinetwork.it)).

Nello svolgimento del proprio incarico, lo scrivente ha fatto riferimento ai Principi Italiani di Valutazione nonché al testo "Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende" di Guatri e Bini.

### **1.2 Limitazioni al lavoro svolto**

Nello svolgimento dell'incarico si è dovuto tenere conto delle seguenti limitazioni:

- non è stata effettuata alcuna verifica sui dati contabili della Società, i quali sono stati assunti così come risultanti dalle situazioni contabili fornite;
- ai fini della proiezione futura dei risultati economici attesi, non essendo stato predisposto alcun piano di risanamento aziendale, è stata effettuata un'analisi sui soli risultati economici storici conseguiti negli anni dal 2013 al 2016;
- trattandosi quindi di una valutazione previsionale basata sui dati storici, la stessa non può essere interpretata o assunta come una garanzia sul futuro andamento dell'azienda;
- nella formulazione della valutazione si è cercato di utilizzare un approccio prudenziale.

### **1.3 Identificazione dei beni compresi nell'azienda oggetto di stima**

Il perimetro aziendale oggetto della presente valutazione, comprende le attività di seguito riportate e per la cui descrizione si rimanda alla perizia di stima del geometra Daniele Lavaroni agli atti del fascicolo della Procedura:

- l'immobile di Piazza castello n. 2, comune di Colloredo di Monte Albano (Ud), consistente nel ristorante, bar e corte in cui veniva esercitata l'attività (lotto nr. 1 della perizia di stima);
- l'immobile consistente in una autorimessa, sito in via Ermes di Colloredo, comune di Colloredo di Monte Albano (Ud) (lotto nr. 1 della perizia di stima);
- arredamenti e attrezzature come meglio indicati nel verbale di inventario (lotto nr. 3 della perizia di stima);
- magazzino consistente in vini e superalcolici (lotto nr. 2 della perizia di stima);
- gli automezzi targati CR004SW, BM793RZ e UD587960 (lotto nr. 4 della perizia di stima);

## Capitolo 2. La società e il settore di riferimento

### **2.1 Profilo della società**

La società LA MONACHELLA SRL – con sede a Colloredo di Monte Albano (Ud) in Piazza del Castello nr. 2, C.F. e P.IVA 00609140306 (di seguito la Società) è stata costituita in data 10/08/1979 con denominazione [REDACTED]. Negli anni a seguire, rimanendo invariato l'oggetto e la sede sociale, la Società ha cambiato natura giuridica dapprima in società in accomandita semplice -atto del 16.05.2007- e, quindi, in società a responsabilità limitata con contestuale cambio della denominazione -atto del 07.04.2016-.

Alla data del fallimento la Società aveva quale amministratore unico il [REDACTED] già socio accomandatario nella s.a.s., e capitale sociale di euro 200.000,00.

Nell'agosto del 2016 la Società ha sottoscritto con [REDACTED], [REDACTED] un contratto di affitto d'azienda, con decorrenza dal 1° settembre 2016, avente ad oggetto l'intero complesso aziendale composto dalle attrezzature, dai macchinari, dagli impianti e dall'avviamento commerciale, nonché dagli immobili di seguito indicati, di proprietà della concedente, nei quali veniva esercitata l'attività aziendale:

- a) unità immobiliare sita in Colloredo di Monte Albano (Ud), alla Piazza Castelletto nr. 2
- b) unità immobiliare facente parte del complesso residenziale denominato "Condominio al Castello", sito in Colloredo di Monte Albano (Ud) alla via Ermes di Colloredo

Quanto ai rapporti di lavoro dipendente, ai sensi dell'art. 2112 c.c., gli stessi sono continuati presso l'affittuaria conservando tutti i diritti che ne derivavano. Il canone mensile di affitto pattuito ammonta ad euro 7.500,00 oltre all'IVA.

### **2.2 Settore di riferimento**

Sin dalla sua costituzione la Fallita ha operato nell'ambito della ristorazione con la denominazione *La Taverna* di Colloredo di Montalbano. Si è ritenuto opportuno effettuare un'analisi settoriale facendo riferimento ai rapporti annuali pubblicati negli anni 2014 e 2016 dall'Ufficio studi della Federazione Italiana Pubblici Esercizi, di seguito anche F.I.P.E.

Secondo l'ultimo studio pubblicato, nel lungo periodo che va dal 2000 al 2015, il tasso medio di crescita della domanda nel settore della ristorazione ha evidenziato un limitato incremento dello 0,4%, valore ottenuto quale risultato dell'azione combinata della crescita registrata nella prima parte del periodo considerato, 2000-2007, ridotto dalla flessione registrata nella seconda parte del periodo, 2007-2015, quando il tasso medio è risultato negativo per un decimo di punto percentuale. In particolare, nel 2013 l'intero settore della ristorazione è stato caratterizzato da un momento di forte crisi economica con livelli ben inferiori rispetto a quelli del 2000 e con una riduzione dei consumi nei pubblici esercizi nell'ordine del 3,7%, accompagnato da un calo dei prezzi finali e da un aumento dei costi di approvvigionamento delle materie prime.

Quanto al livello qualitativo raggiunto dal ristorante lo scrivente ha esaminato sui principali siti internet specializzati la valutazione della *qualità del cibo nonché sul rapporto qualità/prezzo*: il sito *Tripadvisor* ha espresso un punteggio di 4,5 su un massimo di 5 basato su 242 recensioni; la *Guida Michelin* 2017 ha assegnato

una stella, definendolo “una cucina di grande qualità”; il sito *Qristoranti network* ha attribuito il punteggio di 4,3 su un massimo di 5, basato tuttavia su cinque recensioni.

Le recensioni riscontrabili sui siti internet di riferimento attribuiscono quindi un elevato rapporto qualità/prezzo al ristorante oggetto. Si evidenzia tuttavia che tali giudizi sono riferiti unicamente alla qualità del servizio offerto ma ovviamente non sono indice di un’efficiente gestione economica.

### 2.3 Analisi fondamentale

Ai fini della presente valutazione, è stata effettuata una breve analisi dei dati economici e patrimoniali della società, al fine di indagare le ragioni alla base delle perdite conseguite e del successivo fallimento.

Tabella 1. Stato Patrimoniale

<b>ATTIVO</b>				
<i>(valori espressi in euro)</i>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Liquidità immediate (Li)	25.847	25.632	21.074	2.692
Liquidità differite (Ld)	28.463	44.135	22.465	66.569
Attività finanziarie non immobilizzate		1.516	0	0
Rimanenze (R)	222.230	212.179	193.205	0
<b>TOTALE ATTIVO CORRENTE</b>	<b>276.541</b>	<b>283.463</b>	<b>236.744</b>	<b>69.262</b>
Crediti oltre 12 mesi	0	0	0	0
Immobiliz. Immateriali nette	500	12.461	4.997	6.271
Immobiliz. Materiali nette	846.963	807.529	758.513	760.161
Immobiliz. Finanziarie	71.258	0	0	109
<b>TOTALE ATTIVO IMMOBILIZZATO</b>	<b>918.721</b>	<b>819.990</b>	<b>763.510</b>	<b>766.540</b>
<b>TOTALE IMPIEGHI</b>	<b>1.195.261</b>	<b>1.103.453</b>	<b>1.000.254</b>	<b>835.802</b>

<b>PASSIVO</b>				
<i>(valori espressi in euro)</i>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Debiti entro 12 mesi	735.457	499.331	1.371.708	1.750.015
Debiti tributari	113.433	127.547	10.611	53.240
Debiti verso istituti previdenziali	86.544	114.246	7.431	111
Ratei e risconti passivi	35.394	345	9.813	0
<b>TOTALE PASSIVO CORRENTE</b>	<b>970.827</b>	<b>741.470</b>	<b>1.399.563</b>	<b>1.803.367</b>
Debiti oltre 12 mesi	659.262	825.899	7.346	0
Fondi per rischi e oneri		0	0	0
Fondo T.F.R.	23.626	23.361	26.728	0
<b>TOTALE PASSIVO CONSOLIDATO</b>	<b>682.888</b>	<b>849.260</b>	<b>34.074</b>	<b>0</b>
Capitale Sociale	155.000	155.000	155.000	155.000
Riserve	388.000	388.000	388.000	388.000
Soci c/prelevamenti	0	-45.091	-37.216	0
Utile (perdite) portati a nuovo	-669.405	-1.001.454	-985.186	-939.167
Utile (perdita) d'esercizio	-332.048	16.267	46.019	-571.397
<b>TOTALE PATRIMONIO NETTO</b>	<b>-458.454</b>	<b>-487.277</b>	<b>-433.383</b>	<b>-967.564</b>
<b>TOTALE FONTI</b>	<b>1.195.261</b>	<b>1.103.453</b>	<b>1.000.254</b>	<b>835.802</b>

Tabella 2. Conto economico

(valori espressi in euro)	2013	2014	2015	2016
<b>Valore della produzione caratteristica</b>				
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	509.795	601.134	709.365	431.595
<i>Totale valore produzione caratteristica</i>	<b>509.795</b>	<b>601.134</b>	<b>709.365</b>	<b>431.595</b>
<b>Costi esterni della produzione</b>				
Per materi prime, sussid., consumo	180.743	226.356	280.830	148.454
Per servizi	97.611	86.764	109.688	138.824
Per godimento beni di terzi	455	1.332	4.380	3.571
<i>Totale costi della produzione esterni</i>	<b>278.810</b>	<b>314.452</b>	<b>394.898</b>	<b>290.849</b>
Variazioni delle rimanenze di materie prime, suss., di consumo e merci	235.921	10.051	18.974	0
<b>VALORE AGGIUNTO</b>	<b>-4.935</b>	<b>276.631</b>	<b>295.493</b>	<b>140.745</b>
Costo del Personale	225.080	241.671	254.096	144.421
<b>MARGINE OPERATIVO LORDO (M.O.L.)</b>	<b>-230.016</b>	<b>34.961</b>	<b>41.397</b>	<b>-3.675</b>
Ammortamenti e svalutazioni	44.799	54.197	57.854	0
Accantonamenti per rischi	0	0	0	0
Altri accantonamenti	3.000	0	0	0
Oneri diversi di gestione	47.644	7.836	12.646	6.797
<b>RISULTATO OPERATIVO LORDO</b>	<b>-325.459</b>	<b>-27.072</b>	<b>-29.104</b>	<b>-10.472</b>
Proventi attività ordinaria non caratteristica <sup>1</sup>	31.219	49.997	35.938	162.455
Oneri attività ordinaria non caratteristica <sup>2</sup>	0	0	45.367	220.134
<b>Risultato della gestione ordinaria non caratteristica</b>	<b>31.219</b>	<b>49.997</b>	<b>-9.429</b>	<b>-57.679</b>
Proventi da partecipazioni		0	0	0
Altri proventi finanziari	12	12	22	57
Interessi e oneri finanziari	32.324	6.624	29.881	5.139
<b>Risultato della gestione finanziaria</b>	<b>-32.312</b>	<b>-6.612</b>	<b>-29.859</b>	<b>-5.083</b>
Proventi	0	6.481	313.949	0
Oneri	5.496	6.527	197.946	498.164
<b>Risultato della gestione straordinaria</b>	<b>-5.496</b>	<b>-46</b>	<b>116.002</b>	<b>-498.164</b>
<b>RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE</b>	<b>-332.048</b>	<b>16.267</b>	<b>47.611</b>	<b>-571.398</b>
Imposte di esercizio			1.591	
<b>UTILE (PERDITA) DI ESERCIZIO</b>	<b>-332.048</b>	<b>16.267</b>	<b>46.020</b>	<b>-571.398</b>

Il risultato operativo lordo risulta negativo in ognuno degli anni considerati, seppur con una sensibile differenza tra il 2013 e gli esercizi successivi, a conferma che proprio la gestione caratteristica dell'azienda non è stata in grado di produrre una sufficiente marginalità.

Inoltre, dalla riclassificazione del conto economico emerge come i risultati degli esercizi 2013, 2015 e 2016 siano stati fortemente influenzati da componenti economiche straordinarie o non attinenti all'attività caratteristica. In particolare nell'esercizio 2013 si riscontra un'ingente variazione diminutiva delle rimanenze di magazzino (euro 235.921), legata presumibilmente ad una puntuale verifica fisica delle merci in giacenza; nell'anno 2015 emergono proventi straordinari per euro 313.907 ed oneri straordinari per euro 197.946 e da ultimo, l'esercizio

<sup>1</sup> Tra i proventi dell'attività ordinaria non caratteristica sono stati considerati i ricavi di vendita non attinenti all'attività di ristorazione, ossia i ricavi per omaggi, i corrispettivi per autoconsumo e altri ricavi generici quali, a titolo di esempio, i ricavi per risarcimento danni, gli affitti attivi su immobili e rimborsi spese.

<sup>2</sup> Gli oneri dell'attività ordinaria non caratteristica sono rappresentati dal costo sostenuto dalla Fallita negli anni 2015 e 2016 per le attività di consulenza amministrativa e fiscale legate alla presentazione di una istanza di autotutela e all'operazione di trasformazione societaria.

2016, anno in cui l'azienda è stata concessa in affitto a "Imho srl", la perdita è per buona parte conseguenza dell'avvenuta rilevazione di sopravvenienze passive per euro 498.164.

Tali componenti economici straordinari, non essendo supportati da adeguata informativa sulla loro natura e formazione, (non è pervenuta allo scrivente la documentazione richiesta a chiarimento), stante i considerevoli importi, impediscono di esprimere una serena valutazione sull'attendibilità dei risultati economici che dovrebbero costituire la base di un'analisi fondata sui principali indici patrimoniali, finanziari e reddituali che di regola rappresentano elementi validi per le valutazioni delle aziende in normale funzionamento.

### **Capitolo 3. I criteri di valutazione**

Così come definita dai Principi Italiani di Valutazione (di seguito anche P.I.V.), la "valutazione è un giudizio ragionato e motivato che si fonda su stime, non è mai il risultato di un mero calcolo matematico" (1.1.1). Qualsiasi valutazione richiede infatti una dose significativa di giudizio, tenuto conto della specifica finalità della stima, non potendo derivare da una mera applicazione matematica.

Ai fini della stima del valore economico di un complesso aziendale, la scienza economica ha elaborato diversi metodi di valutazione, di cui i principali e più accreditati vengono sinteticamente esposti al fine di una migliore comprensione dei ragionamenti effettuati.

Si tratta dei metodi basati sui flussi reddituali e sui flussi di cassa, dei metodi patrimoniali e di quelli misti.

#### **a) Metodi basati sui flussi reddituali: il metodo reddituale**

I metodi reddituali, basati sul presupposto che un'azienda acquisisce valore in virtù della sua capacità di generare reddito, individuano il valore dell'azienda sulla base dei flussi di reddito che la stessa sarà presumibilmente in grado di generare nel futuro.

La configurazione di reddito rilevante ai fini dell'applicazione del metodo in questione è quello: *prospettico*, idoneo a riflettere le condizioni di redditività attesa, *medio*, ossia che l'impresa è in grado stabilmente di generare, e *normalizzato*, cioè depurato dalle componenti straordinarie non ripetibili o estranee alla gestione ordinaria. Il tasso di attualizzazione utilizzato deve incorporare sia il compenso derivante dal semplice trascorrere del tempo che l'adeguata remunerazione del rischio sopportato. Tale metodologia, pur trovando un limite nell'aleatorietà delle stime sulla redditività dell'impresa, ha acquisito sempre maggior credito negli ultimi decenni, parallelamente all'affermarsi dei metodi finanziari, ma risulta difficilmente applicabile nelle situazioni di disequilibrio economico, in quanto necessita anche di una stima dei costi della ristrutturazione aziendale necessaria all'ottenimento di una marginalità positiva.

#### **b) Metodo basati sui flussi di cassa: il metodo finanziario**

In base a tale approccio, il valore del capitale economico dell'azienda è stimato pari al valore attuale dei flussi di cassa attesi anno per anno, per un certo lasso temporale entro il quale è possibile effettuare una previsione analitica del flusso di cassa, maggiorato del valore finale del medesimo compendio aziendale al termine dello stesso periodo, al netto dei debiti finanziari.

Nonostante la sua diffusione, soprattutto nel mondo anglosassone, tale metodo può risultare poco obiettivo per l'aleatorietà della stima delle previsioni dei flussi monetari sia nella loro entità che nel loro momento di manifestazione. Al fine di ottenere dei risultati attendibili è inoltre necessaria la presenza di un sistema informativo aziendale idoneo a fornire delle valide previsioni finanziarie.

Nel caso di specie, stante le dimensioni aziendali e la totale assenza di un sistema informativo interno, tale metodo risulta sostanzialmente inapplicabile.

**c) Metodo patrimoniale**

Tale metodo, basato sulla valutazione analitica dei singoli elementi patrimoniali, è molto diffuso nella pratica per tutte le categorie di aziende, costituendo quantomeno una base rilevante di informazione ed un utile termine di paragone con i risultati ottenuti dall'applicazione degli altri criteri.

A seconda del trattamento riservato alle componenti immateriali non presenti in bilancio, si distingue a sua volta in metodo patrimoniale semplice e metodo patrimoniale complesso. Mentre il primo si limita a considerare i soli elementi che figurano nello stato patrimoniale, il secondo si caratterizza per la stima autonoma dei cosiddetti *intangibles*, ossia i beni immateriali non espressi in bilancio consistenti in beni identificabili, misurabili e che possono essere oggetto di investimento o di cessione.

I metodi patrimoniali, fortemente criticati negli ultimi anni per l'eccessiva semplificazione a cui a volte conducono e per la mancata considerazione di importanti leve di valore, quali i flussi attesi e la valutazione dei rischi, rimangono comunque importanti strumenti per condurre l'analisi dei fondamentali delle società oggetto di valutazione.

**d) Metodi misti patrimoniali - reddituali**

Tali metodi fondono i principi essenziali dei metodi reddituali e di quelli patrimoniali, ricercando un risultato conclusivo che tenga conto dell'elemento di obiettività e verificabilità proprio dell'aspetto patrimoniale, senza peraltro trascurare le attese reddituali.

Il metodo misto, nella sua formulazione più nota e diffusa, è essenzialmente composto da due addendi:

- il capitale netto rettificato, espresso a valori correnti;
- il *goodwill* o avviamento, inteso come reddito medio differenziale atteso per un numero definito di anni attualizzato, dove il concetto di reddito differenziale corrisponde ai risultati medio-normali attesi, ridotti del costo del capitale.

Il metodo misto, nell'esperienza professionale italiana, è quello reputato tra i più razionali e conseguentemente risulta essere tra i più diffusi ed utilizzati nelle stime.

## **Capitolo 4. La valutazione dell'azienda**

La scelta del metodo di valutazione deve esser sempre fatta tenendo presente il contesto di riferimento, nella fattispecie la cessione all'interno di una procedura concorsuale, evitando da un lato di rappresentare un patrimonio che potrebbe rivelarsi sensibilmente inferiore, ma d'altro canto considerando le potenzialità di ripresa, laddove esistenti.

La scelta del metodo di valutazione è però condizionata dalla possibilità di disporre o meno delle informazioni necessarie per la sua concreta implementazione: il ricorso ai metodi basati sui flussi è percorribile solo nel caso in cui sia possibile formulare ragionevoli previsioni sui risultati attesi dall'azienda.

Nel caso in questione, la documentazione analizzata non consente di ipotizzare previsioni di flussi reddituali futuri ragionevolmente attendibili, né tantomeno di flussi di cassa. Ai fini della determinazione del valore potenziale del complesso aziendale, lo scrivente ha pertanto dovuto orientarsi su una valutazione di tipo patrimoniale basata sui soli elementi dell'attivo.

Trattandosi infatti di una valutazione effettuata in ambito fallimentare e considerato che l'azienda oggetto della presente perizia verrà ceduta al netto delle passività e dei crediti, il valore del capitale netto rettificato è stato considerato pari ai soli beni strumentali quali l'immobile, le attrezzature, i mobili e gli arredi, così come valutati dal perito estimatore incaricato dalla procedura, geom. Daniele Lavaroni.

Il perito ha basato la sua valutazione dell'immobile aziendale sul criterio di stima sintetico comparativo, confrontato con il mercato attuale, avuto riguardo alle caratteristiche qualitative del compendio immobiliare commerciale/di ristorazione nel particolare contesto urbano in cui si trova, avente valenza architettonica, storica e paesaggistico-ambientale di rilievo. Lo stesso ha considerato il prezzo unitario medio immobiliare praticato nella zona per unità con caratteristiche simili, avuto riguardo al costo di costruzione opportunamente svalutato.

Per quanto riguarda la foresteria sita nel Comune di Majano, sono state utilizzate le quotazioni OMI.

Gli impianti e le attrezzature sono state valutate secondo la metodologia della stima comparativa di acquisto di beni simili, avuto riguardo al grado di vetustà delle stesse. Tali beni, ritenuti difficilmente ricollocabili presso altri siti produttivi, mantengono un valore solo nel caso in cui rimangano nell'immobile in cui risultano attualmente presenti. Un discorso analogo vale anche per gli arredi, che pur risultano in condizioni discrete.

Gli automezzi sono costituiti da tre unità di vecchia immatricolazione, in condizioni di fine esercizio, che necessitano di radicali manutenzioni e riparazioni eccessivamente onerose.

Il geometra valorizza inoltre le rimanenze di magazzino alla data del 10 maggio 2017, oggetto di contratto estimatorio con l'affittuario. Le stesse non vengono però incluse dallo scrivente nel perimetro aziendale di stima, non potendo quantificare la loro entità al momento della futura cessazione del rapporto estimatorio.

Alla luce di quanto sopra, il patrimonio aziendale rettificato risulta così composto:

- euro 650.000,00 per il compendio immobiliare della società, a destinazione commerciale, costituito dal ristorante/bar/corte e dall'autorimessa siti nel comune di Colloredo di Monte Albano (Ud);
- euro 35.000,00 per la foresteria sita nel comune di Majano (Ud);
- euro 63.000,00 per arredamenti, attrezzature e mobilio;
- euro 1.000,00 per gli automezzi

***Valore patrimoniale dell'azienda = euro 749.000,00***

Nelle situazioni ordinarie il valore patrimoniale dell'azienda va confrontato con il risultato ottenuto da una stima reddituale della stessa, al fine di ipotizzare la presenza di un eventuale avviamento.

Nella fattispecie in questione, come già evidenziato, i rilevanti componenti economici straordinari, presenti in quasi tutti gli anni oggetto di analisi, impediscono una ragionevole stima dei flussi di reddito attesi e

conseguentemente di una valutazione aziendale basata sul metodo reddituale. Ciò in quanto le sopravvenienze attive e passive di un anno, di cui si ignora la natura precisa, potrebbero rappresentare costi o ricavi caratteristici di anni precedenti, che pertanto modificherebbero sostanzialmente i risultati raggiunti.

Per mera completezza espositiva, tuttavia, viene ipotizzato un calcolo del valore reddituale, utilizzando il metodo reddituale semplice e prendendo come riferimento per la stima dei flussi di reddito attesi futuri il reddito operativo lordo, ossia il risultato conseguito dalla sola attività operativa, tralasciando le gestioni finanziarie e straordinarie.

<b>Conto Economico</b> <i>(Valori espressi in Euro)</i>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Valore della produzione caratteristica	509.795	601.134	709.365	431.595
Costi esterni della produzione	278.810	314.452	394.898	290.849
Variazioni delle rimanenze di materie prime, suss, di consumo e merci	235.921	10.051	18.974	0
<b>Valore aggiunto</b>	<b>-4.935</b>	<b>276.631</b>	<b>295.493</b>	<b>140.745</b>
Costo del Personale	225.080	241.671	254.096	144.421
<b>Margine operativo lordo (M.O.L.)</b>	<b>-230.016</b>	<b>34.961</b>	<b>41.397</b>	<b>-3.675</b>
Ammortamenti e svalutazioni	44.799	54.197	57.854	0
Accantonamenti per rischi	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Altri accantonamenti	3.000	0	0	0
Oneri diversi di gestione	47.644	7.836	12.646	6.797
<b>Reddito operativo</b>	<b>-325.459</b>	<b>-27.072</b>	<b>-29.104</b>	<b>-10.472</b>

Considerando quindi il reddito operativo lordo, ossia il reddito relativo alla sola attività ordinaria caratteristica, emerge un risultato annuo medio negativo pari a euro - 99.336<sup>3</sup>.

A partire dal reddito operativo lordo medio è stata quindi effettuata una valutazione reddituale del compendio aziendale, applicando la seguente formula del valore attuale della rendita di durata limitata di n anni:

$$\text{Valore reddituale dell'azienda} = R * a_{n-i}$$

dove:

R reddito medio – normale prospettico

$a_{n-i}$  formula di attualizzazione

n durata limitata di anni in cui si considera che si potrà ottenere tale reddito medio

i cost of equity (c.o.e.)

Per la determinazione del tasso di attualizzazione (i) lo scrivente ha aderito alla prevalente dottrina secondo la quale tale tasso è da intendersi come costo del capitale proprio (*cost of equity, c.o.e.*) da determinare in base al modello teorico del Capital Asset Pricing Model (CAPM):

$$i = R_f + (R_m - R_f) * \beta$$

dove:

<sup>3</sup> Per la media dei risultati operativi lordi, quanto conseguito nel 2016 per gli 8 mesi di attività, è stato ragguagliato all'anno.

$R_f$	è il tasso privo di rischio
$R_m$	è il rendimento atteso dell'indice di mercato azionario
$(R_m - R_f)$	è il premio per il rischio azionario
$\beta$	è il coefficiente che definisce la misura del rischio sistematico di un'attività finanziaria, ovvero la tendenza del rendimento di un'attività a variare in conseguenza di variazioni del mercato
$(R_m - R_f) * \beta$	è il premio per il rischio del mercato (market risk premium)

Il tasso privo di rischio  $R_f$  (risk free) è stato quantificato pari al 2,15% corrispondente al rendimento netto dei Buoni del Tesoro Poliennali con durata residua pari a 10 anni<sup>4</sup>.

Il premio per il rischio  $(R_m - R_f)$ , solitamente rappresentato quale media dei rendimenti di lungo periodo di un paniere di titoli azionari o di un indice di borsa, al netto della media dei rendimenti di investimenti privi di rischio, in genere rappresentati da Titoli di Stato, sulla base dell'analisi condotta dalla Banca d'Italia, ed esposta nella Relazione annuale per l'anno 2016, è stato assunto pari al 7%.

Quanto all'indicatore beta ( $\beta$ ) lo stesso è stato assunto pari al 0,77, così come indicato per lo specifico settore della ristorazione nello studio effettuato da Aswath Damodaran<sup>5</sup>.

Dall'applicazione della formula sopra riportata, ne deriva un tasso dell' 8%:

$$i = 2,15 \% + (7\% * 0,77) = 8\%$$

Date queste premesse, e ipotizzando quale durata della rendita un periodo di cinque anni, il valore dell'azienda secondo il metodo reddituale viene stimato pari a euro - 401.475.

**Valore reddituale dell'azienda= euro - 401.475**

Essendo il valore reddituale dell'azienda fortemente negativo, ne deriva l'assenza di un autonomo valore dell'avviamento.

Un tanto è confermato dal risultato prodotto dall'affittuaria nei quattro mesi di gestione dell'esercizio 2016, che chiude con una perdita di circa 7 mila euro, in quanto nell'azienda affittata non risulta essere stata attuata quella riorganizzazione aziendale tale da consentirle il necessario efficientamento, ancorché il lasso temporale interessato sia alquanto ristretto.

E' quindi parere dello scrivente che l'azienda, intesa quale complesso di beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa, così come attualmente strutturata, in assenza di un adeguato piano industriale, non consenta il realizzo di alcun reddito.

Pur non escludendo un valore intrinseco all'azienda, anche in considerazione delle positive recensioni presenti sui siti specializzati in precedenza indicate, lo scrivente non ha avuto a disposizione elementi oggettivi che

<sup>4</sup> Fonte: <http://finanza-mercati.ilsole24ore.com/quotazioni>, consultato il giorno 30.06.2017

<sup>5</sup> Fonte: <http://www.damodaran.com>, consultato il giorno 10.07.2017

consentano di quantificare un valore di avviamento, né di stimare un avviamento negativo, il cd. *badwill*, che si manifesta quando l'impresa, intesa come insieme di beni organizzati, è così scarsamente efficiente da esprimere un valore complessivo inferiore alla sommatoria del valore corrente dei singoli beni che la compongono.

Pertanto, tutto ciò premesso, si ritiene di **attribuire all'azienda un valore corrispondente al solo patrimonio ammontante ad euro 749.000,00** (settecentoquarantanovemila) pari cioè all'investimento che sarebbe necessario per l'avvio di una nuova attività di ristorazione con una struttura patrimoniale analoga a quella oggetto di valutazione.

## **5. La valutazione della congruità del canone di affitto**

Come evidenziato nelle premesse la Società nell'agosto del 2016 concedeva in affitto alla società [REDACTED] l'intera azienda con esclusione unicamente dell'appartamento di proprietà della concedente sito in Majano. La durata della locazione era stata fissata in sei anni, tacitamente prorogabile per analogo periodo ed il canone mensile era stato stabilito in € 7.500 oltre ad iva, di cui, si legge nel contratto, € 5.000 per l'azienda ed € 2.500 per l'immobile in cui viene svolta l'attività. Veniva altresì convenuto che gli ammortamenti, in deroga all'art.102 TUIR, restassero a carico della concedente. Il magazzino delle merci deperibili veniva venduto al valore del costo di acquisto, stabilendo la possibilità di acquisire il residuo magazzino (con apposito contratto estimatorio) al costo di acquisto sostenuto dalla concedente decurtato della percentuale del 22%.

In merito alla valutazione della congruità del canone di locazione applicato e, quindi, della determinazione del canone di locazione economicamente adeguato, la dottrina<sup>6</sup> ha proposto varie soluzioni che sono state oggetto di un apposito documento di studio elaborato dal CNDEC nel marzo 2016, che sono così riassumibili: (i) quale prodotto tra il capitale economico (questo determinato facendo riferimento a grandezze *stock* e non a grandezze *flusso*) ed un tasso di remunerazione del capitale investito nell'azienda locata; (ii) quale prodotto tra il valore dell'azienda determinato secondo il metodo patrimoniale ed una percentuale che dovrebbe essere inversamente proporzionale alla deperibilità delle componenti immateriali dell'azienda e andrebbe determinata in un intervallo compreso tra zero e la redditività normale di settore; (iii) quale prodotto tra il valore d'uso del patrimonio locato (ottenuto dall'attualizzazione dei flussi attesi del capitale dell'azienda) ed un tasso di congrua remunerazione dell'investimento effettuato tenendo in considerazione il rischio del depauperamento del patrimonio aziendale.

Tutte queste soluzioni proposte si basano sostanzialmente su due elementi: il valore dell'azienda stessa ed un opportuno tasso di rendimento, quest'ultimo determinato in base alle caratteristiche dell'affittuario, quali le capacità gestionali e la solidità finanziaria/patrimoniale, nonché le garanzie poste a tutela del contratto.

Nel caso di specie l'affittuario [REDACTED] dalla lettura del bilancio depositato al 31.12.2016, non presenta una solidità patrimoniale tale da garantire l'assenza di rischio di adempimento del contratto (di fatto risulta moroso

---

<sup>6</sup> Rif. M. Lacchini, R. Trequattrini, "Sulla individuazione del canone 'congruo' in ipotesi di affitto di azienda (con particolare riferimento alle imprese in fallimento)". A. Danovi, "Fallimento, valutazione e affitto d'azienda". A. Mechelli, "La stima del valore congruo del canone di locazione nell'ipotesi di affitto di azienda".

col pagamento dei canoni mensili convenuti), anche se il contratto prevede la possibilità della sua risoluzione nel caso del mancato pagamento di oltre due mesi di un canone. D'altro canto non è emerso dalla presente valutazione un avviamento da tutelare.

Sulla base di quanto sopra per la determinazione del cd. canone di locazione economicamente adeguato dell'azienda *La Taverna* lo scrivente ha preso in considerazione il valore individuato dell'azienda stessa nel corso del presente elaborato, coincidente sostanzialmente con il valore dell'immobile, applicando la seguente formula:

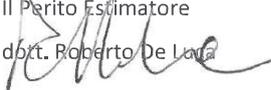
$$\text{Congruo canone di affitto} = W * R$$

Dove W rappresenta il valore dell'azienda ed R è il coefficiente relativo al settore immobiliare<sup>7</sup> aumentato di uno *spread* per la remunerazione del rischio di insolvenza e pari complessivamente al 7%.

Il valore di un congruo canone di affitto annuale è stato quindi rideterminato in euro 52.430,00, corrispondente ad **euro 4.369,00/mensili**.

Udine, lì 28 settembre 2017

Il Perito Estimatore  
dott. Roberto De Luca



---

<sup>7</sup> Fonte: Nomisma 2017