

TRIBUNALE DI SALERNO
- Sezione Fallimentare -

FALLIMENTO N. 25/10 SANNIO DISCOUNT SRL

Giudice delegato Dott. Giorgio Jachia

Curatore Fallimentare: Dott. Antonio Morese

**RELAZIONE DI STIMA DEL VALORE DI AZIENDA DELL'ESERCIZIO
COMMERCIALE DELLA "SANNIO DISCOUNT SRL"
SITO IN SAN SALVATORE TELESINO (BN), C/DA CESE NOVE**

Salerno, 13 maggio 2010

Il CT
Dott. Raffaele D'Arienzo

Indice

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.....	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	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 (R).....	15
5.1.2	Tasso di attualizzazione (i).....	18
6	Metodologia di controllo.....	22
6.1	Metodo diretto della percentuale sul fatturato.....	22
7	VALORE FINALE E CONCLUSIONI.....	24
	ALLEGATI.....	Errore. Il segnalibro non è definito.

1 PREMESSA

1.1 OGGETTO DELL' INCARICO

Il sottoscritto Dott. Raffaele D'Arienzo, dottore commercialista iscritto al n. 899 sez. A dell'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Salerno, ha ricevuto in data 22/04/2010, dalla Curatela del Fallimento Sannio Discount S.r.l., l'incarico di procedere alla valutazione di un ramo aziendale di sua proprietà costituito da un supermercato sito nel comune di S. Salvatore Telesino (BN) alla contrada Cese Nove s.n.c..

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 S. Salvatore Telesino, 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 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, conseguenzialmente, 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 modo positivo.

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	SANNIO DISCOUNT S.R.L.			
Stato	-Dichiarata fallita dal Tribunale di Salerno con Sent. N. 25-2010 DEL 12-15 aprile 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-348842	Codice fiscale	04188770657
Capitale sociale	Sottoscritto	Euro 10.000,00	Versato	Euro 10.000,00
Amministrazione ante liquidazione	Sistema	Amm. Unico	Legale rappresentate	

2.1.3 Profilo della Società proprietaria

La società proprietaria del ramo aziendale è stata costituita in data 04/11/2004, sotto forma di Società a responsabilità limitata.

Il capitale sociale, pari a Euro 10.000, è suddiviso secondo la tabella seguente:

NOMINATIVO	QUOTA	N. Quote
Italia Invest srl	17%	1.667
	16%	1.666
	17%	1.667
	17%	1.667

	17%	1.667
	16%	1.666

Con sentenza n. 25/10 del 12 aprile 2010, depositata in Cancelleria il 15 aprile, la Società è stata dichiarata fallita dal Tribunale di Salerno, 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 (Super Discount) autonomo, non inserito in centro commerciale	
Sede SUPERMERCATO	S. Salvatore Telesino (BN), contrada Cese Nove s.n.c.
Superficie complessiva mq. 550,00	Immobile condotto in locazione, procedura di sfratto in corso ma convalidato dopo il fallimento

Il ramo aziendale da valutare è costituito da un supermercato autonomo, non inserito in un Centro Commerciale, con insegna "ALVI", sito in S. Salvatore Telesino (BN) alla contrada Cese Nove s.n.c..

L'esercizio commerciale è stato avviato inizialmente dalla Società Discount Italia srl in virtù di Licenza n. 02 rilasciata dal Comune di S. Salvatore Telesino (BN) in data 10/01/1995.

Successivamente, la Sannio Discount srl è subentrata nella titolarità dell'attività per compravendita della suddetta licenza, tramite autorizzazione amministrativa MOD COM 3 Prot. N. 595 del 19/01/2007, rilasciata dal Comune di S. Salvatore Telesino (BN). Nel novembre 2009 essa è stata ceduta per subingresso alla Alpa Srl a seguito affitto di ramo d'azienda, ora risolto, ed allo stato è sospesa.

La superficie complessiva dell'esercizio è pari a Mq. 550, adibiti sia ad uso alimentare sia ad uso non alimentare.

Autorizzazioni Sanitarie. Risultano inizialmente assegnate dal Comune di S. Salvatore Telesino in favore della Società Discount Italia srl e successivamente volturate a favore della Sannio Discount srl. (n. 3.998 del 30/06/1995 e parere veterinario dell'ASL Benevento 1 Prot. 858 del 30/03/1999)

▪ **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. 97667, Raccolta n. 37307 del Notaio Gustavo Trotta).

Attualmente l'esercizio commerciale è stato cessato, mentre con provvedimento del 15 aprile u.s. del Giudice Delegato dott. Jachia, e successiva scrittura privata tra la curatela del fallimento Alpa Srl e la curatela del fallimento Sannio Discount Srl, è stato risolto il succitato contratto di affitto di ramo di azienda, con conseguente rientro del punto vendita nella disponibilità economica della società fallita.

▪ **Contratto di locazione dell'immobile**

Dal contratto di locazione commerciale dell'immobile ubicato in San Salvatore Telesino (BN) alla Contrada Cesenove stipulato dalla Società Sannio Discount S.r.l. con la proprietaria dei locali Sig.ra [REDACTED] si rileva che lo stesso aveva durata di anni 6 + 6 con inizio dal 02/01/2009, al prezzo annuo di € 45.600,00 da pagarsi con rate mensili, aumentato fino a € 48.000,00 annui dal 2/01/2010.

Risulta notificato in data 8/03/2010 alla Società conduttrice AL.PA. S.r.l. l'atto di intimazione di sfratto per morosità e contestuale citazione per la convalida. L'ordinanza di convalida del Tribunale risulta comunque successiva alla data del fallimento della società e non notificata.

La valutazione viene effettuata, in questa sede, nell'ipotesi che l'attività possa essere validamente continuata presso la medesima unità locale di San Salvatore Telesino (BN), Contrada Cesenove, con pagamento di un canone equivalente a quello fissato contrattualmente o comunque in linea con il mercato dei valori locativi dell'area ove insiste il fabbricato.

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 un portafoglio limitato 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

Stante la condivisibile intenzione degli Organi della Procedura fallimentare della società proprietaria di salvaguardare i livelli occupazionali attualmente esistenti, e che le maestranze in essere potrebbero costituire un valore aggiunto 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 **San Salvatore Telesino** risultavano occupati n. 5 lavoratori dipendenti tutti con qualifica di operaio.

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 S. Salvatore Telesino, 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. La flessione 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, attenuando 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 in tempi di crisi e la percezione delle prospettive economiche spingono il consumatore verso un approccio all'acquisto sempre più meditato.

Dall'analisi del mercato si nota un progressivo incremento del peso dei prodotti cosiddetti "economici", a marca privata (*private label*), 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 stata favorita anche dalle oltre 10.000 referenze presenti nell'assortimento delle insegne della grande distribuzione, oltre che dal 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 (Episteme) risulta che la maggior parte degli intervistati (71%) reputa le *private label* una scelta razionale, all'insegna della maggiore convenienza.

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 (GDO).

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%). Di converso, 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 in particolare sui seguenti documenti:

- *valore corrispettivi realizzati nel 2008;*
- *visura camerale di Sannio Discount S.r.l.;*
- *copia autorizzazione comunale n. 2/95;*
- *copia autorizzazioni sanitarie;*
- *copia contratto di fitto di ramo d'azienda in favore di AL.PA. S.r.l.;*
- *copia Mod. COM3 presentato al Comune di San Salvatore Telesino e richiesta di sospensione dell'attività;*
- *copia inventario delle attrezzature e delle merci presenti presso il punto vendita;*
- *bilancio ufficiale 2007 e 2008;*
- *pianta organica dei dipendenti della società;*
- *contratto di locazione dell'immobile;*
- *studi economico-finanziari.*

4 SCHEMA DI LAVORO SEGUITO

Le elaborazioni sono state eseguite sulla base dei predetti documenti.

Sono state acquisite informazioni dal responsabile del punto vendita, al fine di valutare il valore di mercato e l'effettiva potenzialità del supermercato.

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 Sannio Discount 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:

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

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:

$$\mathbf{R / i}$$

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 1.380.000,00** valore netto arrotondato raggiunto nell'annualità 2008 dalla Sannio Discount S.r.l. nel punto vendita di Contrada Cese Nove s.n.c. in S. Salvatore Telesino (BN), ultimo esercizio che possiamo considerare "a regime", prima che i prodromi dello stato di insolvenza manifestassero la loro virulenza.

La Curatela non risulta in possesso dei dati disaggregati del fatturato del punto vendita negli anni precedenti, ma dall'analisi del bilancio della Sannio Discount srl relativi all'anno 2008 e 2007 possiamo desumere una sostanziale tenuta dei fatturati e degli indici analitici nei valori considerati.

Si riportano riassuntivamente i valori considerati.

	Fatturato Supermercato S. Salvatore Telesino (BN) Contrada Cese Nove s.n.c.	
Gestione anno 2008	Corrispettivi Lordi	Corrispettivi netti (11,50%)
Sannio Discount srl	€ 1.540.567,00	€ 1.381.674,00

- **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 ascrivibile ai futuri esercizi.

Fatturato annuo Euro 1.380.000,00 x 1% = Reddito medio prospettico di **Euro 13.800**.

▪ **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 commerciale:

Euro 13.800 / 0,071 = **Euro 194.366,00 (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.

Nella prassi valutativa, la Licenza commerciale è data dalla formula **L = R - K**, ove

L Licenza

R Valore aziendale

K Patrimonio

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 **25,94%**, pari a Euro 50.412 (dato dal valore degli impianti, attrezzature e arredi inventariati dall'Ufficio fallimentare), in quanto uniche attività valorizzabili, determinando il valore netto della licenza commerciale in Euro **143.954**.

Infatti, le rimanenze di merci rinvenute presso il punto vendita all'atto del fallimento, per un valore di circa € 20.904,00, risultano di difficile alienazione ed attualmente quasi del tutto deperite, mentre i crediti vantati al momento della dichiarazione del fallimento possono ritenersi di fatto inesigibili, poiché strutturati quasi nella loro totalità nei confronti della società AL.PA. srl, anch'essa fallita.

Dal valore dell'Azienda al valore della Licenza commerciale

Detrazione	Oggetto	Riduzione
Beni strumentali	Incidenza dei beni inventariati sul valore aziendale	€ 50.412
	%	25,94%

Valore dell'azienda	€ 194.366	100%
Riduzione	€ 50.412	25,94%
Valore della Licenza	€ 143.954	74,06%

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
Cerved: Distribuzione dettaglio solo Distribuzione Alim. (Codice 47.11)	8,3%	7,1%	8,2%	5,2%	ND	7,2%
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 tal modo 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 quindicinali, al netto dell'aliquota fiscale.

In particolare è stato utilizzato il rendimento dei BTP quindicinali con scadenza 01/08/2021, collocato in data 16/02/2010, vita residua 11 anni, con un rendimento lordo del 4,04% (netto 3,54%) ed aventi ad 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 nel valutare il differenziale nel leverage di settore, è stato applicato un coefficiente Beta pari a **1**, nonostante per il reparto 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 0,66 da Damodaran, (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>) sito specialistico di riferimento del settore, aggiornato al gennaio 2010).

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 desume che i valori ivi indicati contemplan 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 **11,25%**, corrispondente a quella minima indicata in tabella per i minimarket in "altra posizione", ridotta di circa il 1/4.

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 riattivare velocemente l'attività per ristabilire l'area di attrazione della clientela
- d) 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 1.380.000) la percentuale ritenuta congrua del **11,25%** si ottiene per la licenza commerciale un valore di **Euro 155.250**.

Esso risulta sufficientemente coevo al valore calcolato con il metodo principale, discostandosene in aumento di circa l'7,28%.

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 50.412,00.

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 194.366,00 di cui Euro 143.954,00 per la componente licenza ed Euro 50.412,00 per i beni strumentali.**

FALLIM. SANNIO DISCOUNT SRL N. 25/10

PUNTO VENDITA DI SAN SALVATORE TELESINO (BN), C/DA CESENOVE

VALORE STIMATO AUTORIZZAZIONE COMMERCIALE	€ 143,954,00
VALORE ATTREZZATURE ARREDI E IMPIANTI (COME DA INVENTARIO)	€ 50.142,00
VALORE COMPLESSIVO DEL RAMO AZIENDALE	€ 194.366,00

Salerno, li 13 maggio 2010

In fede
Dott. Raffaele D'Arienzo

ALLEGATI:

- *visura camerale di Sannio Discount S.r.l.;*
- *copia autorizzazione comunale n. 2/95 ;*
- *copia autorizzazioni sanitarie;*
- *copia contratto di fitto di ramo d'azienda in favore di AL.PA. S.r.l.;*
- *copia Mod. COM3 presentato al Comune di S. Salvatore Telesino e richiesta di sospensione dell'attività;*
- *copia inventario delle attrezzature presenti presso il punto vendita;*
- *copia inventario delle merci presenti presso il punto vendita;*
- *bilancio ufficiale 2007 e 2008;*
- *contratto di locazione dell'immobile;*
- *pianta organica dei dipendenti della società.*