

Tribunale Civile e Penale di Salerno

Sezione Fallimentare

- Fallimento n. 19/2010 – Supermercati Apolucani S.r.l.
- Giudice Delegato: Dott. Giorgio Jachia
- Curatore fallimentare: Dott. Antonio Morese

Relazione di stima del valore dell’Azienda

Supermercato “Alvi Discount” sito in Foggia via Marinaccio 68-70-72

A cura del Dott. Aldo Perriello

Sommario

Sommario	2
1 PREMESSA	3
1.1 OGGETTO DELL' INCARICO	3
1.2 OBIETTIVI DELLA VALUTAZIONE	3
1.2.1 Valore delle Autorizzazioni commerciali	3
2 L'IMPRESA ED IL SETTORE	5
2.1 NOTIZIE STORICHE E ATTIVITA' SOCIALE	5
2.1.2 Informazioni generali sull'impresa	5
2.1.3 Profilo della Società proprietaria	5
2.1.4 Notizie sul ramo aziendale oggetto di valutazione	6
2.1.5 Attività svolta dal ramo aziendale	8
2.1.6 Struttura organizzativa del ramo aziendale	8
2.2 Struttura del mercato	9
2.2.1 Caratteristiche e dimensioni del mercato	9
2.2.2 Andamento storico e previsioni	9
2.2.3 Consumatori finali e loro comportamento di acquisto	10
2.2.2 Analisi della concorrenza	11
3 DOCUMENTI, DATI E FONTI UTILIZZATE	12
4 SCHEMA DI LAVORO SEGUITO	13
5 Metodo principale di valutazione: capitalizzazione del reddito	13
5.1 Criteri di calcolo delle variabili inserite nella formula	15
5.1.1 Reddito medio prospettico (<i>R</i>)	15
5.1.2 Tasso di attualizzazione (<i>i</i>)	17
6 Metodologia di controllo	20
6.1 Metodo diretto della percentuale sul fatturato	21
7 VALORE FINALE E CONCLUSIONI	23
ALLEGATI	24

1 PREMESSA

1.1 OGGETTO DELL' INCARICO

Il sottoscritto Dott. Aldo Perriello, dottore commercialista iscritto al n. 609 sez. A dell'Ordine dei dottori commercialisti ed esperti contabili di Salerno, ha ricevuto in data 02/04/2010, dalla Curatela del Fallimento Supermercati Apolucani S.r.l., l'incarico di procedere alla valutazione di un ramo aziendale di sua proprietà costituito da un supermercato sito nel comune di Foggia alla via Marinaccio 68-70-72.

1.2 OBIETTIVI DELLA VALUTAZIONE

La valutazione è diretta ad accertare il valore del ramo aziendale, nell'ipotesi di cessione, comprensivo dell'avviamento, in particolare della parte di esso insito nel possesso dell'autorizzazione commerciale, al fine di avere un valore di riferimento nelle trattative con potenziali acquirenti.

Scopo del lavoro è, quindi, quello di determinare il valore di mercato del predetto supermercato di Foggia, intendendo per esso il prezzo ottenibile in una libera contrattazione fra parti consapevoli e disponibili, nel presupposto che si disponga di un congruo lasso di tempo per lo svolgimento delle trattative e la chiusura dell'accordo.

1.2.1 Valore delle Autorizzazioni commerciali

Il valore dell'autorizzazione all'esercizio del commercio al dettaglio di prodotti alimentari, in armonia alle disposizioni legislative vigenti, è riconducibile ai soli esercizi classificati come medie e grandi strutture di vendita, vale a dire con una superficie netta di vendita (non considerando cioè le aree a ciò non destinate: magazzini, depositi, locali di lavorazione, uffici e servizi) superiore a Mq. 250 ove insista in comuni con più di 10.000 abitanti, o superiore a 150 Mq. se la popolazione del comune risulti essere inferiore.

La normativa di riforma, introdotta dal D.L.vo 114/98, ha assegnato alle regioni il ruolo primario di formulare gli indirizzi generali che devono essere seguiti, da parte dei comuni, per l'insediamento delle attività commerciali.

Per le strutture con superficie utile di vendita inferiore, cosiddette di "vicinato", l'apertura, il trasferimento o l'ampliamento nel limite di superficie predetto, non è soggetto a preventiva autorizzazione comunale, essendo possibile iniziare a svolgere l'attività una volta decorsi trenta giorni dall'inoltro di apposita comunicazione (art. 7 del D.Lgs. n. 114/98). I locali devono comunque avere la destinazione d'uso commerciale ed essere in regola con la normativa igienico-sanitaria.

L'autorizzazione commerciale, allorché necessaria, è comunque solo uno degli elementi necessari all'espletamento dell'attività. Essa rappresenta un bene immateriale, costituente parte dell'avviamento commerciale, della capacità cioè dell'impresa (o della singola business unit) di generare utili attraverso il complesso dei beni organizzati a disposizione dell'imprenditore.

Il valore della "licenza" è comunque inescindibilmente legato all'esercizio commerciale. È difficile tracciare una linea di demarcazione netta tra le utilità immanenti al possesso della licenza e quelle più ampie derivanti dall'avviamento commerciale.

Mentre l'avviamento può anche assumere valore negativo (badwill) per effetto dei risultati operativi ottenuti da chi gestisce l'azienda (derivanti quindi da una propria organizzazione, da specifiche strategie e politiche, da propri segni distintivi, ecc.), la licenza ha comunque un suo valore poiché determinato sulla base di quella che è la resa potenziale dell'azienda, gestita con media diligenza, tenendo conto in particolare, nel caso di un punto vendita al dettaglio, della sua ubicazione e, consequenzialmente, del bacino di utenza potenziale, delle caratteristiche dei consumatori residenti, del grado di concorrenza esistente, nonché delle aree di parcheggio fruibili.


Altro aspetto da considerare nella valutazione dell'autorizzazione amministrativa è rappresentato dal differenziale di canone corrente sul mercato e canone storico fissato in sede di acquisizione dell'azienda.

Potremmo dire, quindi, che l'avviamento di un'azienda è costituito dalla somma algebrica di diverse componenti virtuali, tra cui la licenza, che concorre sempre in guisa positiva.

2 L'IMPRESA ED IL SETTORE

2.1 NOTIZIE STORICHE E ATTIVITA' SOCIALE

2.1.2 Informazioni generali sull'impresa

DATI GIURIDICI SOCIETÀ PROPRIETARIA				
Denominazione	SUPERMERCATI APOLUCANI S.R.L.			
Stato	-Dichiarata fallita dal Tribunale di Salerno con Sent. N. 19-2010 del 29/03/2010 G.D. Dott. Giorgio Jachia; Curatore: Dott. Antonio Morese			
Sede legale	Castel San Giorgio (SA) - Via Palmiro Togliatti, Frazione Località Trivio (CAP 84083)			
Iscrizioni	REA (sede legale)	SA-356633	Codice fiscale	04298920655
Capitale sociale	Sottoscritto	Euro 30.000,00	Versato	Euro 30.000,00
Amministrazione ante liquidazione	Sistema	Amm. Unico	Legale rappresentate	 06/10/2005

2.1.3 Profilo della Società proprietaria

La società proprietaria del ramo aziendale è stata costituita in data 06/10/2005, sotto forma di Società a responsabilità limitata.

Il capitale sociale, pari a Euro 30.000, è interamente posseduto dalla Società SUPERALVI S.p.A..

In data 29/03/2010 la Società è stata dichiarata fallita dal Tribunale di Salerno con Sentenza n. 19/2010, nominando Giudice Delegato il Dott. Giorgio Jachia e Curatore il Dott. Antonio Morese.

La società ha operato nel settore della Grande Distribuzione alimentare attraverso la gestione diretta di punti vendita.

2.1.4 Notizie sul ramo aziendale oggetto di valutazione

Supermercato (Discount) autonomo, non inserito in centro commerciale			
Sede SUPERMERCATO	Foggia, via marinaccio 68-70-72		
Superfici disponibili (Mq)	Vendita: 370	Altri usi: 5	Immobile condotto in locazione commerciale

Il ramo aziendale da valutare è costituito da un supermercato autonomo, non inserito in un Centro Commerciale, con insegna “Alvi Discount”, sito in Foggia alla via Marinaccio 68-70-72.

- **Provenienza del ramo aziendale**

Il punto vendita è stato rilevato, unitamente ad altri 19 supermercati, dalla **Società SuperAlvi S.p.A.** con scrittura privata autenticata dal Notaio Gustavo Trotta del 2 novembre 2005 (Repertorio n. 87018; Raccolta n. 31827).

Nel predetto atto di compravendita le due società hanno pattuito un prezzo cumulativo per i 20 punti vendita (di cui 5 ubicati in Basilicata e 15 in Puglia), considerandoli come un unico ramo aziendale.

Il **valore lordo** del ramo aziendale (20 supermercati) veniva determinato in complessivi **Euro 6.226.642**, così ripartito tra le varie componenti attive:

Avviamento commerciale	Euro 4.554.868,75	73,15%
Arredi, attrezzature, impianti e macchinari	Euro 1.671.773,93	26,85%

Il prezzo di cessione, tenuto conto del passivo trasferito, veniva pattuito in Euro 4.723.239,24.

L'esercizio commerciale è provvisto di **Autorizzazione amministrativa** MOD. COM3 Prot. 10832 presentato al Comune di Foggia in data 28/11/2005; la superficie di vendita dell'esercizio è pari Mq 370.

Autorizzazioni Sanitarie. Risultano assegnate dall'ASL di competenza in favore della Società Supermercati Apolucani S.r.l. autorizzazioni sanitarie n. 97/06 e n. 94/06 del 18/12/2007.

- **Subingresso temporaneo nell'esercizio commerciale della Società AL.PA. S.r.l.**

La gestione del supermercato è stata affidata alla Società AL.PA. S.r.l. con contratto di fitto di ramo di azienda del 07/11/2009 (Repertorio n. 97675, Raccolta n. 37315 del Notaio Gustavo Trotta).

L'esercizio commerciale è in funzionamento, anche se con problemi gestionali, soprattutto di approvvigionamento, connessi allo stato di difficoltà economico-finanziario in cui versano sia la società proprietaria che quella gerente.

Sono al momento in corso le operazioni funzionali alla retrocessione del punto vendita da AL.PA. S.r.l. alla Società Supermercati Apolucani S.r.l..

▪ **Contratto di fitto**

Dal contratto di locazione commerciale dell'immobile ubicato nel comune di Foggia alla via Marinaccio 68-70-72, stipulato in data 15/04/1993 dalla Andrea S.r.l. (a cui è subentrata la Società Supermercati Apolucani S.r.l. in virtù di acquisto del ramo di azienda da Super Alvi S.p.A., in precedenza conferitaria del medesimo ramo di azienda) con la Società proprietaria KAPPA COSTRUZIONI S.r.l., con sede in Foggia al Corso Garibaldi 10 (partita IVA 01226810719), registrato presso l'Ufficio del Registro di Foggia in data 30 aprile 1993 al n. 1259 - si rilevano le seguenti principali pattuizioni.

Superficie (premessa): l'immobile commerciale sito in locali terranei ha una superficie di circa Mq 363.

Destinazione (Art. 2): supermercato.

Canone annuo (Art. 6A): Euro 21.691,19 (Lire 42.000.000), oltre IVA.

Rivalutazione (Art. 3): il canone sarà aggiornato nella misura del 100% delle variazioni Istat intervenute nei dodici mesi precedenti, a partire dal 2° anno successivo.

Modalità di pagamento (Art. 2): rate mensili anticipate di Euro 1.807,60 (Lire 3.500.000) + IVA.

Durata (Art. 1): 6 anni a decorrere dal 30/04/1999.

Nel contratto viene indicata come scadenza improrogabile la data del **30/04/2005**. Il rapporto di locazione è tuttavia proseguito fino alla data odierna, evidentemente sulla base di un accordo tacito di rinnovo, che andrebbe tuttavia formalizzato.

In questa sede la valutazione è eseguita sulla base dell'assunto che l'attività venga continuata nella medesima unità locale di Foggia, via Marinaccio.

Per ulteriori informazioni si rimanda all'allegato contratto di locazione commerciale.

2.1.5 Attività svolta dal ramo aziendale

L'attività svolta dal ramo aziendale consiste nella gestione di un **discount alimentare**, esercizio di vendita al dettaglio in sede fissa di superficie medio-grande che - attuando una politica di abbattimento dei costi di impianto, di gestione e di servizio - offrono in self-service una gamma limitata di prodotti, generalmente non di marca, a prezzi contenuti rispetto alla media di mercato (definizione tratta dalle note esplicative della classificazione delle attività economiche, Ateco 2007).

Il codice dell'attività economica svolta, secondo l'attuale classificazione (Ateco 2007), è il **47.11.30** (precedente classificazione: 52.11.3).

2.1.6 Struttura organizzativa del ramo aziendale

Considerando che è intenzione degli Organi della Procedura fallimentare della società proprietaria salvaguardare, per ovvie e condivisibili ragioni socio-economiche, i livelli occupazionali attualmente esistenti, e che il personale oggi occupato potrebbe costituire un valore aggiunto - in termini di conoscenze acquisite nella gestione del punto vendita - anche per i potenziali acquirenti del ramo aziendale, si fornisce di seguito una breve descrizione dell'organigramma del punto vendita.

Presso il ramo aziendale di **Foggia** risultano occupati n. 4 lavoratori dipendenti, di cui 1 con qualifica di impiegato e 3 con la qualifica di operaio.

Riguardo alla durata del rapporto di lavoro, i dipendenti (operai) assunti a tempo parziale sono 6 e 2 sono gli operai occupati a tempo determinato.

Per ulteriori informazioni si rimanda all'allegato *elenco dei dipendenti* riportante per ciascuno di essi qualifica, livello, mansione, data assunzione e durata del rapporto.

2.2 *Struttura del mercato*

2.2.1 **Caratteristiche e dimensioni del mercato**

L'impresa opera nel settore del commercio al dettaglio in esercizi non specializzati con prevalenza di prodotti alimentari e bevande (47.11). In tale settore rientrano anche gli ipermercati (codice 47.11.10), i supermercati (codice 47.11.20), i minimercati ed altri esercizi non specializzati di alimentari vari (codice 47.11.40) ed i negozi di commercio al dettaglio di prodotti surgelati (codice 47.11.50).

Il settore della **Grande Distribuzione Alimentare (GDA)** ricomprende solo ipermercati, supermercati, hard discount e altre grandi superfici specializzate con superficie superiore ai 250 Mq.

Secondo i dati diffusi dal centro studi di Unioncamere nel Bollettino bimestrale "Vendite flash" (n. 36 di novembre 2009), nell'anno 2007 ipermercati e supermercati (comprensivi di superettes) hanno generato un giro d'affari complessivo stimato in 85 miliardi di euro (dai 79 miliardi di euro del 2005), pari circa al 24.5% (dal 24% del 2005) dei consumi commercializzati sul territorio italiano.

Il mercato territoriale di riferimento è costituito dal territorio comunale di Foggia, ove è localizzato il punto vendita, e dalle aree limitrofe su cui esercita attrazione commerciale.

2.2.2 **Andamento storico e previsioni**

Riguardo all'andamento delle vendite al dettaglio, gli ultimi dati ufficiali forniti dall'**Istat**, che riguardano il **mese di gennaio 2010**, segnalano che l'indice destagionalizzato del valore del *totale delle vendite al dettaglio* ha registrato una diminuzione dello 0,5% rispetto al precedente mese di dicembre 2009 e una diminuzione tendenziale del 2,6 per cento rispetto a gennaio 2009.

In termini congiunturali le vendite di *prodotti alimentari* sono diminuite dell'1 per cento e le vendite di prodotti non alimentari hanno segnato una diminuzione dello 0,3 per cento.

Su base annua (variazione tendenziale), rispetto a gennaio 2009, si sono registrate riduzioni del 3,3% per cento per le vendite di prodotti alimentari e del 2,3 per cento per quelle di prodotti non alimentari.

Per quanto riguarda i prodotti del **Largo Consumo Confezionato** (che include i reparti: drogheria alimentare, bevande, freddo, fresco, cura degli animali, cura della casa e cura della persona), la Grande Distribuzione Organizzata ha registrato nel V bimestre 2009, rispetto al V bimestre 2008, un leggero aumento del giro d'affari rispetto allo stesso mese dell'anno precedente: +1,6%. Detta crescita del fatturato è la sintesi di un aumento delle quantità intermedie del 2,6% e di una riduzione dei prezzi (e quindi del costo della spesa) dell'1%, come spiega, ed illustra, l'Ufficio Studi di Unioncamere che ha curato l'indagine. Il ridimensionamento dei prezzi ha quindi favorito il recupero del potere d'acquisto delle famiglie, che hanno positivamente reagito, incrementando le quantità di beni acquistate.

Secondo l'Ufficio Studi di Unioncamere la caduta del costo della spesa in Italia ha origine, in questa fase, esclusivamente dai prodotti alimentari e riflette la normalizzazione dei prezzi rispetto ai forti rincari generati nel corso del 2008 dalle oscillazioni dei prezzi delle materie prime agricole ed energetiche.

Le categorie di prodotti che hanno maggiormente contribuito a spingere verso il basso l'indice di costo sono soprattutto quelli in precedenza interessati da aumenti esponenziali dei prezzi: pasta di semola (- 10.5%), olio extravergine di oliva (-7.6%) e latte Uht (-6.1%), latte fresco (-6.2% anno su anno), le mozzarelle (-3.2%) e lo yogurt (-3.1%), i gelati in vaschetta (-6.4%), i gelati multipack (-4%) e i surgelati naturali a base di verdura e frutta (-1.5%).

Il settore alimentare manifesta le sue caratteristiche anti cicliche, come già avvenuto nel corso del 2008, attuando l'impatto della crisi (in periodi connotati da una minore capacità di spesa – percepita o reale - si verifica una modifica del carrello della spesa della famiglia, a vantaggio della componente alimentare).

Essa potrebbe incidere maggiormente sui consumi alimentari nel corso del 2010 in considerazione dell'atteso incremento della disoccupazione.

2.2.3 Consumatori finali e loro comportamento di acquisto

L'impresa si rivolge principalmente ai consumatori privati, prevalentemente del settore alimentare.

Le minori disponibilità di danaro dei tempi di crisi e la percezione delle prospettive economiche spingono il consumatore a fare acquisti sempre più ragionati.

Dall'analisi del mercato si evince un progressivo aumento del peso dei prodotti più a buon mercato, cosiddetti a marca privata, la cui quota di mercato è passata dal 12,7% del 2008 al 13,6% del 2009 (nel 2005 era l'11,8%).

La crescita dei prodotti di primo prezzo è avvenuta anche grazie alle oltre 10.000 referenze presenti nell'assortimento delle insegne della grande distribuzione ed al 90% dei consumatori italiani che, almeno una volta nel corso dell'anno, hanno dichiarato di aver acquistato prodotti a marca privata.

Da un'indagine sul comportamento del consumatore (curata da Episteme e presentata da Giampaolo Fabris) risulta che la maggior parte degli intervistati (71%) non solo non percepisce uno scarto di qualità tra i prodotti a marca privata e quelli industriali, ma che anzi reputano le private label una scelta razionale, all'insegna della maggiore convenienza. Le marche commerciali non sono più viste, pertanto, come marche economiche di serie B.

Nel periodo 2000-2008 le vendite del canale "hard discount" sono cresciute del +34,6%, quasi tre volte in più del totale della grande distribuzione, aumentate del 12,7%.

2.2.2 Analisi della concorrenza

Il sistema distributivo dei beni di consumo si sta sempre più evolvendo verso le forme della Grande distribuzione Organizzata.

In Italia i punti vendita del settore alimentare, organizzati nella forma della moderna distribuzione (Ipermercati, Supermercati, Superettes e Hard Discount), sono passati, secondo rilevazioni Istat, dai 13.810 del 1996 ai 20.195 censiti nel 2008 (+46,23%).

Nello stesso periodo, gli ipermercati sono aumentati da 173 a 401 (+131,79%) e i supermercati da 6.126 a 9.048 (+47,69%). I negozi tradizionali alimentari sono invece diminuiti da 206.673 a 173.000 (-16,29%).

In base a dati Nielsen in Italia nel 2008 il peso dei canali di vendita alimentare (Grocery) era il seguente:

- Ipermercati (>2.500 Mq) 26%
- Supermercati (400-2.500 Mq) 44%
- Superettes e Negozi tradizionali 30%

E' da evidenziare che le imprese distributive, soprattutto quelle di grandi dimensioni, spesso aderiscono a **centrali di acquisto**, che definiscono i contratti con le grandi industrie.

Gli acquisti dei prodotti a "marchio privato" (non di marca), dei prodotti freschi e di quelli locali, vengono invece negoziati direttamente da parte delle imprese della GDO aderenti ai vari circuiti.

In media si stima (Fonte: IRI Infoscan) che le imprese distributive acquistino circa il 50% dei prodotti commercializzati attraverso le centrali di acquisto a cui partecipano.

Imprese distributive concorrenti sono unite, quindi, nelle centrali di acquisto per aumentare la loro forza contrattuale rispetto alle grandi imprese di produzione ed ottenere sempre migliori condizioni di vendita che consentano l'adozione di politiche di prezzi molto aggressive, in linea con le aspettative della clientela, sempre più attenta al fattore prezzo.

Il processo di liberalizzazione del commercio attuato a partire dal 1998 con il Decreto Bersani ha determinato oltre che una modernizzazione del comparto distributivo anche una sua forte concentrazione, con il progressivo rafforzamento delle principali catene distributive.

3 DOCUMENTI, DATI E FONTI UTILIZZATE

Nell'esecuzione dell'incarico ci si è basati sui seguenti documenti:

- report andamentali del punto vendita relativi agli anni 2007 e 2008;
- visura camerale di Supermercati Apolucani S.r.l.;
- copia contratto di locazione dell'immobile;
- copia contratto di fitto di ramo d'azienda in favore di AL.PA. S.r.l.;
- copia Mod. COM3 di subentro in fitto di AL.PA. S.r.l.;
- copia elenco dei dipendenti del punto vendita;
- copia inventario delle attrezzature presenti presso il punto vendita;
- risultanze interrogazione banca dati quotazioni immobiliari dell'Agenzia del Territorio;
- studi economico-finanziari.

4 SCHEMA DI LAVORO SEGUITO

Le elaborazioni sono state eseguite sulla base dei predetti documenti.

Sono state effettuate alcune interviste al responsabile del punto vendita, al fine di valutare l'effettiva potenzialità del punto vendita.

Per la valutazione dell'avviamento commerciale si è proceduto alla individuazione del reddito medio prospettico, rilevandolo dai volumi di affari sviluppati in passato dal punto vendita e dai rendimenti medi del settore, ed alla sua capitalizzazione con il metodo reddituale puro, come meglio si dirà nel successivo capitolo.

Non si sono rese necessarie ulteriori attività di due diligence non dovendo procedersi in questa sede alla valutazione di altri elementi dell'attivo e del passivo.

I valori delle attrezzature di proprietà della società Supermercati Apolucani S.r.l. sono stati, infatti, rilevati dall'inventario redatto dall'Ufficio fallimentare.

5 Metodo principale di valutazione: capitalizzazione del reddito.

Il metodo della capitalizzazione del reddito consiste nell'attualizzazione dei risultati economici attesi.

L'applicazione del metodo si basa sui seguenti dati:

- il reddito medio prospettico conseguibile negli esercizi futuri;
- la durata della futura attitudine reddituale dell'azienda;
- il tasso di interesse da utilizzarsi nel calcolo dell'attualizzazione dei redditi medi prospettici.

Il reddito medio prospettico conseguibile negli esercizi futuri, di solito, viene determinato sulla base dei risultati economici degli ultimi esercizi, opportunamente rettificati in funzione delle prospettive aziendali e del futuro andamento del mercato.

Per quanto concerne la durata della futura vita aziendale, poiché nella maggior parte dei casi essa è indefinita, in generale, la si considera come perpetua.

Il tasso di attualizzazione da utilizzarsi per la quantificazione del valore economico dell' azienda è costituito dal costo del capitale proprio (COE), che considera il tasso medio di rendimento degli investimenti finanziari a rischio limitato a cui si aggiunge una percentuale espressiva del grado di rischio connesso all' attività imprenditoriale propria dell' azienda oggetto della valutazione.

La valutazione del tasso di attualizzazione assume un ruolo di notevole importanza; infatti, quanto più esso è elevato, tanto minore è il valore economico dell' azienda e viceversa.

Il costo del capitale proprio (COE) è calcolato secondo la seguente formula:

$$\text{COE} = R_f + (R_m - R_f) \times \text{Beta}$$

dove:

R_f = tasso di rendimento risk free, pari al rendimento delle attività prive di rischio e stimato sulla base del rendimento concesso da obbligazioni a medio-lungo termine emesse dallo Stato;

$Beta$ = il coefficiente di rischio sistematico (differenziale di rendimento della specifica impresa, o se non quotata, di una o più società comparabili, o di un settore, rispetto a quello del mercato) assunto come media dei beta di mercato di un campione di società comparabili;

R_m = rendimento che gli investitori richiedono per un investimento rischioso;

$(R_m - R_f)$ = tasso di rischio incrementale per l'investimento caratterizzato dall'assunzione del rischio di impresa.

La formula usualmente utilizzata per attualizzare i redditi medi prospettici è quella di una rendita annua perpetua:

$$R / i$$

dove:

R è il reddito medio prospettico

i il tasso di attualizzazione

5.1 Criteri di calcolo delle variabili inserite nella formula

5.1.1 Reddito medio prospettico (R)

Come dettagliatamente illustrato di seguito, si assume come utile netto medio prospettico, poi capitalizzato al tasso di attualizzazione, quello *medio del settore*, desumendolo dall'incidenza media dell'utile netto sui ricavi aziendali, sistematicamente rilevata da autorevoli fonti di informazione su consistenti campioni di aziende del settore.

Si è ritenuto opportuno fare riferimento ai dati medi del settore, piuttosto che ai risultati effettivi del punto vendita, perché la valutazione ha sostanzialmente ad oggetto la licenza commerciale e non l'avviamento complessivo (che presupporrebbe invece l'esame dei risultati della passata gestione).

Si assume come riferimento il rendimento medio del settore (ridotto, come si dirà del 20% circa per tener conto dello stato attuale dell'azienda), nel presupposto che l'assunzione di rendimenti operativi più elevati avrebbe potuto trovare conforto e giustificazione solo nell'analisi della effettiva redditività del punto vendita.

5.1.1.1 Peculiarità operative di rilevazione dell'utile netto (desunto dall'incidenza media dell'utile netto sul fatturato)

Come accennato, in considerazione del fatto che oggetto della presente valutazione è un'autorizzazione commerciale, componente parziale dell'avviamento, che non risente se non in minima misura dei risultati raggiunti dal vecchio gestore, si è seguito un metodo basato sui dati medi del settore rilevati su larga scala (pertanto affidabili) da Istituzioni specializzate.

Il reddito medio prospettico, capitalizzato al tasso di attualizzazione, è determinato applicando uno "sconto", per lo stato di cattiva gestione, all'incidenza media dell'utile netto sul fatturato.

Tale criterio consente inoltre di sopperire, con le opportune cautele (in particolare confrontando il valore emerso con altre metodologie), alla carenza di dati aziendali, non idonei a determinare in maniera puntuale i redditi degli esercizi precedenti e, soprattutto, di quelli conseguibili in futuro.

5.1.1.1.2 *Utile netto e valore finale*

Il procedimento complessivo che porta alla rilevazione dell'utile netto e poi al valore finale dell'asset (la licenza commerciale) è analiticamente riportato di seguito.

- **Rilevazione del fatturato mediamente conseguibile**

Sulla base dei dati disponibili, si è proceduto alla determinazione del fatturato mediamente conseguibile nei futuri esercizi, assumendolo pari a **Euro 1.250.000**, proiezione del valore medio raggiunto negli esercizi 2007 e 2008.

- **Rilevazione dell'incidenza dell'utile netto sul fatturato aziendale**

In base a **dati Cerved**, mediamente, nell'ultimo anno disponibile, l'utile netto rappresenta l'1,19% del fatturato aziendale.

Tenuto conto delle **difficoltà gestionali** che connotano l'esercizio dell'impresa, che potrebbero essere messi in relazione ad una minore redditività dell'azienda e, comunque, pregiudicare la futura gestione per un periodo significativo, si è ritenuto opportuno ridurre la redditività finale di circa il 20%, assumendo cautelativamente la **redditività netta aziendale pari all'1%**.

- **Determinazione dell'utile netto prospettico**

Applicando la predetta incidenza al fatturato aziendale si è pervenuti all'utile netto che si ritiene mediamente ritraibile nei futuri esercizi.

Fatturato annuo Euro 1.250.000 x 1% = Reddito medio prospettico di **Euro 12.500**.

- **Valorizzazione dell'azienda attraverso la capitalizzazione dell'utile netto**

Capitalizzando il reddito netto (al tasso COE, determinato nella misura del 7,10%, come illustrato nei successivi paragrafi) con il metodo della rendita perpetua si ottiene il valore dell'esercizio:

Euro 12.500 / 0,071 = **Euro 176.056** (Valore dell'azienda)

- **Passaggio dal valore dell'azienda a quello della sola autorizzazione commerciale**

Considerato che in tale fattispecie viene valutata la sola licenza commerciale all'esercizio dell'attività di supermercato, costituente componente parziale dell'avviamento, occorre depurare dal valore sopra calcolato (riferito all'intero ramo aziendale) la parte di esso riferibile alle componenti non contemplate.

Al fine di pervenire dal valore dell'azienda a quello della sola autorizzazione commerciale si ritiene opportuno, come illustrato nella seguente tabella, apportare una riduzione complessiva del **25,0%**, pari a Euro 44.014,00 (per tener conto del valore degli impianti, macchinari, attrezzature ed arredi: ove il valore inventariato risulti inferiore alla soglia di incidenza minima rilevata nel settore, pari al 25%, viene applicata quest'ultima aliquota), determinando il valore netto della licenza commerciale in Euro **132.042**.

Riduzioni apportate per pervenire dal valore dell'azienda a quello della sola licenza commerciale

Componente detratta	Motivo	Riduzione	
		Valore	in %
Beni strumentali	Incidenza dei beni strumentali sull'attivo aziendale	44.014,00	25,0%
TOTALE RIDUZIONI		44.014,00	25,0%
RIEPILOGO	Valore dell'azienda	176.056,00	100,0%
	Riduzioni complessive	44.014,00	25,0%
	Valore della sola licenza commerciale	132.042,00	75,0%

5.1.2 Tasso di attualizzazione (i)

5.1.2.1 Rendimento per investimenti rischiosi (Rm) e differenziale di rendimento rispetto all'investimento privo di rischio (Rm-Rf)

Il rendimento atteso dall'investimento nell'impresa, comprensivo del rischio associato alla sua gestione, è stato considerato pari **all'8,6%**, sulla base delle seguenti considerazioni.

Mediobanca, nella sua pubblicazione "Dati cumulativi di 1893 società italiane", quantifica il costo del capitale come "il rendimento dei titoli di Stato a media-lunga scadenza aumentato di un premio al rischio di 3,5 punti".

L'Ufficio studi di Mediobanca, in risposta ad alcune osservazioni rivoltegli sulle modalità di costruzione degli indici nella pubblicazione "La borsa italiana dal 1928 – indice annuale dei corsi della Borsa italiana", evidenzia che nella prassi corrente si ritiene che il risk premium debba essere di almeno 3-5 punti.

Secondo un'indagine di Ambrosetti Stern Stewart Italia si rileva che nel 59% dei casi gli analisti finanziari di Borsa prevedono un premio al rischio del 3,5%.

Trattasi tuttavia di un'aspirazione (aspettativa) dell'investitore più che di una reale opportunità a lui offerta dal mercato, almeno se si guarda ai rendimenti medi annui della Borsa italiana dal 1928 al 30 aprile 2009, riportati nella predetta pubblicazione di Mediobanca.

Ovviamente, anche in un'ottica di lungo periodo, il rendimento è sempre legato ai tempi di ingresso e di uscita dall'investimento azionario.

Al riguardo possono essere presi in considerazione gli studi condotti dalla Banca d'Italia.

La Banca d'Italia nella relazione annuale per il 2008 (pag. 196) stima – sulla base del livello dei corsi azionari e delle aspettative sugli utili – che il **rendimento nominale atteso richiesto per gli investimenti in azioni** sia stato nel 2008 in media pari al 10,2%.

Al netto della ritenuta fiscale del 12,5% (applicato sulle partecipazioni non qualificate) il rendimento nominale netto atteso sui titoli azionari per il 2008 risulta essere **dell'8,9%**.

Il rendimento nominale atteso sui titoli di Stato decennali rilevato dalla Banca d'Italia per il 2008 è pari al 4,6%, da cui va sottratta la ritenuta fiscale del 12,5%, per giungere nel 2008 ad un rendimento netto pari al 4,0%.

Secondo l'Istituto il differenziale netto richiesto per l'investimento azionario rispetto a quello garantito dai titoli di Stato risulta quindi essere del **4,9%**.

A causa della maggiore incertezza sulle prospettive reddituali delle imprese, seguita alla crisi finanziaria scoppiata nel mese di luglio del 2007, si è avuto un aumento del rendimento reale atteso sull'investimento in azioni, rispetto agli anni precedenti, e pari a oltre il doppio rispetto a quello mediamente registrato dagli ottanta.

Non risultano ulteriori interventi sul tema da parte della Banca d'Italia ma il quadro economico non risulta granché cambiato.

Il **R.O.E.** (Return on Equity), dato dal rapporto tra utile netto e patrimonio netto, che esprime la remunerazione del capitale proprio, presenta nel **settore** la seguente evoluzione media nel corso del periodo 2004-2008:

Fonte	2004	2005	2006	2007	2008	Media
-------	------	------	------	------	------	-------

Relazione di stima del valore di azienda – Alvi Discount in Foggia

Cerved: Distribuzione dettaglio solo	8,3%	7,1%	8,2%	5,2%	ND	7,2%
Distribuzione Alim. (Codice 47.11)						
MEDIOBANCA: Distribuzione al dettaglio (Cod. 47)	16,5%	7,5%	8,6%	10,6%	4,3%	8,3%
MEDIA	12,4%	7,3%	8,4	7,9%	4,3%	7,8%

Analizzando i dati desunti dalle autorevoli fonti citate, quelli di carattere generale (che riguardano i rendimenti dei titoli azionari di tutti i settori) e quelli riscontrati nel settore, si ritiene congruo assumere come rendimento nominale netto (Rm) la media del valore espresso dalla Banca d'Italia (8,9%) e quello del settore della distribuzione indicato da Mediobanca (8,3%): Tasso Rm = **8,6%**.

In tale guisa si tiene conto delle attese generali ed anche degli effettivi rendimenti sul capitale investito nel settore.

Il differenziale di rendimento (Rm-Rf) richiesto per l'investimento in investimenti caratterizzati dal rischio di impresa si ottiene sottraendo il tasso "Rf" riportato nel successivo paragrafo.

5.1.2.2 Tasso di interesse privo di rischio

Per la stima del tasso risk free è stato preso a riferimento il rendimento dei BTP decennali, al netto dell'aliquota fiscale.

In particolare è stato utilizzato il rendimento dei BTP decennale con scadenza 1/3/2020, collocato in data 27/11/2009 con un rendimento lordo del 4,01% (netto 3,51%) ed aventi a tutt'oggi un rendimento sostanzialmente costante.

Tasso risk free (al netto della ritenuta fiscale del 12,5%): 3,50%.

5.1.2.3 Tasso di inflazione atteso

Le previsioni di fatturato sono state fatte in termini reali, senza tener conto dell'inflazione, e, pertanto, dal tasso di attualizzazione nominale, occorre togliere l'inflazione attesa.

Il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha determinato il tasso d'inflazione programmato in Italia per il 2010 nella misura dell' 1,5%.

L'inflazione rilevata in Italia dall'Istat per il 2009 (dicembre su dicembre) è stata dell'1%. Il tasso di inflazione medio annuo del periodo che va da gennaio 2003 (che già beneficia dell'ingresso nella moneta unica europea) a dicembre 2009 è stato pari 2,0%.

Il tasso di inflazione atteso è determinato in misura pari al tasso di inflazione programmato dal Governo: **1,5%** (che coincide alla media dell'inflazione 2009 e di quella dei 7 anni precedenti).

5.1.2.4 Coefficiente Beta

Considerato lo stato di fallimento della società, per ragioni prudenziali, è stato applicato un coefficiente Beta pari a **1**, nonostante per il settore alimentare, poco ciclico per la tipologia di bisogni che soddisfa, la volatilità dei rendimenti risulti meno marcata dell'indice generale (per le imprese di piccole dimensioni, con un normale livello di indebitamento, il Beta è stimato pari a 0,8 da JP Morgan nel dicembre del 2003).

5.1.2.5 Applicazione della formula del COE

COSTO CAPITALE PROPRIO (COE)	7,10%
FREE RISK RATE (Rf)	3,50%
RENDIMENTO MEDIO TITOLI (Rm)	8,60%
PREMIO AL RISCHIO (ERP) = (Rm-Rf)	5,10%
BETA (Rischio oscillazioni rendimenti)	1,00
ERP PONDERATO	5,10%
Tasso di inflazione atteso	1,50%

6 Metodologia di controllo

Il metodo principale, come illustrato innanzi, si è basato sulla capitalizzazione del reddito.

Per valutare le aziende che operano nel settore della distribuzione al dettaglio è frequente il ricorso a metodi diretti di mercato. In questa sede, per ragioni di controllo del risultato ottenuto con il metodo principale, viene utilizzato uno dei metodi di mercato più frequentemente utilizzati nella prassi: il metodo della percentuale sul fatturato.

6.1 Metodo diretto della percentuale sul fatturato

Come accennato, un metodo specificamente adottabile per la valutazione della sola autorizzazione all'esercizio dell'attività, applicato in questa sede con finalità di controllo, si fonda sull'applicazione di una percentuale sul fatturato, desumendo quella "appropriata" da transazioni di aziende comparabili per area geografica ed ubicazione.

Il metodo si fonda sulla circostanza che il fatturato è un indicatore implicito della capacità del punto vendita di attrarre clientela, in considerazione delle sue potenzialità oggettive (in particolare legate all'ubicazione) e delle capacità imprenditoriali del soggetto che lo ha in precedenza gestito.

È questo il metodo seguito per la determinazione del valore delle aziende da parte della CAMM, che ha redatto un suo "Listino dei prezzi delle aziende", ritenuto valido non solo per l'area di Milano e provincia dove i dati statistici sono stati rilevati, ma anche per altre zone, con gli opportuni temperamenti.

Si riporta di seguito una scheda riferita alle imprese del commercio alimentare.

Tipi di esercizio	Condizioni arredamento e attrezzature	Valore azienda (in % incasso annuo)			
		Ottima posizione		Altra posizione	
		Min.	Max	Min.	Max
Drogherie minimarket	Buono stato	20%	40%	15%	20%
Latterie alimentari	Buono stato	25%	35%	20%	30%
Ortofrutta	Buono stato	30%	40%	20%	30%
Salumerie gastronomiche	Buono stato	35%	45%	25%	35%
Rivendite pane e alimentari	Buono stato	40%	45%	30%	35%

Fonte: Listino prezzi delle aziende del CAMM (Collegio agenti d'affari in mediazione di Milano e provincia), aderente alla FIMAA.

Dalla struttura della tabella si evince che i valori ivi indicati contemplano sia il valore complessivo dell'avviamento commerciale sia quello degli arredi e delle attrezzature (in buono stato).

Per la determinazione del valore della sola autorizzazione commerciale si ritiene applicabile in questa sede una percentuale del **10%**, corrispondente a quella minima indicata in tabella per i minimarket in "altra posizione", ridotta di 1/3.

Tale complessiva riduzione trova giustificazione nelle seguenti considerazioni:

- a) minore redditività conseguibile nell'area territoriale di riferimento rispetto alla provincia di Milano;
- b) minori margini operativi dell'attività specifica dei Discount;
- c) necessità di depurare dal valore dell'azienda la componente costituita dai beni strumentali all'esercizio dell'attività.

Applicando al fatturato mediamente conseguibile in futuro dal ramo aziendale (stimato in Euro 1.250.000) la percentuale ritenuta congrua del **10%** si ottiene per la licenza commerciale un valore di **Euro 125.000**.

Esso risulta sufficientemente prossimo al valore calcolato con il metodo principale, discostandosene in diminuzione di circa il 5,3%.

7 VALORE FINALE E CONCLUSIONI

Con il metodo principale, verificato nelle risultanze da quelli di controllo, è stato quantificato il solo valore della componente dell'avviamento commerciale ricompreso nel possesso dell'autorizzazione commerciale.

Per i beni strumentali presenti presso il supermercato vengono recepiti i valori stimati dal perito in sede di inventario, pari a Euro 29.478.

Alla luce dei risultati ottenuti, delle precedenti considerazioni, che hanno illustrato i criteri di svolgimento della valutazione, gli obiettivi, i limiti riscontrati, il metodo impiegato per la valutazione e le altre circostanze che su di essa hanno inciso, si ritiene che il valore attribuibile al ramo aziendale alla data di conferimento dell'incarico, in ipotesi di cessione, sia pari a **Euro 161.520** (di cui Euro 132.042 per la componente avviamento ed Euro 29.478 per i beni strumentali).

Si riporta di seguito la scheda riepilogativa del procedimento e dei dati assunti per la valutazione dell'azienda.

Riepilogo valutazione

Azienda **Supermercati Apolucani - Alvi Discount di Foggia**

Metodo utilizzato	Valore Azienda	FORMULA DEL METODO	Descrizione sintetica del Metodo di valutazione dell'avviamento
Metodo reddituale puro per la stima dell'avviamento e valore di inventario dei beni strumentali	€ 161.520	$W=R/i$	Metodo teorico indiretto. Valore ottenuto mediante attualizzazione del reddito medio prospettico (normalizzato) ritraibile dall'impresa per un tempo illimitato

DATI ASSUNTI e VALORE FINALE

TASSI DI ATTUALIZZAZIONE	Tasso Risk free	Rischio di mercato	Beta	Tasso di inflazione atteso	COE	REDDITO MEDIO PROSPETTICO		€ 12.500,00	
		3,50%	5,10%	1	1,50%	7,10%			
Valore della componente di avviamento rappresentata dall'autorizzazione commerciale dell'esercizio in normale funzionamento	Fatturato medio aziendale	Incidenza utile netto sul fatturato		Utile netto		Valore azienda	Riduzione di valore non attribuibile alla licenza	Valore finale autorizzazione commerciale	
		Media del settore (Fonte: Cerved)	Incidenza applicata	Medio del settore	Aziendale				
	1.250.000,00	1,19%	1,00%	14.875	12.500	176.056	44.014	132.042	
VALORE FINALE							Valore dell'autorizzazione commerciale		€ 132.042
							Attrezzature, arredi ed impianti		€ 29.478
							Valore del ramo aziendale		€ 161.520

Salerno, li 14 aprile 2010

In fede

Dott. Aldo Perriello

ALLEGATI

- 1) Atto di acquisto ramo di azienda da SuperAlvi S.p.A.**
- 2) Contratto di locazione dell'immobile**
- 3) Contratto di affitto del ramo d'azienda ad AL.PA. S.r.l.**
- 4) Modello COM3 di subingresso della Società AL.PA. s.r.l.**
- 5) Verbale di inventario delle attrezzature (stralcio con valore finale)**
- 6) Elenco dei dipendenti del punto vendita**