

SOMMARIO

1. Premessa	
1.1 Oggetto e scopo dell'incarico	1
1.2 Documentazione consegnata	1
2. Il "ramo di azienda" oggetto di valutazione e le dinamiche del settore di appartenenza	
2.1 La società già proprietaria	1
2.2 Il settore distributivo e le dinamiche di sviluppo	2
2.3 Il "ramo di azienda" oggetto di valutazione	6
3. I metodi di valutazione	
3.1 Cenni metodologici	8
3.2 Il metodo valutativo applicato	13
4. Il valore del "ramo di azienda" oggetto di valutazione.....	19
5. Conclusioni	19
6. Allegato 1.....	20

1. Premessa

1.1 Oggetto e scopo dell'incarico

Il sottoscritto Adriano Barbarisi, dottore commercialista iscritto al n. 235, Sezione A, dell'Albo tenuto dall'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Salerno, ha ricevuto incarico dalla Curatela del Fallimento *Cavamarket S.p.A. – in liquidazione* di procedere alla valutazione del “ramo di azienda” sito in Capua (CE), alla Via Villa Vella n. 3.

La valutazione mira all'individuazione del valore del bene appena indicato al fine di avere un parametro di riferimento per la procedura competitiva di vendita da effettuarsi ex articolo 107 L.F.

1.2 Documentazione consegnata e dati contabili trasmessi

Per i fini di cui sopra, il Curatore del fallimento, dottor Giovanni Alari, ha consegnato la documentazione costituente l'allegato 1.

2. Il “ramo di azienda” oggetto di valutazione e le dinamiche di sviluppo del settore di appartenenza

2.1 La società già proprietaria

La società già proprietaria del “ramo di azienda” oggetto di valutazione è la società *Cavamarket S.p.A.*, con sede in Salerno, Via Stefano Brun, civico 9; operante nel settore della *Grande Distribuzione*; iscritta al Registro delle Imprese di Salerno con il numero 0213995 065 9 - anche codice fiscale e partita IVA; dichiarata fallita con sentenza del Tribunale di Salerno n. 47/2010.

Costituita nell'anno 1985, la società *Cavamarket S.p.A.* nel 1987 entra a far parte di *Despar Italia*, il Consorzio che, nato da un'associazione volontaria di liberi imprenditori - *Unione Volontaria Spar* nel corso del tempo è cresciuto in maniera esponenziale, aumentando il numero di aziende consorziate e le tipologie di punto vendita.

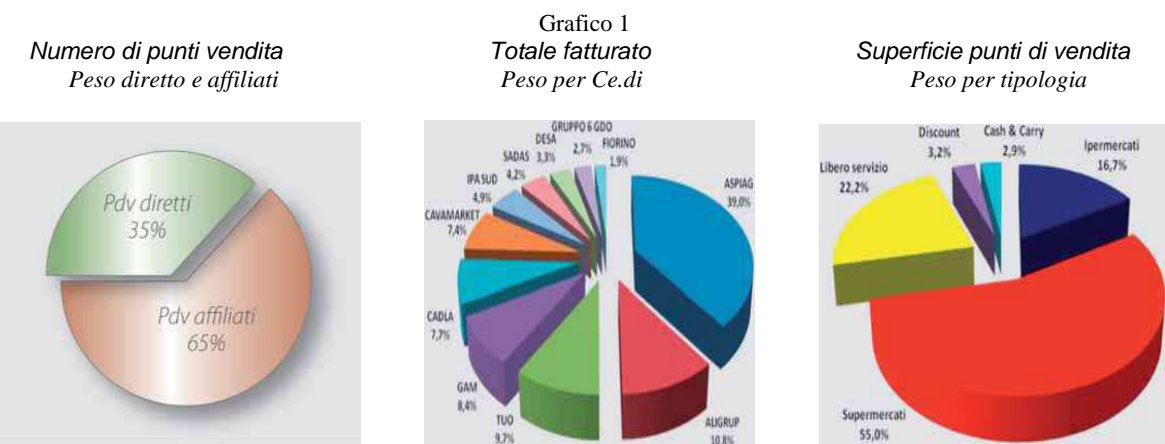
Come risulta dall'ultimo *report* annuale disponibile, in chiusura dell'esercizio 2009 fatturato, punti di vendita e dipendenti del *Consorzio Despar Italia* sono stati quelli di seguito riportati:

DESPAR ITALIA 2009	
NUMERI	N° PUNTI di VENDITA
Fatturato (vendite al pubb.) 4.216*	DESPAR 1.293
Totale Punti di vendita 1.764	EUROSPAR 271
Superficie totale (mq) 940.705	INTERSPAR 63
Dipendenti 18.569	IPERSPAR 8
* in milioni di euro	Altre insegne 129
	TOTALE 1.764

Con la precisazione che alla data indicata:

- oltre la metà dei punti vendita rientrava nella categoria *libero servizio*, con una superficie massima di 400 mq;
- complessivamente, *supermercati* e *libero servizio* (quindi le superfici medie e piccole) producevano circa i tre quarti del fatturato totale.

Dalla stessa fonte risulta, altresì, la suddivisione dei punti vendita tra *diretti* e *affiliati*, il fatturato totale per centri di distribuzione, il peso delle superfici per tipologia di punti di vendita. Il tutto come dal grafico che segue.

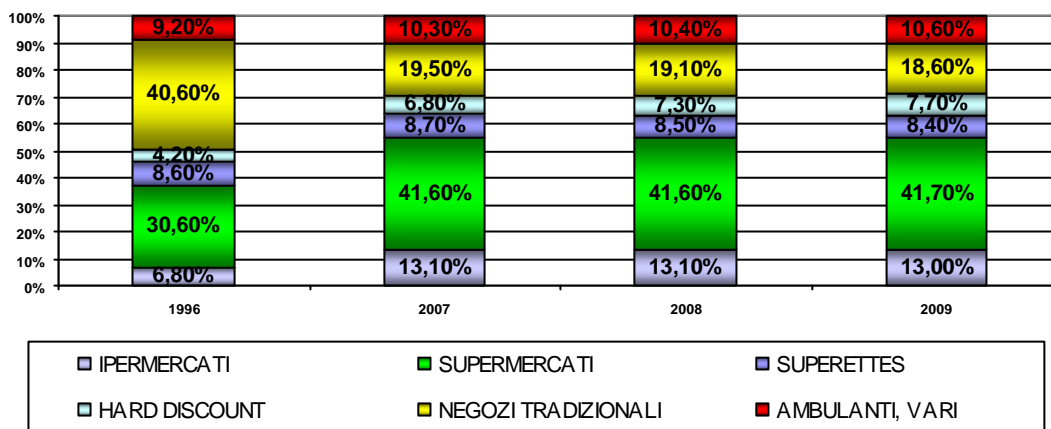


Con l'ingresso nel *Consorzio Despar Italia*, la società *Cavamarket S.p.A.* acquisiva l'esclusiva dei marchi *Despar, Eurospar ed Interspar*.

2.2 Il settore distributivo e le dinamiche di sviluppo

Negli ultimi quindici anni il settore distributivo italiano ha conosciuto una profonda trasformazione che ha comportato una rilevante modificazione dei canali distributivi e del rispettivo peso. E' ciò soprattutto per l'espansione senza soluzione di continuità della *Grande Distribuzione*. Lo dimostra con evidenza il grafico di seguito riportato:

Grafico 2 Evoluzione pesi canali



Fonte: Federdistribuzione

Nel corso degli ultimi anni, però, tale sistema ha conosciuto livelli di saturazione crescenti e una pressione concorrenziale che hanno comportato un significativo rallentamento dei tassi di crescita del giro d'affari.

Il rallentamento non solo si è manifestato per le diverse forme distributive e le varie insegne commerciali, ma ha riguardato anche l'intero territorio nazionale e, quindi, anche le regioni del Centro e del Sud, dove teoricamente il ritardo strutturale del processo di modernizzazione del sistema distributivo *grocery* avrebbe dovuto garantire ancora forti potenziali di crescita.

Hanno concorso al rallentamento, che oggi assume caratteristiche strutturali e non facilmente reversibili, diverse concause, tra le quali vanno annoverate certamente:

- ✓ il processo di progressiva saturazione dei livelli di consumo alimentare delle famiglie, che, infatti, negli ultimi anni sono variati nell'ordine di percentuali comprese tra 0 e +1%, contro un +5/6% degli anni '60, '70 e '80;
- ✓ la quota di mercato ormai assolutamente minoritaria della distribuzione tradizionale, che dopo una costante erosione nel corso degli anni da parte della GDO sembra aver raggiunto un livello fisiologico al di sotto del quale difficilmente scenderà, con conseguente arresto irreversibile del fenomeno del travaso di consumi verso il canale moderno e la possibilità per la grande distribuzione di una crescita che potrà basarsi sempre più solo su elementi di natura interna al *canale*;
- ✓ aspetti relativi alla domanda e, in particolare, al cambiamento dei modelli di consumo e di acquisto e a questo riguardo vanno ricordati tre fattori:
 - l'evoluzione quantitativa e qualitativa della popolazione. La contrazione dei tassi di natalità e l'invecchiamento della popolazione comporta una contrazione del consumo pro-capite e del valore medio dei consumi familiari;
 - il cambiamento nella struttura professionale e negli stili di vita delle persone. La prevalenza delle professioni riconducibili al settore terziario e la diffusione di stili di vita più salutisti, hanno ridotto il consumo di alimentari;
 - la crescente razionalità degli individui nei comportamenti di acquisto e di consumo dei prodotti di largo consumo. Tale fenomeno di terzianizzazione dei consumi ha finito per penalizzare i beni di largo consumo, facendo sì che il mercato dei beni *grocery* rappresenti ormai un contesto maturo dal punto di vista della domanda, tanto che l'acquisto di tali prodotti non rappresenta una priorità per le famiglie italiane.

Il rallentamento nel giro d'affari delle imprese distributive può essere visualizzato nella tabella di seguito riportata, che mostra una progressiva riduzione del fatturato/mq (Tab. 1).

Tabella 1 – Livelli di produttività delle nuove aperture (anno base 2004 = 100)

Anni	Ipermercati	Supermercati
2004	100	100
2005	93	99
2006	88	98
2007	84	96
2008	80	95
2009	77	94

Fonte: CERMES – Università Bocconi, Laboratorio di Trade Marketing

A fronte del rallentamento strutturale dei consumi e della conseguente affermazione di nuovi vincoli di sviluppo, il settore della distribuzione moderna *grocery* deve confrontarsi, anche in prospettiva futura, con una intensità competitiva certamente accresciuta e dimostrata:

- ✓ dal progressivo aumento della pressione promozionale;
- ✓ dal contenimento al minimo degli aumenti dei prezzi di vendita a scaffale;
- ✓ dalla graduale contrazione dei margini commerciali di primo livello (ovvero senza considerare contributi promozionali e premi di fine anno), contrazione che ha riguardato soprattutto gli ipermercati, che attualmente hanno livelli di marginalità molto prossimi a quelli dei punti *discount*.

Sotto un profilo competitivo ciò si è tradotto in una forte spinta concorrenziale basata sulla leva del prezzo, tant'è che il volantino promozionale è divenuto negli ultimi anni il principale strumento di comunicazione sia in termini di risorse impiegate che in termini di ritorno economico.

L'attuale fase congiunturale rende ancora più difficile il già complicato quadro competitivo della distribuzione.

Infatti, seppure si preveda per il 2011 un lieve aumento del PIL, la variazione è da imputare in gran parte al contributo del settore manifatturiero, soprattutto per la ripresa delle esportazioni.

Il settore del commercio, invece, a causa dello scarso contributo della domanda interna, non lascia intravedere ancora segnali positivi.

Pertanto, proprio per la mancanza di una significativa presenza di imprese manifatturiere, la lieve ripresa a livello nazionale prevista per il 2011 sarà distribuita in maniera diseguale, con la possibilità che il periodo recessivo abbia una maggiore durata nel Mezzogiorno d'Italia.

L'incognita, tuttavia, resta, come accennato, il potenziale di crescita della domanda interna.

La Campania rimane uno dei fanalini di coda per livello di PIL pro-capite sebbene quest'ultimo, nel corso del 2011 dovrebbe far registrare incrementi molto prossimi alla media nazionale (Tab. 2).

Tabella 2 – PIL pro-capite e variazione del PIL complessivo (confronto Campania resto d'Italia)

	PIL pro capite	Variazione PIL %			
		2008	2009	2010 (E)	2011 (E)
Campania	16.879	-2,9%	-4,4%	0,6	0,9
Nord-ovest	31.416	-1,4	-6,1	0,7	1,1
Nord-est	31.063	1,1	-5,6	0,7	0,8
Centro	28.785	-1	-3,9	1	1,2
Mezzogiorno	17.660	-1,7	-4,1	0,5	0,8
Italia	26.018	-1,3	-5	0,7	1

Fonte: dati Ufficio Studi Confcommercio su dati Istat.

Il dato sulla crescita del PIL va in ogni caso letto con attenzione, considerando, da un lato, la particolare struttura produttiva del Mezzogiorno d'Italia e della Campania in particolare, e, dall'altro, i flussi migratori che ormai da tempo vedono un allontanamento di capitale umano dalla regione.

Infatti, se questo contribuisce a migliorare il dato medio, pone premesse pericolose per la futura crescita del territorio.

Per quanto ai consumi, gli studi Confcommercio evidenziano che la domanda delle famiglie resta debole e che tale elemento grava molto di più sulle regioni del Meridione che hanno, peraltro, già scontato - soprattutto la Sicilia, la Campania e il Molise - un andamento della spesa per consumi più negativo rispetto alla restante parte dell'Italia.

Infatti, nonostante l'uscita dalla recessione si stia traducendo in una ripresa molto contenuta della domanda espressa dalle famiglie su tutto il territorio nazionale, le stime indicano che le regioni del Sud evidenzieranno dinamiche al di sotto dei livelli nazionali (Tabella 3).

Tabella 3 – Consumi pro-capite e variazione dei consumi complessivi (confronto Campania resto d'Italia)

	Consumi pro capite	Variazione Consumi %			
		2008	2009	2010 (E)	2011 (E)
Campania	11.568	-2,4	-3,3	0,0	0,9
Nord-ovest	17.526	-1,4	-1,8	0,5	1,1
Nord-est	17.761	-0,8	-0,1	0,5	1
Centro	16.525	0	-2,2	0,6	1,1
Mezzogiorno	12.039	-1,4	-3,2	0,1	0,8
Italia	15.454	-1,0	-1,9	0,4	1,0

Fonte: dati Ufficio Studi Confcommercio su dati Istat

La fine dell'anno 2010 ed i primi mesi dell'anno 2011 registrano un lieve recupero in termini di ottimismo da parte delle famiglie e una leggera ripresa di tono dei consumi.

Tuttavia, le variazioni sono tali da essere quasi impercettibili; soprattutto non è percepibile nessun sostanziale cambio di scenario, nessuna vera spinta propulsiva che porti ad un incremento vero dei consumi, neanche in prospettiva.

Quanto appena riportato trova conferma nell'andamento delle vendite LCC nella GDO relative al V bimestre 2010 - fonte: Centro Studi Unioncamere; documento n. 41, dicembre 2010 - che, infatti, fa registrare anno su anno:

- ✓ per quanto alle macro aree Nord Ovest, Nord Est e Centro, solo i rispettivi incrementi del 1,4%, 2% e 0,8%, compensati, peraltro, in parte dalla riduzione registrata sul versante prezzi dell'0,8% per le macro aree Nord Ovest e Centro (+ 0,8%, invece, per la macro area Nord Est);
- ✓ per quanto alla macro area Sud e Isole, l'incremento dello 0,1% a fronte della riduzione rilevata sul versante prezzi dello 0,5%.

Il tutto come riportato nella tabella che segue:

Tabella 4 - Vendite LCC nella GDO - Aree geografiche(1)(2)
Var. % sul corrispondente periodo dell'anno precedente (3)

	V BIMESTRE 2010			
	NORD-OVEST	NORD-EST	CENTRO	SUD E ISOLE
VOLUMI - DI CUI	2.2	2.3	1.6	0.5
A RETE OMOGENEA	0.2	1.0	1.3	-1.5
DA ESPANSIONE	2.0	1.3	0.3	2.0
RETE				
PREZZI	-0.8	0.3	-0.8	-0.5
FATTURATO	1.4	2.0	0.8	0.1

(1) Ipermercati e Supermercati

(2) Include i reparti: drogheria alimentare, bevande, freddo, fresco, cura degli animali, cura della casa e cura della persona

(3) Aumentando il numero delle osservazioni disponibili, la procedura di destagionalizzazione può produrre, nel corso del tempo, lievi modifiche nei valori storici già pubblicati

Fonte: Elaborazioni Centro Studi Unioncamere su dati Indagini di Mercato

In regresso addirittura il dato relativo alla Campania, dove la dinamica scende al -7,8% tendenziale e la caduta riflette gli andamenti negativi sia dei prodotti della LCC che di quelli degli altri reparti non alimentari.

2.3 Il "ramo di azienda" oggetto di valutazione

L'azienda oggetto di valutazione è costituita dal supermercato autonomo e non inserito in Centro Commerciale sito in Capua (CE), alla Via Villa Vella n. 3, operante nel settore del commercio al dettaglio di prodotti alimentari e non (47.11.20).

Più in particolare, l'attività svolta dal "ramo aziendale" è la gestione di un punto vendita al dettaglio operante nel settore alimentare e non, organizzato prevalentemente a *libero servizio* e con pagamento dei clienti all'uscita dei locali.

L'immobile in cui viene esercitata l'attività ha una superficie complessiva di mq. 860, di cui 500 destinati alla vendita di beni alimentari e 360 destinati alla vendita di beni non alimentari, ed è censito al catasto urbano di Capua (CE) al foglio n.43, p.lla 339, sub 76 di proprietà della Catone S.p.A. con sede in Fontevivo (PR) alla Via Stoccolma 2/4.

Lo stesso è di proprietà della società *Catone S.p.A.* ed era detenuto in locazione dalla *Cavamarket S.p.A.*. Il contratto risulta risolto per inadempimento della società conduttrice.

Con contratto in data 27 maggio 2010 il "ramo di azienda" oggetto di valutazione - insieme ad altri "rami" - veniva dalla *Cavamarket S.p.A.* concesso in fitto alla società *2 C S.p.A.*, che provvedeva a stipulare nuovo contratto di locazione per il periodo 01/07/2010 - 30/06/2016, con rinnovo automatico alla scadenza per uguale periodo di sei anni, per un canone annuo di € 142.284,00 (centoquarantaduemiladuecentottantaquattro/00), oltre IVA, e aggiornamento automatico dello stesso di anno in anno, senza preventiva richiesta del locatore, nella misura della variazione ISTAT dei prezzi al consumo per le famiglie di operai ed impiegati.

Il nuovo contratto, stipulato il 28 giugno 2010, è stato registrato a Caserta il giorno 8 luglio 2010 al n.1602.

Con atto di citazione notificato in data 1 ottobre 2010, la Curatela del fallimento *Cavamarket S.p.A. - in liquidazione*, ha chiesto, fra l'altro, "*l'immediata riconsegna dei compendi aziendali*" concessi in fitto con il contratto in data 27 maggio 2010 - tra i quali il supermercato oggetto di valutazione - "*con subentro ex art. 2558 c.c. nei contratti di locazione degli immobili che, nelle more, la DUE C dovesse aver stipulato con i proprietari dei locali ove sono svolte le attività commerciali, nonché nei contratti di fornitura di beni e servizi funzionali all'esercizio provvisorio dell'impresa*".

Con atto in data 14 marzo 2011 per notar Stefano Fazzari - repertorio n. 16932, raccolta n. 3559 - la Curatela del fallimento *Cavamarket S.p.A. in liquidazione* e *2 C S.p.A.* hanno consensualmente risolto il contratto di affitto di rami di azienda del 27 maggio 2010 con consequenziale retrocessione alla Curatela, con effetto dal 1 marzo 2011, dei punti vendita acquisiti in detenzione dalla *2C S.p.A.* in virtù di detto contratto di affitto. Pertanto, dal giorno 1 marzo 2011, il supermercato oggetto di valutazione è stato acquisito dalla Curatela.

Come risulta dalla documentazione consegnata in copia dal Curatore:

- ✓ l'attività è iniziata in data 25 settembre 2008 ed è svolta in forza di autorizzazione amministrativa n. prot.16846 del 06/08/2010 (già da autorizzazione n.1004 del 02/10/1997, rilasciata dal Comune di Capua per una superficie di vendita pari a mq 860); di autorizzazione sanitaria prot. 16847 del 06/08/2010 (già aut. n.51 del 22/07/1997 e n.89 del 18/05/1995); C.P.I. n.18729 del 27/09/2010 (già n.18729 del 08/08/2009) - rilasciato dall'autorità competente a seguito di voltura del precedente;
- ✓ alla data di apertura della procedura fallimentare nel supermercato erano occupati n. 15 dipendenti di cui 12 a tempo pieno e 3 part-time;
- ✓ l'attuale organico è composto da n. 14 dipendenti di cui 12 a tempo pieno e 2 part-time;
- ✓ negli anni 2008, 2009 e 2010 (dati al 30/04/2010) il fatturato netto del supermercato è stato dei rispettivi importi di € 3.152.063,31, di € 3.845.395,08 e di € 912.782,08;
- ✓ il supermercato è dotato degli impianti e delle attrezzature descritti nell'inventario allegato. Quest'ultimo comprende, oltre ai beni di proprietà, anche quelli detenuti in forza di contratti di locazione finanziaria.

Il "ramo di azienda oggetto di valutazione in sintesi:

- ✓ supermercato operante nel settore alimentare, organizzato prevalentemente a *libero servizio*
- ✓ esercizio ubicato in immobile condotto in locazione;
durata del contratto: 01/07/2010 - 30/06/2016
- ✓ superficie dei locali destinati alla vendita mq. 860
- ✓ fatturato medio annuale, netto Iva € 3.390.103,02
- ✓ personale dipendente alla data di apertura del fallimento n. 15
- ✓ pianta organica attuale n. 14
- ✓ canone locazione annuo immobile oltre iva € 142.284,00
- ✓ valore impianti, macchinari e attrezzature da inventario € 145.605,00
- *comprensivo di beni in locazione finanziaria-*

3. I metodi di valutazione

3.1 Cenni metodologici

La teoria e la pratica finanziaria hanno individuato quattro classi di metodi per la valutazione delle aziende, che presentano caratteristiche metodologiche ed applicative diverse, tali da renderli

differentemente applicabili alla realtà concreta. Per questa ragione sembra opportuno procedere ad una sintetica esposizione di ognuno di essi.

I **metodi finanziari** considerano l'azienda come un qualsiasi investimento e, al fine di determinarne il valore, utilizzano i medesimi criteri che sono alla base dell'analisi economica degli investimenti. Per la loro pratica applicazione, tali metodi richiedono un'accurata previsione non solo dei risultati economici futuri, ma anche delle politiche di investimento e di finanziamento che si intendono perseguire.

La relazione di riferimento del metodo finanziario è la seguente:

$$W = \sum_1^n \frac{FCi}{(1+K)^i} + \frac{TV}{(1+rf)^n}$$

dove:

W = valore del capitale economico;

FCi = flussi monetari complessivi netti disponibili

TV = valore finale dell'impresa

K = tasso di attualizzazione calcolato in funzione del rischio d'impresa

rf = tasso di rendimento di investimenti privi di rischio

In diversi termini, l'approccio finanziario si basa sull'attualizzazione dei flussi monetari che si renderanno disponibili in ragione di uno specifico piano operativo e finanziario.

Tale impostazione è, quindi, di limitata validità generale, in quanto è ancorata alle prospettive e alle scelte del soggetto che intende realizzare il programma di gestione.

Con i metodi finanziari sarebbe, al limite, possibile determinare il "prezzo" che una delle parti potrebbe ritenere adeguato, in ragione della propria posizione e dei suoi specifici interessi.

In definitiva, l'approccio finanziario al problema della valutazione d'azienda non risulta percorribile nel caso di specie in quanto l'ottica che occorre privilegiare in questa sede è quella dell'azienda, in sé considerata, a prescindere dai soggetti che ne detengono la proprietà, che aspirano ad acquisirla o la amministrano.

I **metodi reddituali** determinano il capitale economico di un'azienda sulla base del presunto valore assegnato ai redditi attesi, ossia in funzione della capacità di reddito dell'azienda.

La formula su cui poggiano tali metodi è la seguente:

$$W = \sum_1^n \frac{Ri}{(1+K)^i} + \frac{TV}{(1+rf)^n}$$

dove:

W = valore del capitale economico;

Ri = reddito producibile dall'impresa;

TV = valore finale dell'impresa all'anno n
K = tasso di attualizzazione calcolato in funzione del rischio d'impresa
rf = tasso di rendimento di investimenti privi di rischio

Prescindendo da una disamina approfondita delle diverse configurazioni e varianti alle quali la formula principale può essere sottoposta, il metodo reddituale maggiormente utilizzato nella pratica e, al tempo stesso, raccomandato dall'UEC (*Union Européenne des Experts Comptables Economiques et Financiers*) è quello *puro*.

Tale procedimento comporta la capitalizzazione, ad un tasso di interesse prefissato, del reddito medio futuro atteso prodotto dall'azienda.

Di solito, viene assunto a fondamento dell'analisi il reddito medio calcolato tra quello degli ultimi 3 o 4 esercizi e quello risultanti dai piani economici aziendali.

Il metodo reddituale puro, pertanto, fa riferimento ad un parametro reddituale unico, normale e costante nel tempo, sintetizzabile nella seguente espressione matematica:

$$W = \frac{R}{K}$$

dove:

W = il valore del capitale economico;
R = il reddito normale atteso;
K = il tasso di attualizzazione.

Nella maggior parte dei casi, appare preferibile supporre una durata indefinita, sia perché in questo modo si elimina il problema di determinare analiticamente gli n redditi da attualizzare, operazione non sempre agevole, sia perché per un numero di anni piuttosto elevato la differenza tra le due procedure di determinazione del valore attuale diviene di scarso rilievo.

I **metodi patrimoniali** si fondano sul principio secondo il quale il valore dell'azienda è rappresentato dal suo patrimonio netto rettificato, calcolato come differenza tra i valori correnti delle singole poste dell'attivo e del passivo, espressi alla data della valutazione. Quale che sia la metodologia patrimoniale utilizzata, tutti gli elementi passivi concorrono sempre alla formazione del giudizio di valutazione. Diversamente, le tipologie di beni incluse nell'attivo patrimoniale variano in funzione della specifica configurazione di criterio patrimoniale utilizzata.

In proposito, vi sono tre alternative:

1. il metodo patrimoniale semplice;
2. il metodo patrimoniale complesso di primo grado;
3. il metodo patrimoniale complesso di secondo grado.

Il metodo patrimoniale semplice perviene alla stima del patrimonio netto rettificato facendo esclusivo riferimento a tutti i beni oggetto di rilevazione contabile, ossia a tutti i beni materiali e immateriali che la normativa vigente impone di iscrivere nell'attivo dello stato patrimoniale.

Il metodo patrimoniale complesso di primo grado amplia l'orizzonte di analisi, in quanto include nel processo di valutazione anche i beni immateriali non iscritti in contabilità ma dotati di un valore di mercato.

La dottrina definisce tali beni:

- a) *strutturali*, con riferimento al capitale umano, alle licenze e alla tecnologia;
- b) *non strutturali*, con riferimento all'insegna (nel caso di aziende commerciali).

La valutazione degli stessi, in ogni caso, offre una gamma di valori molto diversi per una stessa tipologia di bene e, pertanto, richiede un'attenta ponderazione nella scelta del più corretto valore attribuibile.

Infine, i metodi patrimoniali complessi di secondo grado includono nella valutazione degli elementi attivi i beni immateriali che, pur non essendo contabilizzati e dotati di un valore di mercato autonomo, concorrono a determinare il valore complessivo dell'azienda.

In sostanza, la distinzione tra i tre metodi deriva dal diverso grado di apprezzamento dei cosiddetti beni immateriali non contabilizzati: del tutto tralasciati nel metodo patrimoniale semplice, ampiamente considerati nei metodi patrimoniali complessi di primo e di secondo grado.

In estrema sintesi, se si indica con **A'** il valore corrente delle attività (variabile in funzione del criterio patrimoniale prescelto), con **P'** il valore corrente delle passività (comprensivo delle eventuali passività potenziali, quali i debiti di imposta su plusvalenze contabilmente inesprese) e con **PN** il valore del Patrimonio Netto Rettificato, si ottiene:

$$\mathbf{PN = A' - P'}$$

Come è naturale tale metodo si rivela adeguato per la valutazione di imprese che hanno nella dotazione patrimoniale il loro asset strategico (holding finanziarie, imprese per la gestione di reti e infrastrutture, etc.).

I **metodi misti patrimoniali-reddituali** rappresentano un soddisfacente compromesso tra i metodi patrimoniali e quelli reddituali. In particolare, tali metodi riescono a coniugare le esigenze di obiettività e verificabilità, proprie della valutazione patrimoniale, e quelle di razionalità, espresse dall'apprezzamento delle attese dei flussi reddituali e dei relativi rischi.

Nei metodi misti, il valore desunto dal reddito medio prospettico e il valore del patrimonio netto rettificato concorrono, a diversi livelli di ponderazione, alla determinazione del capitale economico.

Tra i metodi in questione, il più utilizzato è quello noto come “*misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell’avviamento*”.

Secondo tale criterio il fatto che un’azienda dia un reddito non basta a qualificarla come “ben avviata”. Infatti, solo se il reddito supera la normale remunerazione del capitale, l’impresa presenta un avviamento positivo. Viceversa, quando il flusso di reddito risulta inferiore rispetto alla normale remunerazione del capitale investito, l’impresa presenta un avviamento negativo.

Tale metodologia si basa sulla seguente formula (approccio *equity side*):

$$W = PN + (R - Ke \times PN) \times a_{n|i}$$

dove

W = valore economico dell’azienda;

PN = patrimonio netto rettificato;

R = reddito medio–normale atteso;

Ke = rendimento giudicato soddisfacente per il tipo di investimento;

$a_{n|i}$ = fattore di attualizzazione di una rendita temporanea posticipata di periodicità n al tasso i.

I parametri PN ed R vengono calcolati con le modalità indicate per i criteri patrimoniale e reddituale esposti in precedenza.

Il tasso Ke, come già detto, è il tasso di remunerazione giudicato soddisfacente per il settore considerato e, spesso, viene fatto coincidere con il tasso utilizzato nel metodo reddituale. Tale tasso è inversamente proporzionale all’avviamento, in quanto tanto maggiore sarà la valutazione dell’indice di remunerazione del capitale, tanto minore risulterà l’avviamento¹.

Il tasso i rappresenta il saggio di attualizzazione del differenziale di reddito rispetto a quello giudicato normale e può essere determinato prendendo a riferimento il tasso di remunerazione privo di rischio. In talune circostanze, tale indice per tenere conto del diverso grado di incertezza che la singola azienda deve sostenere per realizzare un surplus di reddito, potrebbe essere incrementato di 1-3 punti percentuali.

Il parametro n è fissato solitamente come un periodo di durata limitata, nell’ipotesi che il differenziale di redditività tende ad assorbirsi in un arco di tempo limitato. Ciò in quanto le condizioni di produzione del sovrareddito saranno erose dalla dinamica competitiva. Secondo dottrina e prassi prevalente, tale parametro n è compreso tra i 2 ed gli 8 anni ed è tanto maggiore quanto maggiore è la redditività e la stabilità settoriale rispetto a quella normale.

¹ La pratica finanziaria utilizza per la valutazione di tale componente, l’approccio del Capital Asset Pricing Model, che stima il costo dei mezzi propri in considerazione del rischio dell’iniziativa. Cfr. Guatri L., Bini M., *Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende*, UBE, Milano, 2005

3.2 Il metodo valutativo applicato

In ragione delle caratteristiche organizzative attuali e dei correlati profili economico-finanziari della impresa oggetto di valutazione, il metodo valutativo che si è ritenuto di applicare in specie è quello reddituale nella prospettiva *asset side* (2), che perviene alla quantificazione del valore degli *asset* aziendali mediante l'attualizzazione dei redditi operativi che l'impresa è in grado di generare nel tempo.

L'applicazione di tale metodo sembra senz'altro corretta, poiché, nel caso specifico, oggetto del trasferimento a terzi da parte della Curatela fallimentare è soltanto l'attivo del punto di vendita, ma non anche la relativa debitoria, che, invece, sarà estinta dalla stessa Curatela.

In ogni caso, anche laddove ci fossero debiti da trasferire, nessuna difficoltà si pone alla possibilità di sottrarre dal valore degli *asset* aziendali il valore degli eventuali debiti in essere.

In relazione ai risultati, il processo di valutazione metterà in luce valori economici del capitale e non valori potenziali, rintracciando e ricostruendo in ragione di alcune variabili chiave (livello di fatturato) le potenzialità economiche in atto.

Difatti, stante la particolare situazione del "ramo di azienda" oggetto di valutazione e la difficoltà di immaginare strategie adottabili e sinergie acquisibili dal nuovo entrante, soprattutto nel lungo termine, è da ritenersi praticamente impossibile spingere la valutazione su dati riferiti al futuro e, quindi, carenti di verifica storica.

Pertanto, la valutazione è stata condotta sulla base di risultati storici aziendali (fatturato) e di risultati medi di settore già acquisiti.

Il metodo è stato applicato nella forma della rendita perpetua, equilibrando la scelta della durata indefinita con un tasso di capitalizzazione coerente con tale durata. E' stato, quindi, applicato attualizzando a quel tasso di sconto il reddito operativo che mediamente l'impresa potrà produrre nel tempo futuro. E ciò secondo la seguente relazione [1]:

$$W = \frac{RO}{K} - D$$

dove:

W = valore economico dell'attivo aziendale;

RO = reddito operativo;

K = tasso di sconto, pari al costo dei capitali;

D = eventuali debiti

Pertanto, è stato necessario stimare anzitutto il reddito operativo medio che l'impresa potrà produrre in normali condizioni di gestione.

² Cfr. Guatri L.– Bini M., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, UBE, Milano, 2005, pag. 534 e segg.

Tenuto conto delle particolari condizioni operative in cui l'azienda attualmente si trova e dell'impossibilità - per la mancanza di una gestione ordinaria in capo alla medesima - di fare previsioni attendibili sul possibile futuro dell'impresa e, dunque, sulle strategie adottabili e sui relativi risultati, la stima è stata condotta con riferimento a dati medi di settore.

Pertanto, la quantificazione del reddito operativo medio normale producibile è stata operata assumendo a riferimento il fatturato medio - determinato con le modalità oltre indicate - del supermercato oggetto di valutazione e applicando allo stesso i coefficienti medi di redditività tratti da aziende simili che operano nel settore distributivo della Regione Campania.

Nell'attuale condizione giuridica dell'azienda e nell'impossibilità di avanzare previsioni sui futuri andamenti del livello delle vendite, il fatturato realizzato costituisce, infatti, l'unico dato ragionevole da poter utilizzare. In questo modo, da un lato, si tende a riconoscere al "ramo di azienda" un valore di "avviamento" in ragione del livello di fatturato raggiunto, espressivo, in particolare, della quota di mercato conquistata e, dunque, del particolare rapporto costruito con il cliente; e, dall'altro, per effetto dell'utilizzo di coefficienti di redditività medi di settore, non si penalizza eccessivamente l'impresa rispetto all'attuale fase di transizione, in cui la struttura dei costi è certamente non pienamente efficiente.

In questa prospettiva, è riconosciuto all'impresa la redditività che un operatore della distribuzione riuscirebbe ad ottenere in normali condizioni di capacità imprenditoriali e di situazioni operative. Pertanto, preso a riferimento la media dei fatturati realizzati, come espressione della acquisita potenzialità di mercato dell'azienda, la capacità reddituale è stata stimata applicando al dato medio del fatturato un coefficiente medio di redditività delle vendite (*ROS - Return on Sales*), rilevato su un campione di imprese comparabili.

A tal fine, dalla banca dati *AIDA* del *Bureau van Dijk* - che cataloga i dati economico-finanziari di circa un milione di imprese italiane - è stato selezionato un campione di imprese distributive con le seguenti caratteristiche:

Codice ATECO 2007: 471120 (supermercati); Localizzazione: Campania; Forma giuridica: società di capitale; Limite minimo e massimo di fatturato: 1 mln - 6 mln Arco temporale: 2004-2009

Il campione annuale risulta essere costituito mediamente da 140 imprese distributive, che, per caratteristiche di attività, localizzazione e quota di mercato, sono ragionevolmente comparabili con quella oggetto di valutazione.

L'aggregazione del campione, per un intervallo temporale di 6 anni (2009-2004) ha prodotto i seguenti dati reddituali medi:

Tabella 5 - Indicatori reddituali medi per un campione di 140 imprese distributive (intervallo temporale 2004-2009)

Indicatore	Valore medio per il periodo 2004-2009
RONA ³	12,90%
ROS	1,76%
ROI	4,30%
Tasso di rotazione del capitale	2,40
Costo del lavoro/fatturato	8,00%

Utilizzando il ROS (*Return on Sales*) si è pervenuti alla stima del possibile reddito operativo medio in ipotesi di normale funzionamento dell'azienda e secondo condizioni operative né particolarmente negative né ottimistiche, ma allineate alle condizioni di settore.

In particolare, il risultato è stato ottenuto moltiplicando il ROS, rilevato per il campione analizzato, per il fatturato medio raggiunto dal punto di vendita*.

Il dato così ottenuto è stato depurato dell'incidenza del prelievo fiscale, quantificato in ragione delle vigenti aliquote impositive e delle altre variabili riportate nella tabella che segue.

Tabella 6 - Riepilogo delle variabili economiche utili alla stima dei flussi di reddito attesi

Periodo considerato	
Fatturato medio (A)	3.390.103,02
Margine operativo/valore della produzione (ROS) (B)	1,76%
Costo del personale/valore della produzione (C)	8,0%
Aliquota IRAP (D)	4,97%
Aliquota IRES (E)	27,5%
Reddito operativo medio atteso (A×B)	59.665,81
Costo del lavoro (C×A)	271.208,24

Depurato il reddito operativo medio dell'incidenza del prelievo fiscale, si è ottenuto, come riportato in Tabella 7, il reddito operativo netto medio annuo atteso.

³ Il RONA (Return on Net Assets) esprime il tasso di redditività del capitale finanziario investito, dato dal capitale totale al netto delle passività non finanziarie (Debiti commerciali, fondi per il personale etc.). Cfr. Bubbio A., *Il sistema degli indici di bilancio e i flussi finanziari*, ISEDI, Torino, 2000, pag. 41-42.

* Per la determinazione del fatturato medio (A) si è proceduto alla somma dei fatturati annui del punto vendita per gli esercizi 2008 e 2009 e del fatturato al 30/04 per l'esercizio 2010 (ultimo dato disponibile). Il risultato ottenuto è stato poi diviso per il numero complessivo dei mesi di attività e, successivamente, moltiplicato per 12 al fine di ottenere il fatturato rapportato all'anno

Tabella 7 – Riepilogo per il calcolo del reddito operativo netto medio annuo atteso

Reddito operativo medio atteso (F)	59.665,81
Costo del lavoro (G)	271.208,24
Deduzione forfettaria (H)	126.960,00
Contributi dipendenti a carico dell'azienda (I)	62.586,52
Prelievo IRAP (F+G-H-I) ×D	7.023,98
Prelievo IRES (F×E)	16.408,10
Reddito operativo netto medio annuo (F – IRAP – IRES)	36.233,74

Per l'applicazione della relazione [1] è stato necessario individuare, oltre al reddito operativo netto, un opportuno tasso di attualizzazione.

A tal proposito, è utile sottolineare che il tasso di attualizzazione costituisce il tasso di rendimento (al netto delle imposte) a cui un investitore aspira, allorché decida di entrare nello specifico settore di riferimento, nel caso di specie nel settore della distribuzione commerciale. Tale rendimento è determinato dalla somma di due quantità:

- ✓ una remunerazione per attività prive di rischio, quale rappresentazione del rendimento a cui l'investitore avrebbe diritto laddove l'attività economica in cui investe fosse appunto priva di rischio. Tale tasso è approssimato dal rendimento netto dei titoli di Stato con scadenza omogenea con i flussi da attualizzare;
- ✓ un premio per il rischio imprenditoriale. Tale quantità rappresenta la remunerazione aggiuntiva, a quella individuata nel punto precedente, che ricompensa l'investitore per il rischio che egli deve sopportare operando nel settore distributivo.

Il riferimento per il calcolo del tasso di attualizzazione è la teoria del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), che costituisce indubbiamente il modello maggiormente utilizzato sia nel mondo accademico che operativo per i processi di valutazione degli investimenti.

Secondo tale modello, il costo del capitale è pari:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) \quad [2]$$

dove:

- Ke = costo del capitale
- Rf = rendimento di attività prive di rischio
- β = coefficiente di rischio sistematico
- (Rm – Rf) = premio medio per il rischio di mercato

Vale subito osservare che rispetto alla specifica valutazione che si sta compiendo, e in particolare perché si tratta di rami di azienda privi di debiti, il costo del capitale che è stato determinato è il corrispondente costo del capitale di una impresa non indebitata.

Conseguentemente, il rischio che è stato riflesso nel coefficiente β è unicamente quello operativo, ma non anche quello finanziario.

Il rendimento di attività prive di rischio, è stato individuato con riferimento ai BTP con vita residua trentennale, in linea con il periodo temporale della produzione dei flussi di reddito. Questi, nel corso del 2010 hanno avuto un rendimento lordo pari al 4,924⁴%, che al netto della vigente ritenuta fiscale corrisponde a un rendimento netto annuo del 4,3085%.

A questo rendimento minimo è stata aggiunta la remunerazione per il rischio insito nell'attività distributiva.

A tale fine è da considerare che per la sua caratteristica anticiclica, il settore distributivo presenta una volatilità dei risultati generalmente contenuta. Per la determinazione del coefficiente di rischio - da riflettere nel calcolo del *costo del capitale* - mancano, però, riferimenti diretti ad imprese quotate e, pertanto, non è stato possibile, individuare un c.d. *regression beta*⁵.

Si è proceduto, allora, alla individuazione di una misura di rischio sulla base dei dati contabili, operando, cioè un processo di regressione del ROI medio del campione di imprese distributive di cui si è detto, sul ROI medio delle imprese quotate presso la *Borsa Valori italiana* - Tab. 8.

Tab. 8 – ROI aggregato per il campione di imprese del settore distributivo e per le imprese quotate presso la Borsa Valori Italiana.

	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Settore distributivo	3,7%	2,64%	4,17%	4,64%	5,71%	4,74%
Società quotate	2,23%	2,31%	3,62%	4,42%	3,54%	4,06%

Fonte: banca dati Aida: www.bvdep.it

Questo procedimento ha consentito di individuare un indicatore di rischio, un beta contabile, pari a circa 0,87, che esprime la volatilità del rendimento delle attività investite nel settore distributivo, rispetto al rendimento delle attività investite in un portafoglio ben diversificato, rappresentato in specie dall'insieme delle società quotate presso la Borsa italiana. In particolare, un indicatore pari a 0,87 significa che le attività distributive, come era da aspettarsi, sono meno volatili e, quindi, meno rischiose rispetto al mercato più generale.

Va considerato, peraltro, che *Damodaran* calcola il *beta* delle attività operative di un campione di imprese distributive europee e lo trova pari a 0,42⁶, molto al di sotto di quello appena calcolato con la procedura utilizzata.

⁴ Cfr. Banca d'Italia, Statistiche monetarie, creditizie e finanziarie

⁵ Cfr. Damodaran A., *Finanza Aziendale*, Apogeo, Milano, 2000, pag. 99 e segg

⁶ Cfr. Damodaran A., *Levered and Unlevered Betas by Industry (Europe)*

Tuttavia, tenuto conto che il dato calcolato da *Damodaran* si riferisce a grandi imprese quotate presso i mercati finanziari europei, deve ritenersi più adeguato utilizzare il dato individuato con la procedura descritta sopra, poiché meglio consente di considerare, come ampiamente confermato in letteratura, la maggiore rischiosità delle imprese di piccole dimensioni rispetto alle grandi, nonché le specificità di contesto.

L'ultima grandezza, infine, e cioè il premio medio per il rischio di mercato, è stata determinata nella misura del 5,077% , corrispondente all'extra rendimento generato per un arco temporale sufficientemente lungo dal mercato azionario italiano rispetto ai titoli di Stato con scadenza medio-lunga.

Quindi, applicando la relazione [2], il *costo opportunità del capitale proprio* è stato determinato nella misura del 8,72%, come di seguito riportato:

$$K_e = 4,31\% + 0,87 \times 5,07\% = 8,72\%$$

Il costo del capitale così determinato rappresenta, dunque, il rendimento mediamente atteso da un investitore che entri nel settore distributivo, esercitando l'attività commerciale secondo caratteri dimensionali e geografici simili a quelli dell'impresa oggetto di valutazione.

In specie, è stato però riscontrato un elemento di irrigidimento della struttura dei costi che l'impresa deve sopportare nel lungo periodo, riflesso nel tasso calcolato con le modalità appena indicate.

Infatti, l'esercizio oggetto di valutazione presenta un peso dei canoni di locazione pari a 4,2% del fatturato, ben al di sopra di quello medio registrato a livello nazionale, che, per la distribuzione *food*, si aggira intorno al 2,5%, e per il non *food (grocery)* al 4/4,5%⁸.

Considerando inoltre che il supermercato di cui si tratta opera con larga prevalenza nel settore *food*, si è ritenuto necessario procedere alla correzione del *costo del capitale* incrementandolo di 1 punto percentuale elevandolo, quindi, al 9,72%, così come riportato nella tabella 9,

Tab. 9 – Range e percentuali del fattore correttivo

Incidenza canone locazione su fatturato	Coefficiente di correzione
da 3,00%-3,49%	0,05%
da 3,50%-4,49%	0,10%
da 4,50%-5,49%	0,015%
da 5,50%-6,49%	0,020%
da 6,50%-7,49%	0,025%
da 7,50%-8,49%	0,030%
oltre 8,50%	0,035%

⁷ Cfr. Dimson P.M., "Staunton M., Risk and return in the 20th and 21th centuries", in *Business Strategy Review*, vol. 11, n. 2, 2000, pag.8. Il dato fornito è coerente con quello presente nella Relazione Annuale della Banca d'Italia, che assegna per il 2009, ultimo anno disponibile, un premio al rischio azionario pari al 5,7%.

⁸ G. Turola, *Manuale di stima immobiliare*, Il Sole 24 Ore, 2008

4. Il valore del “ramo di azienda” oggetto di valutazione

Risultando di €36.233,74 il *reddito operativo netto*, la quantificazione nella misura del 9,72% del *tasso rappresentativo del costo del capitale* comporta che il valore del supermercato oggetto di valutazione è individuabile in € 372.631,30, come sinteticamente esposto nella seguente tabella di riepilogo:

Tabella 10 – Calcolo del valore economico del punto di vendita

Reddito operativo netto	36.233,74
Costo del capitale	9,72%
Valore complessivo d'azienda	372.631,30

5. Conclusioni

Preso atto delle risultanze della documentazione fornita dalla Curatela del Fallimento *Cavamarket S.p.A. - in liquidazione*; tenuto conto dello stato, delle particolari condizioni operative e del correlato profilo economico-finanziario del “ramo di azienda” in considerazione, lo scrivente C.T. ha ritenuto corretto procedere alla valutazione applicando il *metodo reddituale* in prospettiva *asset side* e nella forma della *rendita perpetua* ed operando la stima con riferimento a dati medi di settore.

I dati medi di settore sono stati rilevati da un campione annuale costituito mediamente da 140 imprese distributive che per caratteristiche di attività, localizzazione e quote di mercato sono apparse comparabili con quella oggetto di valutazione.

La scelta della durata indefinita della rendita è stata equilibrata con un tasso di capitalizzazione coerente con tale durata.

Essendo stata riscontrata un'incidenza dei canoni di locazione sul fatturato superiore a quella media di settore, che in specie si traduce in elemento di irrigidimento della struttura dei costi che l'impresa deve sopportare nel lungo periodo, il *costo opportunità del capitale proprio* è stato rettificato, elevandolo al 9,72%.

In forza del metodo valutativo che si è ritenuto corretto applicare e della correzione applicata al *costo opportunità del capitale proprio*, al ramo di azienda costituito dal supermercato in Capua (CE), Via Villa Vella 3, è attribuibile il valore di € 372.000.

Salerno, 5 aprile 2011.

Il Consulente Tecnico
(dott. Adriano Barbarisi)

Allegato 1

1. Planimetria punto vendita
2. Contratto di fitto di azienda del 27/05/2010 stipulato dalle società *Cavamarket S.p.A. e 2 C S.p.A.*
3. Contratto di Locazione tra Catone S.p.a. e 2C S.p.a. del 28/06/2010 registrato a Caserta il 08/07/2010 al n.1602;
4. Atto di citazione notificato in data 01/10/2010 dalla Curatela del fallimento *Cavamarket S.p.A. – in liquidazione* alla società *2 C S.p.A.*
5. Certificato di Atto di risoluzione consensuale di contratto di affitto di ramo d'azienda del 14 marzo 2011, rep. n. 16932, racc. n. 3559
6. Autorizzazione Amministrativa n.1004 prot.16846 del 06/08/2010 (già da autorizzazione n.1004 del 02/10/1997, rilasciata dal Comune di Capua per una superficie di vendita pari a mq 860)
7. Autorizzazione sanitaria prot. 16847 del 06/08/2010 (già aut. n.51 del 22/07/1997 e n.89 del 18/05/1995)
8. C.P.I. n.18729 del 20/09/2010 (già n.18729 del 08/08/2009) - rilasciato dall'autorità competente a seguito di voltura del precedente n.3380 prot.117127 del 12/08/2010 già da autorizzazione n.3380 del 26/09/2008
9. Elenco dipendenti
10. Elaborato portante fatturato punto vendita
11. Inventario alla data di apertura del fallimento
12. Verbale di accesso per redazione d'inventario redatto in data 30 marzo 2011

Salerno, 5 aprile 2011.

Il Consulente Tecnico
(dott. Adriano Barbarisi)