

Enrico Lanzara

Dottore Commercialista
Revisore Contabile
Consulente Tecnico del Tribunale di
Salerno

Via Eugenio Caterina, 60 - 84126 Salerno
Tel e fax 089/793071 - Email: e.lanzara@commercialistasalerno.it
Partita Iva 03140690656 - C.F. LNZNRC66M06H7035

Relazione di stima del valore di azienda - Supermercato Alvi di Roggiano Gravina (CS)

Relazione di stima del valore
dell'Azienda "Supermercato Alvi
di Roggiano Gravina (CS)"

Eseguita dal
dott. Enrico Lanzara

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 Composizione società proprietaria del ramo aziendale.....	6
2.1.5 Notizie sul ramo aziendale oggetto di valutazione	7
2.1.6 Attività svolta dal ramo aziendale.....	8
2.2 Struttura del mercato	8
2.2.1 Caratteristiche e dimensioni del mercato	8
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	12
5 Metodo principale di valutazione: capitalizzazione del reddito.....	12
5.1 Criteri di calcolo delle variabili inserite nella formula.....	14
5.1.1 Reddito medio prospettico (<i>R</i>).....	14
5.1.2 Tasso di attualizzazione (<i>i</i>)	19
6 Metodologie di controllo.....	22
6.1 Metodo diretto della percentuale sul fatturato.....	23
6.2 Metodo diretto fondato sul costo della locazione.....	24
7 VALORE FINALE E CONCLUSIONI.....	26

1 PREMESSA

1.1 OGGETTO DELL' INCARICO

Il sottoscritto Dott. Enrico Lanzara, dottore commercialista iscritto al n. 944 sez. A dell'Ordine dei dottori commercialisti ed esperti contabili di Salerno, ha ricevuto in data 08/02/2010, da parte della Curatela del Fallimento Alvi S.p.A., l'incarico di procedere alla valutazione del ramo aziendale costituito da un supermercato sito a Roggiano Gravina (CS) alla Località Cardoso snc, caduto nella massa attiva fallimentare.

1.2 OBIETTIVI DELLA VALUTAZIONE

La valutazione è diretta ad accertare il valore del ramo aziendale, nell'ipotesi di cessione, comprensivo dell'avviamento o della parte di esso costituito dal valore dell'autorizzazione commerciale (trattandosi di un esercizio commerciale chiuso), 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 supermercato di Roggiano Gravina (CS), 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,

Relazione di stima del valore di azienda - Supermercato Alvi di Roggiano Gravina (CS)

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.

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 inscindibilmente 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	ALVI S.P.A.			
Stato	-In liquidazione volontaria dal 19/11/2009 -Dichiarata fallita dal Tribunale di Salerno con Sent. N. 81-2009 del 16/12/2009 G.D. Dott. Giorgio Jachia; Curatore: Dott. Tommaso Nigro			
Sede legale	NOCERA INFERIORE (SA) – Via Matteotti 13/19			
Iscrizioni	REA (sede legale)	SA-193248	Codice fiscale	01752190650
Capitale sociale	Sottoscritto	6.720.000	Versato	6.720.000
Amministrazione ante liquidazione	Sistema	Amm. Unico	Legale rappresentate	██████████ dal 22/2/2006

2.1.3 Profilo della Società proprietaria

La società proprietaria del ramo aziendale è stata fondata nel 1984 sotto forma di S.p.A., con la denominazione “La Supercandida S.p.A.”; ha assunto l'attuale denominazione di Alvi S.p.A. a seguito di verbale di assemblea straordinaria del 10/11/1998 (Atto pubblico rogato dal Notaio Gustavo Trotta, Rep. N. 61019).

Relazione di stima del valore di azienda - Supermercato Alvi di Roggiano Gravina (CS)

In data 19/11/2009 la Società, con atto di verbale assemblea straordinaria (Rep. 97763 del Notaio Gustavo Trotta), è stata posta in liquidazione volontaria, con nomina a liquidatore del Sig. ██████████ successivamente sostituito nella carica dalla Signora ██████████ già amministratore unico della Società.

In data 16/12/2009 la Società è stata poi dichiarata fallita dal Tribunale di Salerno con Provvedimento n. 81/09, nominando Giudice Delegato il Dott. Giorgio Jachia e Curatore il Dott. Tommaso Nigro.

La società fino alla data del fallimento ha operato nel settore della Grande Distribuzione alimentare attraverso la gestione diretta di punti vendita e di piattaforme distributive a loro supporto (commercio all'ingrosso, deposito, lavorazione, trattamento ed imballaggio dei prodotti).

Al momento la società gestisce un ipermercato a Fasano, è proprietaria di alcuni rami aziendali aventi ad oggetto la gestione di supermercati, fra cui quello di Roggiano Gravina (CS), formante oggetto di valutazione in questa sede, e detiene partecipazioni in società operanti nel settore della Grande Distribuzione Alimentare.

2.1.4 Composizione società proprietaria del ramo aziendale

Il capitale sociale, pari a Euro 6.720.000, risulta così sottoscritto da parte dei soci:

Socio	Quota (Euro)	% su capitale Sociale
FINAVIL SRL	6.715.800	99,93%
7 CONTITOLARI (privati)	4.200	0,7%
TOTALE	6.720.000	100,00%

2.1.5 Notizie sul ramo aziendale oggetto di valutazione

Supermercato Alvi (autonomo, non inserito in centro commerciale)			
Sede SUPERMERCATO	Roggiano Gravina (CS) Località Cardoso snc CAP 87017 - R.E.A. CS-159206		
Superfici disponibili (Mq)	Vendita: 650	Altri usi: 50	Disponibile superficie scoperta adibita a parcheggio di circa Mq 1.000

Il ramo aziendale da valutare è costituito da un supermercato a marchio "Alvi" sito a Roggiano Gravina (CS) in Località Cardoso.

L'esercizio commerciale è stato avviato direttamente dalla Società Alvi S.p.A. ed è gestito in locali di proprietà di terzi. L'Autorizzazione amministrativa all'apertura dell'esercizio commerciale denominato "Alvi", sito in Località Cardoso, per una superficie di vendita di Mq 650 e superficie complessiva di Mq 700, è stata rilasciata dal Comune di Roggiano Gravina (CS) in data 15/04/2008.

L'attività di supermercato risulta *sospesa in data 7 novembre 2009*.

o **Contratto di fitto**

Il supermercato è gestito in locali di proprietà della Signora ██████████

Dal contratto di locazione del 30/06/2007, registrato presso l'Agenzia delle Entrate di Belvedere Marittimo (CS) in data 04/07/2007, si rileva che la superficie coperta da adibire ad attività commerciale è pari a Mq. 700.

Alla società conduttrice (Alvi S.p.A.) è altresì concessa in locazione una superficie scoperta da adibire a parcheggio auto di circa Mq. 1.000.

Il contratto ha una durata di anni sei + sei a far data dal 30/06/2007. Salvo la facoltà di recesso del conduttore, sempre possibile dal secondo anno di locazione, con preavviso di sei mesi, il contratto si rinnova automaticamente alla prima scadenza (per espressa rinuncia al diniego di rinnovo da parte del locatore) e poi, a partire dalla seconda scadenza, tacitamente di sei anni in sei anni in mancanza di disdetta, da esercitarsi da parte del locatore con preavviso di 12 mesi.

Il corrispettivo della locazione è stato pattuito in euro 30.000,00, suddiviso in 12 rate mensili anticipate di Euro 2.500,00. Dal 3° anno successivo il canone di locazione, su richiesta del locatore, è aggiornabile nella misura del 75% dell'aumento dell'indice Istat del costo della vita per operai ed impiegati.

2.1.6 Attività svolta dal ramo aziendale

L'attività svolta dal ramo aziendale consiste nella gestione di un supermercato, punto vendita al dettaglio operante nel settore alimentare, organizzato prevalentemente a libero servizio e con pagamento all'uscita, che dispone di una superficie di vendita superiore a 400 Mq e di un vasto assortimento di prodotti alimentari in prevalenza preconfezionati, nonché articoli del settore non alimentare per l'igiene e la pulizia della casa, della persona e degli animali (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 47.11.20 (precedente classificazione: 52.11.2).

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 Discount alimentari (codice 47.11.30), 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

Relazione di stima del valore di azienda - Supermercato Alvi di Roggiano Gravina (CS)

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 Roggiano Gravina (CS), 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 disponibili, forniti dall'Istat in data 26/01/2010, che riguardano il mese di novembre 2009, segnalano che l'indice destagionalizzato del valore del totale delle vendite al dettaglio ha registrato una variazione sostanzialmente nulla rispetto al precedente mese di ottobre e una diminuzione tendenziale dell'1,3 per cento rispetto a novembre 2008.

In termini congiunturali le vendite di prodotti alimentari sono aumentate dello 0,5 per cento mentre le vendite di prodotti non alimentari hanno segnato una diminuzione dello 0,2 per cento.

Su base annua (variazione tendenziale), rispetto a novembre 2008, si sono registrate riduzioni dell'1,7 per cento per le vendite di prodotti alimentari e dell'1,1 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.

Relazione di stima del valore di azienda - Supermercato Alvi di Roggiano Gravina (CS)

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, attutendo 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 percepisca uno scarto di qualità tra i prodotti a marca privata e quelli industriali, ma che anzi reputino 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:

- partitari del centro di costo 120400, relativo al punto vendita di Roggiano Gravina (CS);
- report Cerved del 08/01/2010 dei bilanci degli anni 2004-2008 di Alvi S.p.A. in liquidazione;
- visura camerale di Alvi S.p.A. in liquidazione dell'8/2/2010;
- copia autorizzazione amministrativa;
- copia contratto di fitto del 30/06/2007;
- copia libro giornale Alvi S.p.A. in liquidazione relativo all'anno 2009 (al 18/12/2009);
- risultanze interrogazione banca dati quotazioni immobiliari dell'Agenzia del Territorio del 13/3/2010;
- studi economico-finanziari.

4 SCHEMA DI LAVORO SEGUITO

Le elaborazioni sono state eseguite sulla base dei predetti documenti. Non si sono rese necessarie particolari attività di due diligence non dovendo procedersi alla valutazione di elementi dell'attivo e del passivo.

Si è proceduto alla individuazione del reddito medio del settore attraverso l'analisi delle rese unitarie delle superfici di vendita.

Sono state svolte indagini sui prezzi mediamente praticati per rami di azienda similari, al fine di avere ulteriori notizie per la determinazione dei multipli.

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;

Relazione di stima del valore di azienda - Supermercato Alvi di Roggiano Gravina (CS)

- 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 dalle rese unitarie della superficie di vendita (in termini di valore aggiunto e di utile netto), sistematicamente rilevate 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).

Facendo riferimento a rese medie del settore si è preferito basarsi su quelle **minime**, 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 dalle rese medie del settore)

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.

Relazione di stima del valore di azienda - Supermercato Alvi di Roggiano Gravina (CS)

Il reddito medio prospettico, capitalizzato al tasso di attualizzazione, è assunto cioè pari a quello medio del settore, tenendo conto delle specifiche superfici di vendita.

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.

In considerazione dei dati acquisibili da autorevoli istituzioni di rilevazione statistica, il procedimento qui eseguito si compone di due fasi: la prima consistente nella **rilevazione della resa unitaria in termini di valore aggiunto** della superficie di vendita e la seconda nell'**individuazione della resa in termini di utile netto aziendale**.

5.1.1.1 Valore aggiunto aziendale

Al fine di individuare la resa media per valore aggiunto delle superfici commerciali, risultano molto utili le risultanze degli studi del settore di appartenenza dei supermercati.

Come noto, attraverso lo Studio di Settore lo Stato si propone di monitorare i modelli organizzativi e le variazioni di mercato all'interno del settore economico al fine di individuare un "ricavo potenziale", legato ad alcune caratteristiche contabili e strutturali della singola impresa.

L'utilizzo dei dati rilevati nello studio di settore attribuisce valore scientifico al modello di valutazione in ragione della numerosità del campione di imprese prese a riferimento, sicuramente ben più elevato di qualsiasi altra rilevazione oggi esistente nel settore, dal momento che i dati vengono comunicati da tutti i contribuenti, salvo marginali esclusioni, mediante apposito modulo allegato alla dichiarazione dei redditi.

Non è inoltre necessario procedere alla formazione di un campione di aziende comparabili.

Lo Studio di Settore relativo all'attività dei Supermercati (codice attività 47.11.20) è definito con la sigla TM01U.

In particolare, il valore preso a riferimento è il seguente:

Resa delle superfici commerciali rispetto al valore aggiunto = (Valore aggiunto) / (Superficie totale dei locali per la vendita e l'esposizione interna della merce).

Dove:

Relazione di stima del valore di azienda Supermercato Alvi di Roggiano Gravina (CS)

Valore aggiunto = [(Ricavi dichiarati + Aggì derivanti dalla vendita di generi soggetti ad aggì o ricavo fisso) - (Costo del venduto + Costo per la produzione di servizi + Spese per acquisti di servizi + Altri costi per servizi + Costo per il godimento di beni di terzi + Costi residuali di gestione)].

Nella logica di costruzione dello studio di settore il predetto indicatore viene utilizzato per valutare la coerenza economica della singola impresa, che si realizza allorché i valori contabili da essa indicati rientrano nell'intervallo di valori mediamente rilevato per ciascun gruppo omogeneo di imprese.

I Gruppi omogenei (definiti cluster) nei quali rientrano i supermercati sono i seguenti:

- Cluster 2 – Supermercati (numerosità: 926; superficie media vendita: mq 507)
- Cluster 16 – Supermercati di grandi dimensioni (numerosità: 298; superficie media vendita: mq 780)

I valori soglia di coerenza economica sono così determinati:

Cluster	Gruppo territoriale	Resa delle superfici commerciali rispetto al	
		valore aggiunto	
2	1 e 4	181,58	99999
16	1 e 4	152,10	99999

I 7 gruppi territoriali di riferimento del commercio sono i seguenti:

Gruppo 1 - Aree con livelli di benessere e scolarizzazione molto bassi ed attività economiche legate prevalentemente al commercio di tipo tradizionale;

Gruppo 2 - Aree con elevata dotazione di servizi commerciali specialmente tradizionali; livello di benessere medio;

Gruppo 3 - Aree ad alto livello di benessere, con un tessuto produttivo industriale e una rete commerciale prevalentemente tradizionale;

Gruppo 4 - Aree a basso livello di benessere, minor scolarizzazione e rete distributiva tradizionale;

Relazione di stima del valore di azienda - Supermercato Alvi di Roggiano Gravina (CS)

Gruppo 5 - Aree con benessere molto elevato, in aree urbane e metropolitane fortemente terziarizzate e sviluppate, con una rete distributiva molto evoluta;

Gruppo 6 - Aree di medio-piccole dimensioni con una marcata presenza di grandi superfici commerciali, con alto livello di benessere e un sistema economico-produttivo evoluto;

Gruppo 7 - Aree con livello medio di benessere, con un sistema produttivo prevalentemente industriale e con una rete distributiva poco modernizzata.

5.1.1.2 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 valore aggiunto per metro quadro**

Sulla base del gruppo territoriale di riferimento in cui insiste il supermercato, si rileva il valore aggiunto unitario (quello *minimo*, per le ragioni sopra esposte) per metro quadro.

Il Comune di Roggiano Gravina (CS) rientra nel Gruppo 1. Considerata la superficie di vendita, pari a mq 650, viene applicata la resa dei supermercati di maggiori dimensioni (cluster 16): resa unitaria pari a Euro 152,10.

- **Determinazione dell'incidenza media dell'utile netto sul valore aggiunto aziendale**

In base a dati Cerved, mediamente, il valore aggiunto aziendale rappresenta il 16,61% del fatturato aziendale, mentre l'utile netto l'1,19% del medesimo valore.

Pertanto, l'incidenza dell'utile netto sul valore aggiunto è pari al **7,16%** (1,19 / 16,61).

- **Conversione del valore aggiunto unitario in utile netto unitario**

Applicando la predetta incidenza alla resa unitaria per valore aggiunto si perviene alla resa unitaria in termini di utile netto:

resa unitaria in valore aggiunto Euro 152,10 x 7,16% = **Euro 10,89** (utile netto per metro quadro)

- **Determinazione dell'utile netto dell'esercizio**

Moltiplicando la resa unitaria per la superficie utile di vendita si ottiene l'utile netto dell'esercizio commerciale.

Relazione di stima del valore di azienda Supermercato Alvi di Roggiano Gravina (CS)

Resa (utile netto) unitaria Euro 10,89 x 650 (superficie vendita) = Euro 7.078,70 (Utile netto dell'esercizio)

- **Capitalizzazione dell'utile netto**

Capitalizzando il reddito (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 7.078,70 / 0,071 = Euro 99.700 (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 40,00%, pari a Euro 39.880,00, determinando il valore netto della licenza in Euro 59.820,00, arrotondato in Euro 60.000.

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

Componente detratta	Motivo	Riduzione	
		Valore	in %
Beni strumentali	Incidenza media dei beni strumentali sull'attivo aziendale	29.910,00	30,00%
Componente dell'avviamento non legata al possesso della licenza	A causa della sospensione dell'attività l'esercizio non può contare immediatamente su flussi di clientela consolidati	4.985,00	5,00%
Componente dell'avviamento non legata al possesso della licenza	Correttivo territoriale (ridotta capacità di attrarre clientela in termini di fatturato per metro quadro)	4.985,00	5,00%
	TOTALE RIDUZIONI	39.880,00	40,00%
	Valore dell'azienda	99.700,00	100%
RIEPILOGO	Riduzioni complessive	39.880,00	40,00%
	Valore della sola licenza commerciale	59.820,00	60,00%

5.1.2 Tasso di attualizzazione (i)

5.1.2.1 Rendimento per investimenti rischiosi (R_m) e differenziale di rendimento rispetto all'investimento privo di rischio ($R_m - R_f$)

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 rivolte 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%.

Relazione di stima del valore di azienda Supermercato Alvi di Roggiano Gravina (CS)

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
					ND	
MEDIOBANCA: Distribuzione al dettaglio (Cod. 47)	16,5%	7,5%	8,6%	10,6%	4,3%	8,3%
					4,3%	7,1%

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.

Relazione di stima del valore di azienda – Supermercato Alvi di Roggiano Gravina (CS)

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 Metodologie di controllo

Il metodo principale, come illustrato innanzi, si è basato sulla capitalizzazione del reddito, ricostruito attraverso la resa media della superficie di vendita conseguita dalle imprese del settore in normale funzionamento.

Considerata la peculiarità della valutazione, avente ad oggetto un esercizio commerciale dotato di licenza per l'esercizio di un'attività in regime vincolistico, ma con attività di fatto sospesa, si ritiene opportuno utilizzare dei metodi diretti (di mercato) idonei a dare legittimazione ai valori scaturiti dal predetto metodo principale.

Sono stati prescelti due metodi a cui spesso si fa ricorso nella prassi: Il metodo della percentuale sul fatturato e quello locativo.

Per valutare le aziende che operano nel settore della distribuzione al dettaglio è anche frequente il ricorso a multipli che pongono il valore in relazione a **variabili fisiche**, in particolare alla superficie di vendita.

Si fa cioè riferimento ai valori per mq di superficie **emersi in transazioni comparabili**, sotto il profilo della dimensione e dell'ubicazione; il metodo non viene tuttavia utilizzato in questa sede, neppure per finalità di controllo, avendo già basato la ricostruzione dell'utile netto, poi capitalizzato, sulla resa media delle superfici delle imprese in normale funzionamento.

Relazione di stima del valore di azienda - Supermercato Alvi di Roggiano Gravina (CS)

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.

Relazione di stima del valore di azienda - Supermercato Alvi di Roggiano Gravina (CS)

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 7,5%, corrispondente a quella minima indicata in tabella per i minimarket in "altra posizione", ridotta del 50%.

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 supermercati;
- c) necessità di depurare dal valore complessivo dell'avviamento quella componente ricollegabile a fattori diversi dal possesso della licenza commerciale, legata all'esistenza di una clientela già fidelizzata;
- d) 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 750.000) la percentuale ritenuta congrua del 7,5% si ottiene per la licenza commerciale un valore di Euro 56.250,00.

Esso risulta sufficientemente prossimo al valore calcolato con il metodo principale.

6.2 Metodo diretto fondato sul costo della locazione

In base a tale metodo di mercato il valore delle licenze è ottenuto moltiplicando il costo del fitto mensile (che implicitamente riflette l'importanza dell'ubicazione), quello effettivamente pagato o quello corrente nell'area per locali aventi caratteristiche similari a quelle ove viene svolta l'attività d'impresa, per un coefficiente che nella prassi oscilla da 12 a 36, basandosi sul numero di mensilità dovute al conduttore, ai sensi della legge 392/78, per la perdita dell'avviamento commerciale.

Considerata la sospensione dell'attività del supermercato si ritiene congruo applicare nel nostro caso il **moltiplicatore 12**.

- **Valore locativo effettivo (basato sul costo mensile contrattuale)**

Il canone di fitto pattuito per i locali condotti è fissato in sede contrattuale in Euro 2.500,00 mensili.

Relazione di stima del valore di azienda - Supermercato Alvi di Roggiano Gravina (CS)

Pertanto, il valore locativo effettivo, applicando il moltiplicatore 12, risulta essere pari a **Euro 30.000,00**.

▪ **Valore locativo medio (basato sui prezzi mediamente correnti sul mercato)**

Come risulta dalla Banca dati delle quotazioni immobiliari dell'Agenzia del Territorio, nell'area (Roggiano Gravina (CS)/Zona semi centrale/Microzona catastale 1) il costo mensile di locazione dei negozi oscilla da 4,3 a 6,3 Euro per metro quadro.

Considerata la superficie di vendita del supermercato, pari a 650 mq, si perviene ad un costo mensile variabile da Euro 2.795 a Euro 4.095, mediamente pari a Euro 3.445.

Moltiplicando tale ultimo valore per 12 si ottiene il valore locativo medio, pari a **Euro 41.340,00**.

I valori locativi, sia quello effettivo che quello medio, sono sensibilmente più bassi del valore ottenuto con il metodo principale di valutazione, pari a Euro 60.000,00.

Ciononostante, la differenza esistente tra i canoni di fitto (annuali) correnti sul mercato e quelli fissati contrattualmente, pari a Euro 11.340,000 (41.340,00-30.000), rappresenta un valore implicito per il soggetto che acquisisce il ramo aziendale e subentra nel contratto di fitto alle condizioni favorevoli ivi pattuite (per le economie di spesa conseguibili negli anni), che legittima il maggior valore riconosciuto alla licenza commerciale in questa sede attraverso il metodo principale di valutazione.

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 di Roggiano Gravina (CS) vengono assunti pedissequamente i valori stimati dal perito in sede di inventario, pari a Euro 31.000,00.

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 91.000 (di cui Euro 60.000 per la componente avviamento ed Euro 31.000 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 **ALVI SPA - Supermercato di Roggiano Gravina (CS)**

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	€ 91.000	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		€
	3,50%	5,10%	1	1,50%	7,10%			7.078,70
Valore della componente di avviamento rappresentata dall'autorizzazione commerciale	Valore aggiunto per mq di superficie di vendita	Incidenza media dell'utile netto sul valore aggiunto	Utile netto per mq di superficie di vendita	Mq di superficie di vendita del supermercato	Utile netto dell'esercizio	Valore azienda	Riduzione del 39,6% di valore non attribuibile alla licenza	Valore finale autorizzazione commerciale
	152,10	7,16%	10,89	650	7.078,70	99.700	39.700	60.000
VALORE FINALE						Valore dell'autorizzazione commerciale		€ 60.000
						Attrezzature, arredi ed impianti		€ 31.000
						Valore del ramo aziendale		€ 91.000

Salerno, li 15 marzo 2010

In fede

Dott. Enrico Lanzara