Enrico Maria Barone
Dottore Commercialista
Revisore Legale

- * - * - * - * -

PERIZIA DI STIMA DEL VALORE ECONOMICO DEL RAMO D'AZIENDA DELLA SOCIETA' FALLITA IL COLONNATO S.R.L. IN LIQUIDAZIONE

- * - * - * - * -

Via Montevideo 12 - 00198 Roma
Telefono 06-35340459
mail: e.barone@bbdm.it mail pec: enricobarone@legalmail.it

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

INDICE

1.	INTRODUZIONE	3
1.1	*Premesse e finalità dell'incarico*	*3*
1.2	*Attività svolta e documentazione analizzata*	*3*
1.3	*Assunzioni e limitazioni*	*3*
2.	PROFILO DELLA SOCIETÀ IL COLONNATO S.R.L. IN LIQ.NE	5
3.	PROFILO DELLA SOCIETÀ ***	8
4.	IL CONTRATTO DI AFFITTO DI RAMO D'AZIENDA	9
5.	PROCEDIMENTO DI VALUTAZIONE	12
6.	LA VALUTAZIONE	24
7.	CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE	29

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

1.INTRODUZIONE

1.1 PREMESSE E FINALITÀ DELL'INCARICO

Con provvedimento del G.D. Dott.ssa Caterina Bordo in data 18/27.07.2023, con il quale è stato approvato il programma di liquidazione del fallimento n. 2/2023 di Il Colonnato S.r.l. in liquidazione (nonché l'esecuzione degli atti conformi ad esso), predisposto dal curatore Dott.ssa Maria Landolfi, lo scrivente dott. Enrico Maria Barone, dottore commercialista iscritto all'Albo di Roma al numero AA-009624 e revisore legale iscritto al numero 153395, con studio in Roma, via Montevideo 12, ha ricevuto l'incarico di redigere una perizia di stima del valore economico del ramo d'azienda di proprietà della società fallita Il Colonnato S.r.l. in liquidazione, corrente in Roma, Piazza del Sant'Uffizio n. 6/7, attualmente concesso in locazione alla società [redacted] **(All. n. 1)**.

1.2 ATTIVITÀ SVOLTA E DOCUMENTAZIONE ANALIZZATA

L'attività di stima è stata realizzata basandosi esclusivamente sui dati e sulle informazioni di seguito indicati:

1. bilanci di esercizio di Il Colonnato S.r.l. del periodo 2017-2018;
2. bilanci di esercizio di [redacted] del periodo 2020-2023;
3. contratto di affitto di ramo d'azienda, registrato in Roma il 13.07.2022.

1.3 ASSUNZIONI E LIMITAZIONI

La presente Relazione di stima deve essere analizzata e considerata alla luce delle seguenti ipotesi di lavoro e limitazioni:

1) tutte le informazioni che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della presente relazione sono state estratte dai bilanci d'esercizio;

2) lo scrivente non ha effettuato alcuna forma di revisione relativamente alla documentazione di natura contabile ed extracontabile;

3) l'incarico non ha previsto, con riferimento ai documenti utilizzati, lo svolgimento di verifiche contabili integrative;

4) la relazione di stima, di cui al presente documento, non costituisce garanzia della veridicità della documentazione fornita e delle informazioni utilizzate. Di esse, considerate sia nella loro totalità che singolarmente, la perizia costituisce né avallo, né una condivisione, né un giudizio, bensì solamente la loro mera elaborazione secondo

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

rigorosi principi metodologici e scientifici, normalmente applicabili per la valutazione delle aziende;

5) allo scrivente, inoltre, non sono state comunicate violazioni di regolamenti o di norme di alcun genere i cui effetti avrebbero dovuto essere presi in considerazione ai fini della stima del valore economico dell'azienda;

6) le stime effettuate sono state formulate alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e, pertanto, non tengono conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e non prevedibili (nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale, catastrofi naturali, sociali e politiche, nazionalizzazioni, etc.);

7) le conclusioni esposte nella Relazione sono basate sul complesso delle valutazioni in esso contenute; pertanto, nessuna parte della stessa potrà essere utilizzata disgiuntamente rispetto al documento nella sua interezza.

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

2. PROFILO DELLA SOCIETÀ IL COLONNATO S.R.L. IN LIQ.NE

Il Colonnato S.r.l. in liquidazione (C.F. 00957330582) è una società attiva nel settore della ristorazione, costituita nel 1969, con sede legale in Roma, Piazza del Sant'Uffizio n. 6/7, ove è presente un locale bar pasticceria, prospicente al colonnato di Piazza San Pietro in Vaticano **(All. n. 2)**.

L'oggetto sociale consiste in *"l'acquisto, la cessione, la conduzione in proprio e per conto terzi di esercizi pubblici in genere, di rappresentanze inerenti alla conduzione di detti esercizi pubblici, di concessione di rivendite governative; potrà, inoltre, esercitare il commercio, e pertanto comprare e vendere, tutto quanto di cui appresso: prodotti alimentari freschi e comunque conservati, compresi il pane, il latte e i derivati e le bevande, anche alcooliche; carni di tutte le specie animali, fresche, conservate e comunque preparate e confezionate - frattaglie - salumi – uova (…) pasticceria fresca e conservate - gelati - dolciumi freschi e conservati - bevande, anche alcooliche (…)"*

Il capitale sociale di nominali € 93.600,00 è ripartito tra i soci :

- [redacted] per una quota di nominali € 47.736,00 (51% del capitale sociale), quota sottoposta a pignoramento;
- [redacted] per una quota di nominali € 16.224,00 (17,34% del capitale sociale);
- [redacted] per una quota di nominali € 15.600,00 (16,66% del capitale sociale);
- [redacted] per una quota di nominali € 14.040,00 (15% del capitale sociale).

Denominazione Sociale	Il Colonnato S.r.l. in liquidazione in fallimento n. 2/2023 Tribunale di Roma
Sede Legale	Roma, Piazza del Sant'Uffizio n. 6/7
Codice Fiscale **Partita IVA**	00957330582 00946441003
Numero REA	RM 322336
Data Atto di Costituzione	24.05.1969
Forma Amministrativa	Società a responsabilità limitata
Legale rappresentante	[redacted]
Curatore fallimentare	Dott.ssa Maria Landolfi
Capitale Sociale	Euro 93.600,00

La società, sino alla data di rilascio del 04.09.2020 (a seguito di risoluzione contrattuale con effetto dal 01.07.2020) del locale sito in Roma, Piazza del Sant'Uffizio n. 6/7, esercitava

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

l'attività di somministrazione di alimenti e bevande (bar tavola-calda), in virtù dell'autorizzazione amministrativa n. 1728, rilasciata dal Comune di Roma in data 28.03.1994 (oltre a quella di commercio di pasticceria, dolciumi, con dichiarazione di attività in deroga presentata al Comune di Roma in data 15.12.2016) e del contratto di locazione stipulato, in data 31.12.2015, con la [redacted] registrato presso l'Agenzia delle Entrate, Ufficio Territoriale di Roma 1 (serie 3T, numero 1599) al canone mensile di € 13.000,00.

In data 30.07.2020, l'assemblea dei soci deliberava la messa in liquidazione della società, ai sensi dell'art. 2484 c.c., co. 1 n. 2 per impossibilità di raggiungimento dell'oggetto sociale, nominando liquidatore il Sig. [redacted]

Con contratto di affitto di ramo d'azienda con patto di opzione di acquisto, registrato in Roma il 13.07.2022 (n. 24536, Serie 1/T), autenticato nelle firme dal notaio Paola Pellegrini (rep. 4375, racc. 2841), Il Colonnato S.r.l. in liq.ne, rappresentata dal liquidatore [redacted] ha concesso in affitto alla società [redacted] rappresentata dalla Sig.r[redacted] il ramo d'azienda corrente in Roma, Piazza del Sant'Uffizio n. 6/7, avente ad oggetto l'attività di ristorazione al pubblico, bar, tavola calda e pasticceria, di cui meglio si dirà nel prosieguo.

E' bene evidenziare, fin d'ora, che **Il Colonnato S.r.l. in liquidazione ha concesso in affitto il ramo d'azienda in data 13.07.2022 a [redacted] allorquando i locali presso i quali veniva esercitata l'azienda**, siti in Roma Piazza del Sant'Uffizio n. 6/7, **non erano più nella sua disponibilità**, avendo effettuato il rilascio già in data 04.09.2020.

Pertanto, il ramo d'azienda concesso in affitto in data 13.07.2022, non è comprensivo anche del contratto di locazione delle mura, contratto che è stato poi sottoscritto da [redacted]. direttamente con l'ente proprietario dei locali nel mese di settembre 2020.

Ne consegue che, in ipotesi di risoluzione anticipata del contratto di affitto di ramo d'azienda e/o di cessazione del contratto per mancato rinnovo ed ancora nel caso di mancato esercizio del diritto di opzione di acquisto da parte dell'attuale affittuaria, la procedura fallimentare rientrerebbe in possesso di un ramo d'azienda costituito esclusivamente da beni mobili e dalla licenza commerciale, meglio descritti nel prosieguo.

Nello stesso modo, si sottolinea che nel caso in cui la procedura ceda il suddetto di ramo

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

d'azienda, chi lo acquista non potrebbe essere certo di avere la disponibilità dell'immobile considerato che alla data odierna è oggetto del contratto sottoscritto da [redacted] direttamente con l'ente proprietario dei locali nel mese di settembre 2020.

Con sentenza n. 4 del 12.01.2023 il Tribunale di Roma – Sezione fallimentare – ha dichiarato il fallimento n. 2/2023 di Il Colonnato S.r.l. in liquidazione, nominando Giudice Delegato la Dott.ssa Caterina Bordo e curatore fallimentare la Dott.ssa Maria Landolfi.
Si riportano di seguito i dati economico patrimoniali contenuti nell'ultimo bilancio depositato da Il Colonnato S.r.l. in liq.ne presso il Registro delle Imprese, risalente all'esercizio 2018 **(All. n. 3):**

Bilancio al 31/12/2018 - Stato patrimoniale			
Immobilizzazioni immateriali	45.701	Capitale sociale	93.600
Immobilizzazioni materiali	41.539	Riserva legale	-
Immobilizzazioni finanziarie	30.480	Altre riserve	2
Rimanenze	17.650	Utili/perite portate a nuovo	- 10.782
Crediti	1.123.970	Utile/perdita dell'esercizio	10.287
Disponibilità liquide	20.509	**Patrimonio netto**	**93.107**
Ratei e risconti	210	TFR	274.972
		Debiti	894.134
		Ratei e risconti	17.846
Totale attivo	**1.280.059**	**Totale passivo**	**1.280.059**

Bilancio 31/12/2018 - Conto economico	
Ricavi delle vendite	1.129.315
Altri ricavi	30.395
Totale valore della produzione	**1.159.710**
Costi per materie prime, suss. e di cons.	318.720
Costi per servizi	145.547
Costi per godimento beni di terzi	196.006
Costi per il personale	441.157
Ammortamenti e svalutazioni	16.417
Variazione delle rimanenze	- 814
Oneri diversi di gestione	23.754
Totale costo della produzione	**1.140.787**
Differenza tra valore e costo della prod.	**18.923**
Proventi ed oneri finanziari	- 22.899
Risultato prima delle imposte	**- 3.976**
Imposte	- 14.263
Perdita dell'esercizio	**10.287**

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

3. PROFILO DELLA SOCIETÀ [redacted]

[redacted] una società attiva nel settore della ristorazione, costituita nel settembre 2020, con sede legale in Roma, Piazza del Sant'Uffizio n. 6/7, ove è presente, come già descritto, un locale bar pasticceria **(All. n. 4)**.

L'oggetto sociale consiste nel *"attività di ristorazione, bar, pubblico esercizio di vendita al pubblico di ogni genere di pietanza, cibo, bevanda di qualsivoglia genere, dolciumi, prodotti di pasticceria, gelateria (…)"*

Il capitale sociale di nominali € 20.000,00 è ripartito tra i soci :

- [redacted] per una quota di nominali € 9.000,00 (45% del capitale sociale);
- [redacted] per una quota di nominali € 3.000,00 (15% del capitale sociale);
- [redacted] per una quota di nominali € 8.000,00 (40% del capitale sociale).

La società, sin dalla costituzione e poi **in ragione del contratto di affitto del ramo d'azienda di proprietà della società fallita Il Colonnato S.r.l. in liquidazione**, svolge l'attività di somministrazione di alimenti e bevande (bar tavola-calda) in Roma, Piazza del Sant'Uffizio n. 6/7, **in virtù dell'autorizzazione amministrativa n. 1728**, rilasciata dal Comune di Roma in data 28.03.1994 (oltre a quella di commercio di pasticceria, dolciumi, con dichiarazione di attività in deroga presentata al Comune di Roma in data 15.12.2016) **e del contratto di locazione stipulato direttamente nel settembre del 2020 con la Curia Generalizia Agostiniana con sede in Roma, via Paolo VI n. 25** (C.F. 97017590585).

La società è amministrata dalla Sig.ra [redacted]

Denominazione Sociale	[redacted]
Sede Legale	
Codice Fiscale Partita IVA	
Numero REA	
Data Atto di Costituzione	
Forma Amministrativa	
Legale rappresentante	
Capitale Sociale	

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Si riportano di seguito i dati economico patrimoniali contenuti nell'ultimo bilancio depositato da [redacted] presso il Registro delle Imprese, risalente all'esercizio 2023 **(All. n. 5):**

Bilancio al 31/12/2023 - Stato patrimoniale			
Immobilizzazioni immateriali	35.363	Capitale sociale	20.000
Immobilizzazioni materiali	23.901	Riserva legale	2.000
Immobilizzazioni finanziarie	1.083	Altre riserve	-1
Rimanenze	3.908	Utili/perite portate a nuovo	42.050
Crediti	65.267	Utile/perdita dell'esercizio	10.878
Disponibilità liquide	69.474	**Patrimonio netto**	**74.927**
Ratei e risconti	539	TFR	12.333
		Debiti	111.191
		Ratei e risconti	1.084
Totale attivo	**199.535**	**Totale passivo**	**199.535**

Bilancio 31/12/2023 - Conto economico	
Ricavi delle vendite	770.933
Altri ricavi	29
Totale valore della produzione	**770.962**
Costi per materie prime, suss. e di cons.	287.683
Costi per servizi	146.085
Costi per godimento beni di terzi	88.900
Costi per il personale	201.718
Ammortamenti e svalutazioni	7.155
Variazione delle rimanenze	687
Oneri diversi di gestione	20.950
Totale costo della produzione	**753.178**
Differenza tra valore e costo della prod.	**17.784**
Proventi ed oneri finanziari	- 97
Risultato prima delle imposte	**17.687**
Imposte	6.809
Utile dell'esercizio	**10.878**

4. IL CONTRATTO DI AFFITTO DI RAMO D'AZIENDA

Con contratto di affitto di ramo d'azienda con patto di opzione di acquisto, registrato in Roma il 13.07.2022 (n. 24536, Serie 1/T), autenticato nelle firme dal notaio Paola

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Pellegrini (rep. 4375, racc. 2841), Il Colonnato S.r.l. in liq.ne, rappresentata dal liquidatore [redacted] ha concesso in affitto alla società [redacted] il ramo d'azienda corrente in Roma, Piazza del Sant'Uffizio n. 6/7, avente ad oggetto l'attività di ristorazione al pubblico, bar, tavola calda e pasticceria **(All. n. 6)**.

Nelle premesse del contratto si legge che la concedente aveva risolto il contratto di affitto delle mura dell'esercizio commerciale ove svolgeva l'azienda con effetto dal 01.07.2020 e di aver liberato i locali in data 04.09.2020.

All'art. 1 del contratto si legge che *"la Concedente concede in affitto all'Affittuaria, che accetta nello stato di fatto e di diritto in cui versa e si trova, il Ramo d'Azienda costituito esclusivamente dai beni, titoli abilitativi, licenze, suppellettili e rapporti di cui all'allegato "A""*.

Il suddetto allegato denominato *"inventario beni, titoli e attrezzature del Ramo d'azienda Il Colonnato"*, individua il seguente perimetro di beni immateriali e beni mobili costituenti il ramo d'azienda oggetto del contratto:

quantità	Descrizione	valore
1	Licenza per alimenti e bevande Comune di Roma "tipo B" del 15/12/2016	-
1	Retro banco self service – 2 cassetti frigo – 1 sportello frigo	€ 500,00
1	Vasca refrigerante	€ 10,00
1	Spremiagrumi	€ 100,00
1	Frullatore	€ 100,00
100	Sedie interno	€ 1.000,00
19	Sedie esterno	€ 700,00
5	Ombrelloni esterno (di cui 3 rotti)	€ 200,00
6	Vasi per piante esterno	€ 500,00
6	Divisori per tavoli trasparenti esterno	€ 100,00
7	Tavoli da esterno	€ 140,00
12	Tavoli da 6 pax interno	€ 360,00
2	Tavoli da 4 pax interno	€ 40,00
5	Tavoli da 2 pax interno	€ 50,00
100	Vassoi	€ 70,00
244	Forchette	€ 50,00
244	Coltelli	€ 50,00
60	Cucchiai	€ 20,00
100	Bicchieri	€ 30,00
	Valore totale	**€ 4.020,00**

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Sempre all'art. 1 del contratto si legge che l'Affittuaria si è impegnata a farsi carico dei debiti della concedente per TFR verso 4 lavoratori dipendenti, fino all'ammontare di € 70.534,56 e di debiti verso fornitori per l'ammontare complessivo di € 114.697,74.
Gli importi accollati dall'Affittuaria costituiscono, pertanto, parte del prezzo complessivo dei canoni e dell'importo convenuto per il diritto di riscatto del ramo d'azienda.

Quanto al canone di affitto, all'art. 4 del contratto è stato previsto il canone annuo di € 18.000,00, oltre Iva, da corrispondere in rate mensili anticipate di importo pari ad € 1.500,00, oltre Iva.

L'art. 3 disciplina la durata del contratto di affitto del ramo d'azienda, che le parti hanno convenuto in n. 3 anni, dal 13.07.2022 al 12.07.2025, salvo riscatto se intervenuto prima della scadenza naturale. E' stato previsto il rinnovo tacito di 1 anno fino ad esplicita disdetta con preavviso di 3 mesi.
All'art. 12 è stato stabilito che *"A partire dal terzo anno di durata del Contratto l'Affittuaria potrà esercitare (…) il diritto di opzione di acquisto del Ramo d'Azienda (…) a fronte di un corrispettivo per l'acquisto dell'Azienda pari ad Euro 54.000,00, oltre Iva ove applicabile, ridotto dell'ammontare dei canoni già corrisposti dall'Affittuaria alla Concedente"*.

Come anticipato nel paragrafo 2, si rammenta che **il Colonnato S.r.l. in liquidazione non è in possesso dei locali presso i quali viene svolta l'azienda, siti in Roma Piazza del Sant'Uffizio 6/7**, in quanto gli stessi sono stati oggetto di rilascio già in data 04.09.2020 a favore dell'Ente proprietario ed **in quanto [redacted], nel mese di settembre 2020, ha sottoscritto un nuovo contratto di locazione.**

Il curatore del fallimento n. 2/2023 di Il Colonnato S.r.l. in liquidazione è stato autorizzato a recedere, ex art. 79 l.f., dal sopra menzionato contratto di affitto di ramo d'azienda e, successivamente, ritenuto che *"sia importante mantenere in esercizio l'azienda al fine di poter ricavare dalla cessione il maggior valore possibile, ribadito che la stessa non può essere esercitata altrove considerato che già prima della dichiarazione di fallimento era stato risolto il contratto di locazione dell'immobile in Piazza del Sant'Uffizio 6/7 (in cui l'attività di somministrazione di alimenti e bevande veniva esercitata)"* è stato autorizzato ad affittare temporaneamente il ramo d'azienda alla [redacted] al canone mensile di Euro 1.500,00, oltre IVA.

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

5. PROCEDIMENTO DI VALUTAZIONE

La valutazione di un'azienda costituisce un processo di determinazione di valori soggettivi che deve, però, essere sempre costruito mediante uno schema logico, chiaro e condivisibile. Tale schema si fonda spesso sull'idea-base che il valore di un'azienda in un dato momento sia legato ai flussi dei risultati attesi (flussi di reddito, flussi di cassa), alla loro distribuzione nel tempo, al valore d'uso dei mezzi finanziari espresso dai tassi di investimento alternativi, al rischio che si associa all'investimento.

Tuttavia, che lo si affermi esplicitamente o nelle formule di valutazione, il valore intrinseco di un'azienda è sempre la risultante di due componenti:

1. un valore sostanziale o patrimoniale;
2. un valore immateriale, caratterizzato da un plusvalore d'uso rispetto agli investimenti alternativi.

Premesso che la determinazione del valore di una impresa dipende sempre dalla situazione soggettiva in cui la stessa si trova, la valutazione di un'azienda in funzionamento è fondata generalmente non soltanto sulla valutazione dei beni che la costituiscono ma anche sull'accertamento della corrente di reddito che da tali beni può diffondersi.

La dottrina economico-aziendale ha sviluppato diversi procedimenti di valutazione di un'impresa in funzionamento, e in particolare:

- metodi basati sulle attese di rendimento;
- metodi basati sulla consistenza patrimoniale.

I metodi da ultimo citati si traducono nella "riespressione" degli elementi patrimoniali, attivi e passivi, a valori correnti; le plusvalenze e le minusvalenze che emergono da tale processo, quindi, sommate algebricamente al patrimonio netto contabile dell'azienda nel momento di riferimento della stima, conducono a quello che viene comunemente definito "patrimonio netto corrente".

I metodi basati sulle "attese di rendimento", invece, sono quelli che fondano il valore dell'azienda sulle prospettive di risultato ad essa attribuibili, tenuto conto del grado di rischio, in termini di variabilità, associabile ai risultati stessi; il valore di un investimento nel capitale aziendale deriva dalle aspettative che gli sono riconosciute in termini di flussi di

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

rendimento, dalla loro distribuzione temporale e dall'incertezza che su di essi incombe. Sebbene ciò rappresenti un elemento comune ai metodi basati sulle "attese di rendimento", molteplici sono, invece, le differenziazioni e le versioni proposte per tali metodologie di valutazione.

Un primo elemento distintivo è rappresentato dalle modalità di espressione della grandezza-rendimento: si distinguono, infatti, metodi basati sul **reddito** (cosiddetti reddituali) e metodi basati sui **flussi di cassa** (cosiddetti finanziari).

Un secondo elemento distintivo è dato dalla natura dell'investitore nell'ottica del quale viene valutata la congruità del rendimento: si distinguono, a tal proposito, versioni che fanno riferimento al rendimento previsto a favore di **tutti gli investitori**, sia a titolo di capitale di credito che a titolo di capitale di rischio (cosiddette *unlevered*) e versioni che hanno come oggetto il solo rendimento destinato ai **titolari del capitale proprio** (cosiddette *levered*).

Dal punto di vista concettuale, le formule di tipo *unlevered* conducono, come risultato dell'attualizzazione, alla stima del valore economico dell'intero **capitale investito**, mentre le formule di tipo *levered* conducono direttamente al valore economico del **capitale proprio**.

Nelle prime il valore del capitale proprio è, pertanto, determinato in un momento successivo, sottraendo dal valore del capitale investito il valore corrente dell'indebitamento finanziario.
Dal punto di vista operativo, ciò che distingue i metodi basati sul reddito dai metodi basati sui flussi di cassa, sono i parametri espressivi del rendimento e del tasso.

I parametri espressivi del rendimento sono il **risultato economico operativo**, ovvero **il risultato netto**, nel cosiddetto *metodo reddituale*, il **flusso di cassa della gestione operativa**, ovvero il flusso di cassa per gli azionisti nel cosiddetto *metodo finanziario*.

Nell'ambito di ciascuna metodologia utilizzata, inoltre, a seconda della versione adottata (*levered* o *unlevered*) per la coerenza tra grandezza-rendimento e costo correlato, cambia anche la natura del parametro impiegato per l'attualizzazione dei flussi prospettici.

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

In particolare, nelle versioni levered il riferimento è al grado di remunerazione ritenuto congruo per gli azionisti o, più in generale, per i conferenti del capitale proprio; nelle versioni unlevered, invece, il riferimento è al costo dell'intero capitale investito.

***

I metodi patrimoniali

I procedimenti di valutazione di tipo patrimoniale sono distinti in:

i) metodo patrimoniale puro,

ii) metodi patrimoniali complessi.

Il metodo patrimoniale puro, che trova il suo punto di partenza nel capitale netto di bilancio, considera il valore dell'azienda da cedere pari al valore del capitale netto rettificato. Il capitale netto rettificato viene, per norma, calcolato mediante la riespressione a valori correnti degli elementi dell'attivo e del passivo patrimoniale.

E' noto, infatti, che il capitale netto contabile risulta determinato, con riferimento ad una certa data, secondo criteri di valutazione che si ispirano al criterio fondamentale della prudenza. Ne deriva che esso, in condizioni di economicità dell'impresa, appare sottostimato rispetto al suo valore corrente.

Il procedimento di rettifica si articola nelle seguenti fasi:

1) individuazione degli elementi attivi e passivi del capitale dell'impresa da valutare;

2) revisione contabile delle poste attive e passive;

3) calcolo delle rettifiche da apportare al patrimonio netto contabile;

4) stima finale del patrimonio netto rettificato.

Non volendo entrare nel merito delle modalità di rettifica delle singole poste di bilancio, sarà sufficiente affermare che, per quanto riguarda gli elementi dell'attivo, la ri-espressione a valori correnti avverrà utilizzando:

i) il criterio del valore di presunto realizzo per i beni destinati direttamente allo scambio;

ii) il criterio del valore di sostituzione per gli elementi c.d. "a realizzo indiretto".

Per le poste del passivo, invece, si farà riferimento al valore di presunta estinzione.

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Il valore del patrimonio netto rettificato, pertanto, verrà calcolato per differenza tra l'attivo ri-espresso a valori correnti ed il passivo ri-espresso a valori di estinzione; in formula:

$$K' = A' - P'$$

K' è il patrimonio netto rettificato;

A' rappresenta l'attivo ri-espresso a valori correnti;

P' costituisce il passivo ri-espresso a valori correnti.

Invero, il metodo patrimoniale puro non tiene in alcun conto degli elementi patrimoniali immateriali non contabilizzati, che, invece, rappresentano, di norma, elementi di fondamentale importanza per un complessivo apprezzamento del sistema aziendale. Tale metodologia non permette, inoltre, di considerare nella valutazione l'avviamento.

Nasce, per le sopra indicate ragioni, l'esigenza di elaborare metodi patrimoniali complessi.
L'espressione sintetica che meglio può esprimere i metodi patrimoniali complessi è la seguente:

$$W = K' + V.IMM$$

dove:

W è il valore del capitale economico dell'azienda;

K' è il valore del patrimonio netto rettificato;

V. IMM. è il valore dei beni immateriali non contabilizzati.

La metodologia in parola è ispirata alla teoria del "*goingconcernvalue*".
La teoria del "*goingconcernvalue*" nasce dall'idea che l'azienda da valutare, per il solo fatto di essere già in attività, può presentare dei valori immateriali positivi esistenti, ma non contabilizzati.

La determinazione del patrimonio netto rettificato non risulta dunque sufficiente per ottenere una corretta valutazione; occorre anche studiare e quantificare gli elementi immateriali non contabilizzati.
Si parlerà di bene immateriale di fronte ad un elemento che presenti le seguenti

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

caratteristiche:

1) sia all'origine di costi che abbiano una utilità differita nel tempo;

2) sia, almeno idealmente, trasferibile a terzi;

3) sia misurabile in termini di valore, risulti cioè portatore di un differenziale competitivo.

I metodi reddituali

I metodi reddituali stimano il valore del capitale economico d'azienda sulla base delle prospettive di redditività della gestione medesima:

$$W = \sum_{t=1}^{n} \frac{R_t}{(1+i_C)^t} + VA(TV_n)$$

$$= R_1(1+i_C)^{-1} + R_2(1+i_C)^{-2} + \cdots . + R_n(1+i_C)^{-n} + VA(TV_n)$$

dove:

Wè il valore economico dell'azienda;

R_1, R_2, $R_n$sono i redditi normali attesi;

i_cè il tasso di sconto;

$VA(TV_n)$ è il valore attuale del terminal value dell'azienda al tempo n.

Nell'ipotesi di perpetuità dei flussi, si avrà la metodologia pura o semplice, ovvero:

$$W = \frac{R}{i} = \frac{R}{i_C}$$

dove:

Rè il reddito medio normale atteso (o normale *standard*);

i o i_cè il tasso di congrua remunerazione del capitale economico[1].

La metodologia in parola richiede pertanto:

1)la stima dei flussi di reddito;

2)l'individuazione del periodo di riferimento della stima;

3)la stima del tasso di attualizzazione.

[1] Le indicazioni nel testo si riferiscono a metodologie *levered* o nette o *equity*. Per un approfondimento su tali metodologie e su quelle di tipo lordo o *entity* o *unlevered* si rimanda alla bibliografia citata in precedenza.

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

1) La stima dei flussi di reddito

Allo scopo di realizzare la prima fase della stima occorre adottare un metodo di previsione dei flussi reddituali attesi in modo tale da individuare, almeno in via approssimativa, i redditi che l'azienda è in grado di conseguire in futuro.

A tal proposito, la dottrina ha elaborato diverse metodologie di previsione dei flussi futuri.
Tra queste vanno ricordate:
a_1)il metodo dei risultati storici;
a_2)il metodo della estrapolazione dei risultati storici;
a_3)il metodo dei risultati programmati;
a_4)il metodo dell'innovazione.

Nel primo caso, il valore dei redditi futuri è fatto pari alla media aritmetica semplice o ponderata dei flussi di reddito realizzati negli ultimi tre o cinque esercizi.
Ovviamente, in via preliminare, è necessario "normalizzare" i suddetti redditi, ovvero depurarli dell'influenza di componenti transitori imputabili a politiche di bilancio e ad altri fattori.

Il metodo dell'estrapolazione delle risultanze passate (criterio di cui *sub* a_2) calcola il reddito atteso mediante l'interpolazione dei redditi normalizzati in funzione del carattere sistematico "tempo".

Il metodo dei risultati programmati (di cui *sub* a_3) fonda la stima dei redditi differenziali attesi sulla base delle previsioni effettuate dal *management* aziendale.

Il metodo dell'innovazione (di cui *sub* a_4), infine, è un procedimento che stima i flussi prospettici sulla base dei redditi che l'azienda potrebbe "virtualmente" conseguire in condizioni di normale funzionamento.

2) La individuazione del periodo di riferimento della stima

Per quanto concerne la seconda fase del metodo di stima delle aziende basato sui flussi reddituali, si può affermare che la scelta del periodo di riferimento ha natura necessariamente convenzionale.

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

In generale, gli atteggiamenti che più si riscontrano nella realtà operativa sono due:

- la durata dell'orizzonte temporale viene agganciata a condizioni oggettive e specifiche dell'azienda oggetto di valutazione (quali il ciclo di vita dei prodotti, la durata degli impianti ecc.);
- nella metodologia pura si ipotizza la durata infinita dell'orizzonte temporale.

3) La stima del tasso di attualizzazione

La terza fase nella quale si articola l'applicazione del metodo indicato consiste nella determinazione del tasso di attualizzazione; tale saggio può essere sinteticamente espresso dal seguente algoritmo:

$$i = i_1 + i_2$$

dove:

i_1 rappresenta il *risk free rate* o *price of time*,

i_2 rappresenta il premio per il rischio.

Sulla stima del primo addendo non sussistono particolari problemi dal momento che si vuole prendere come riferimento il valore medio del rendimento dei titoli di Stato per gli stessi periodi dei redditi considerati (principio della coerenza tra flussi e tassi).

Per quanto riguarda il calcolo del premio per il rischio, tre sono le tecniche di stima che hanno trovato ampia diffusione nella dottrina e nella prassi valutativa nazionale.
La prima è costituita dai cosiddetti ***metodi empirici***, che cercano di misurare il rischio attraverso una serie di indici. Sia la scelta, sia soprattutto la quantificazione e ponderazione delle diverse componenti del rischio esigono un'analisi rimessa di solito all'apprezzamento del Perito.

La seconda, che consiste nell'applicazione della ***Regola di Stoccarda***, si caratterizza in quanto i flussi reddituali, calcolati nei modi visti in precedenza, vengono abbattuti di una percentuale che varia tra il 10% ed il 30%.

La terza e più corretta tecnica di stima di i_2 è quella che si fonda sul ***Capital Asset Pricing Model***, in tal caso i_2 viene determinato nel seguente modo:

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

$$i_2 = \beta \cdot (PM) = \beta \cdot (R_m - i_1)$$

dove:

i_2 è il premio per il rischio;

ß è il *beta-factor* che misura il rischio della specifica azienda;

$(R_m - i_1)$ è il premio di mercato, essendo R_m, il rendimento medio atteso dal mercato.

I metodi finanziari

I metodi finanziari sono molto diffusi nel mondo anglo-sassone e in alcuni ambiti professionali, come quelli delle banche di investimento o degli analisti finanziari.

Tra i vantaggi che sono attribuiti a tale modello viene sottolineata la maggiore oggettività rispetto al criterio reddituale, in quanto esso esclude le voci di costo e di ricavo non aventi natura monetaria, la cui stima è esposta a giudizi soggettivi (ad es. la competenza tra più esercizi).

La teoria finanziaria afferma che il valore di un investimento dipende dal valore attuale dei flussi di cassa che l'investimento stesso genererà in futuro.

In sostanza, la formula di calcolo è la medesima dei metodi reddituali (anch'essi metodi per flussi) solo che al flusso economico si sostituisce un flusso di tipo finanziario.
Ovvero:

$$W = \sum_{t=1}^{n} \frac{Fl_t}{(1+i_C)^t} + VA(TV_n)$$

$$= Fl_1(1+i_C)^{-1} + Fl_2(1+i_C)^{-2} + \cdots . + Fl_n(1+i_C)^{-n} + VA(TV_n)$$

Che, nell'ipotesi di perpetuità dei flussi (metodologia pura o semplice) diventa:

$$W = \frac{F}{i} = \frac{F}{i_C}$$

Dove tutti i simboli assumono i significati già noti.

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

I metodi misti

Tali procedimenti di valutazione costituiscono una mediazione tra i metodi patrimoniali e quelli reddituali.

Si applicano, di norma, nei casi in cui i risultati ai quali si è pervenuti con l'uso dei metodi patrimoniali si discostano in modo rilevante da quelli ottenuti con i metodi reddituali.

La caratteristica di questi procedimenti è quella di determinare il valore dell'azienda considerando sia gli aspetti reddituali, sia il valore del patrimonio netto rettificato.

Tra le metodologie miste, è opportuno ricordare in questa sede il "***metodo del valor medio***", caratterizzato dall'assegnazione di un egual peso alla componente reddituale ed a quella patrimoniale, ed il metodo della stima autonoma dell'avviamento.
Il valore dell'azienda sarà, secondo il primo criterio indicato, fornito dalla seguente media aritmetica:

$$W = \frac{1}{2}\left[K' + \frac{R}{i}\right]$$

dove:

W è valore del capitale economico dell'azienda,
*K'*è valore del patrimonio netto rettificato,
Rè reddito medio prospettico,
*i*è tasso di attualizzazione.

Il secondo criterio cui si è fatto riferimento, il "***metodo della durata limitata dell'avviamento***" o metodo anglosassone, si sostanzia nel sommare al capitale netto rettificato K' il valore dell'avviamento. In formula:

$$W = K' + AVV.$$

dove:
Wè il valore del capitale economico dell'azienda,
K' è il patrimonio netto rettificato ;
AVV. è l'avviamento dell'impresa. Tale valore, che rappresenta il sovrareddito dell'impresa,

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

si calcola come segue:

$$AVV = (R - iK')a_{n\|i}$$

dove:

R è il reddito *medio* prospettico dell'impresa;

i è il saggio di attualizzazione/congrua remunerazione;

K' è il patrimonio netto rettificato;

iK' è la congrua remunerazione sul patrimonio netto rettificato;

n è il numero di anni di durata del sopraredditto.

an_i è il valore attuale di una rendita unitaria posticipata per n anni al tasso i.

Nel caso in cui si intenda stimare il reddito prospettico puntualmente per ciascun periodo di durata del sovrareddito, la formula valutativa assumerà la seguente connotazione:

$$AVV = \frac{(R_1 - iK')}{(1+i)} + \frac{(R_2 - iK')^2}{(1+i)^2} + \cdots + \frac{(R_n - iK')^n}{(1+i)^n}$$

Dove ai simboli già noti si aggiungono i redditi puntuali: R_1, R_2, R_n.

LA METODOLOGIA UTILIZZATA

Per la stima del valore economico del ramo d'azienda di proprietà della società fallita Il Colonnato S.r.l. in liquidazione si è inteso procedere utilizzando il Metodo Finanziario, opportunamente adattato tenendo conto delle specificità del caso in esame e della documentazione in possesso.

In particolare, considerato che il ramo d'azienda di proprietà della società fallita Il Colonnato S.r.l. in liquidazione è stato concesso in locazione all'affittuaria [redacted] e che la società fallita ha rilasciato i locali di Roma, Piazza del Sant'Uffizio n. 6/7 dal settembre 2020, la capacità del ramo d'azienda in oggetto di generare positivi flussi di cassa futuri attesi, può essere valutata esclusivamente sulla base dei dati contenuti nei bilanci di esercizio della società utilizzatrice [redacted]

[2] Il contratto è stato registrato nel luglio 2022 sebbene di fatto l'utilizzatrice abbia svolto l'attività presso i medesimi locali di Roma Piazza del Sant'Uffizio fin dalla sua costituzione del 2020 e con l'utilizzo della medesima licenza.

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

La formula di calcolo da applicare sarà pertanto:

$$W = \sum_{t=1}^{n} \frac{Fl_t}{(1+i_C)^t} + VA(TV_n)$$

$$= Fl_1(1+i_C)^{-1} + Fl_2(1+i_C)^{-2} + \cdots . + Fl_n(1+i_C)^{-n} + VA(TV_n)$$

dove:

Fl_1; Fl_2; …; Fl_n sono i flussi finanziari puntuali (= dello specifico anno);
n è la durata di stima dei flussi puntuali;
i_C è il tasso congruo di sconto dei flussi finanziari;
TV_n è il *terminal value* al tempo *n.*

In primo luogo, il metodo finanziario, prediligendo la valutazione basata su flussi finanziari generati, ben si adatta al caso di specie; come descritto in precedenza e con riguardo ai beni elencati nel contratto di affitto del ramo d'azienda a favore dell'utilizzatrice [redacted] .r.l., infatti, i beni strumentali che costituiscono il ramo d'azienda hanno un valore complessivo molto modesto per essere oggetto di valutazione.
In più è utile osservare che il principale ed unico *asset* facente parte del ramo d'azienda in oggetto è la licenza commerciale (autorizzazione amministrativa) n. 1728, rilasciata dal Comune di Roma in data 28.03.1994 (oltre a quella di commercio di pasticceria, dolciumi, con dichiarazione di attività in deroga presentata al Comune di Roma in data 15.12.2016).
Trattasi di un *asset* che non possiede un proprio valore commerciale ma che esprime valore economico solo in ragione dei flussi di cassa che consente di generare all'azienda e/o ramo d'azienda che, in ragione della stessa licenza, può operare in un determinato settore.

E' stato utilizzato il metodo del DCF unlevered che consente di giungere alla stima del valore economico del ramo d'azienda partendo dall'attualizzazione dei futuri flussi di cassa per gli azionisti e creditori (FCFF).
Ciò significa che l'attualizzazione dei flussi finanziari prospettici fornisce la stima del valore economico.

L'orizzonte di previsione analitica è fissato in cinque anni, in modo da coniugare la stima

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

dei risultati futuri con la necessaria ragionevolezza e prudenza.

Lo scrivente evidenzia che la stima del valore economico del ramo d'azienda in oggetto è basata sui risultati economici e sui flussi di cassa da essi derivanti prodotti da [redacted] (attuale utilizzatrice in ragione del contratto di affitto di ramo d'azienda con patto di opzione di acquisto, registrato in Roma il 13.07.2022, n. 24536, Serie 1/T). [redacted] svolge l'attività d'impresa e consegue i risultati economici che saranno nel seguito esaminati, anche in ragione del contratto di locazione dell'immobile sito in Roma, Piazza del Sant'Uffizio n. 6/7, stipulato nel settembre del 2020 con la Curia Generalizia Agostiniana, proprietaria delle mura.

Come segnalato in precedenza, Il Colonnato S.r.l. in liquidazione non è intestatario di un proprio contratto di locazione delle mura avendo risolto il contratto di locazione e rilasciato l'immobile di Piazza del Sant'Uffizio n. 6/7 fina dal mese di luglio 2020.

I risultati economici conseguiti da *** tramite l'esercizio dell'attività di somministrazione di alimenti e bevande (bar tavola-calda), sono determinati, oltre che dal possesso temporaneo dell'autorizzazione amministrativa n. 1728, rilasciata dal Comune di Roma in data 28.03.1994 (oltre a quella di commercio di pasticceria, dolciumi, con dichiarazione di attività in deroga presentata al Comune di Roma in data 15.12.2016) di proprietà di Il Colonnato S.r.l. in liquidazione, anche e, a parere dello scrivente, in misura preponderante, dalla posizione strategica dei locali di Piazza del Sant'Uffizio n. 6/7.

Trattasi infatti di locali posizionati in Vaticano, a ridosso di Piazza San Pietro che, soprattutto per l'esercizio dell'attività di somministrazione di alimenti e bevande, possono beneficiare di un vantaggio unico in termini di afflusso di turisti e, quindi, di consumatori.

Nell'ipotesi in cui si dovesse valutare il valore economico del ramo d'azienda oggetto della presente perizia, ipotizzando che l'attività venisse svolta, sempre in ragione dell'autorizzazione amministrativa n. 1728, rilasciata dal Comune di Roma in data 28.03.1994 (oltre a quella di commercio di pasticceria, dolciumi, con dichiarazione di attività in deroga presentata al Comune di Roma in data 15.12.2016), presso dei locali commerciali diversi, se pur posizionati nello stesso Municipio, l'esito della perizia di stima sarebbe evidentemente diverso.

Pertanto, i risultati esposti nella presente perizia di stima si devono intendere validi solo

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

se si assume che il ramo d'azienda venga esercitato presso i locali commerciali ove attualmente svolge l'attività di impresa la '***

6. LA VALUTAZIONE

La formula di calcolo finale sarà pertanto:

$$W = \sum_{t=1}^{5} \frac{Fl_t}{(1+i_C)^t} + VA(TV_n)$$

$$= Fl_1(1+i_C)^{-1} + Fl_2(1+i_C)^{-2} + \cdots . + Fl_n(1+i_C)^{-5} + VA(TV_n)$$

Dove tutti i simboli assumono i significati già noti.

Quanto precede implica che, nel prosieguo della perizia, ai fini della stima del valore economico del ramo d'azienda si dovranno calcolare:

i. i flussi puntuali futuri FCFF;
ii. l'arco temporale di riferimento di stima dei flussi puntuali. Tale arco temporale, come si è detto in precedenza, in ragione della specifica stima è fatto pari a 5 anni;
iii. il tasso di sconto;
iv. il terminal value.

*****

Il calcolo dei flussi finanziari futuri attesi.

Come detto, i flussi finanziari attesi del ramo d'azienda sono stati individuati sulla base dei dati storici estratti dai bilanci di esercizio dell'utilizzatrice ***

Trattasi in particolare dei risultati economici riguardanti del periodo 2021 - 2023 **(All. n. 6)**.

*** Si riporta di seguito una tabella riepilogativa dei risultati economici conseguiti da . nel periodo 2021-2023[3]:

[3] Lo scrivente ha escluso dall'analisi i dati dell'esercizio 2020 atteso che l'attività di impresa è stata avviata solo a partire dal mese di settembre e che i risultati conseguiti sono stati notevolmente influenzati dall'emergenza sanitaria Covid-19.

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

[redacted]	2021	2022	2023
ricavi complessivi	92.894	707.200	770.962
costi per materie prime, suss., di cons.	24.792	176.859	287.683
costi per servizi	22.536	158.179	146.085
costi per godimento beni di terzi	30.900	132.850	88.900
costi del personale	6.890	137.922	201.718
variazione rimanenze	- 2.274	- 2.321	687
oneri diversi di gestione	5.523	29.929	20.950
EBITDA	**4.527**	**73.782**	**24.939**
Ammortamento	1.387	5.847	7.155
Accantonamenti	-		
EBIT	**3.140**	**67.935**	**17.784**
oneri /proventi finanziari	12	208	97
oneri /proventidi gestione straordinaria	-		
REDDITO ANTE IMPOSTE	**3.128**	**67.727**	**17.687**
Imposte	-	4.112	6.809
Utile/perdita	**3.128**	**63.615**	**10.878**

Sulla base dati meglio descritti nel prosieguo, lo scrivente ha individuato il valore del flusso di cassa medio atteso.

I FCFF del periodo sono stati così individuati:

	2021	2022	2023
EBIT	3.140	67.935	17.784
Imposte figurative 28,8%	904	19.565	5.122
NOPAT	2.236	48.370	12.662
+ costi non monetari	1.387	5.847	7.155
Flusso di cassa operativo lordo	3.623	54.217	19.817
+/- componente finanziaria	12	208	97
+/- componente straordinaria			
FCFF	3.635	54.425	19.914
Flusso di cassa medio	25.991		

Si precisa che il flusso medio è la risultante della media ponderata dei flussi di cassa di ciascuno degli esercizi considerarti.

Ne consegue che il flusso di cassa medio storico è stato determinato in **€ 25.991**.

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Nonostante i risultati economici positivi e crescenti, in termini di ricavi complessivi, registrati da [redacted] nel periodo considerato, lo scrivente ritiene in via prudenziale di non applicare percentuali di incremento rispetto al flusso di cassa medio ai flussi di cassa futuri attesi nel periodo di 5 anni

Pertanto, i flussi di cassa futuri attesi, non ancora attualizzati, sono i seguenti:

Periodo (t)	Flusso di cassa atteso
0	25.991
1	25.991
2	25.991
3	25.991
4	25.991
5	25.991

Il calcolo del tasso di attualizzazione.

Il tasso di attualizzazione (tasso di sconto) può essere sinteticamente espresso dalla seguente espressione[4]:

$$Wacc = Ke*E/(E+D) + Kd*(1-t)*D/(D+E)$$

dove:

Ke rappresenta il costo del capitale di rischio;

E rappresenta il valore del patrimonio netto;

D rappresenta il valore dell'indebitamento complessivo;

Kd*(1-t) rappresenta il costo del capitale di debito al netto della deducibilità fiscale;

E/(E+D) rappresenta il peso del capitale proprio sul capitale totale;

D/(D+E) rappresenta il peso del capitale di debito sul capitale totale.

[4] Il Wacc è stato quantificato utilizzando, con riguardo alle componenti "E" e "D", i dati dello stato patrimoniale di*** riportati nel bilancio al 31.12.2023

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Individuazione della componente Ke

Il tasso di attualizzazione Ke può essere sinteticamente espresso dal seguente algoritmo:

$$Ke = i_1 + i_2$$

dove:

i_1 rappresenta il *risk free rate* o *price of time*,

i_2 rappresenta il premio per il rischio.

Sulla stima del **tasso privo di rischio** (*risk free rate*) non sussistono particolari problemi dal momento che si suole prendere come riferimento il valore del rendimento dei titoli di Stato.

Si tratta, in particolare, del rendimento al netto delle imposte e al netto dell'inflazione calcolato sulla base dei BTP a cinque anni, pari al 2,88%.

Per quanto riguarda il calcolo del **premio per il rischio** si è applicato il *Capital Asset Pricing Model*, in tal caso i_2 viene determinato nel seguente modo:

$$i_2 = \beta * PM = \beta * (R_m - i_1)$$

dove:

i_2 è il premio per il rischio;

β è il beta-factor che misura il rischio della specifica azienda;

$PM = (R_m - i_1)$ è il premio di mercato, essendo R_m il rendimento medio atteso di mercato.

Con riferimento all'azienda in valutazione, in assenza di quotazione e dunque di un valore proprio del coefficiente beta, si è utilizzato il beta pari a 1,2 proprio del settore ristorazione[5].

Il premio di mercato è stato fissato al 6,00% come indicato dalla principale prassi valutativa.

Il valore del premio per il rischio i_2 è dunque pari a 3,64%.

*

Il valore complessivo del tasso di sconto *Ke* è quindi pari a:

5 Fonte: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

$$Ke = i_1 + i_2 = 6{,}61\%$$

Individuazione della componente Kd*(1-t)

Il costo del capitale di debito Kd è stato individuato nella misura del 9% quale media tra:

- il costo del debito mediamente applicato dal mercato del credito per mutui chirografari del 6% (Euro Interbank Offered Rate a 3/6 mesi pari al 4% con maggiorazione dello spread del 2%);
- il costo per affidamenti in conto corrente, in assenza di garanzie, mediamente applicato dal mercato del credito pari al 12% sullo scoperto.

E' stata utilizzata l'aliquota fiscale IRES del 24%.

*

Il valore complessivo del tasso di sconto *Kd* *(1-t) è quindi pari a 6,84%.

*****

Infine, individuati i valori di "E" (74.927) e di "D" (123.524), il tasso di attualizzazione utilizzato per la presente perizia di stima è il seguente:

$$Wacc = 6{,}61\% * 0{,}37 + \ 6{,}84\% * 0{,}63 = 6{,}75\%$$

*****

Sostituendo i valori indicati alla formula finanziaria prescelta, si ottiene un valore complessivi dei flussi di cassa attualizzati pari ad € 74.452:

PERIODO	TASSO DI ATTUALIZZAZIONE	FLUSSO ATTUALIZZATO
1	1,068	27.745
2	0,878	22.808
3	0,822	21.366
4	0,770	20.015
5	0,721	18.749

Totale flussi attualizzati DCF unlevered	**110.683**

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Così stimato il flusso di cassa e – in precedenza – il tasso di attualizzazione, si procede di seguito con la stima del Terminal Value[6]:

Flusso di cassa "a regime" attualizzato	18.479
Ke-g	5,25%
Terminal Value	**356.909**

Ne consegue che, alla data del 31.12.2023[7] il valore economico del ramo d'azienda di proprietà della società fallita Il Colonnato S.r.l. in liquidazione è pari ad **€ 467.592:**

Totale flussi DCF unlevered	€ 110.683
Terminal value	€ 356.909
Valore economico del ramo d'azienda	**€ 467.592**

7. CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Per la stima del valore economico del ramo d'azienda in oggetto sono stati utilizzati i dati relativi ai risultati economici ed ai flussi di cassa da essi derivanti prodotti da [redacted] attuale utilizzatrice del ramo d'azienda in ragione del contratto di affitto con patto di opzione di acquisto, registrato in Roma il 13.07.2022, n. 24536, Serie 1/T.

[redacted] svolge l'attività d'impresa, oltre che in ragione dell'autorizzazione amministrativa n. 1728, rilasciata dal Comune di Roma in data 28.03.1994 (oltre a quella di commercio di pasticceria, dolciumi, con dichiarazione di attività in deroga presentata al Comune di Roma in data 15.12.2016) intestata a Il Colonnato S.r.l. in liquidazione, in ragione del contratto di locazione dell'immobile sito in Roma, Piazza del Sant'Uffizio n. 6/7, stipulato dalla stessa *** con l'Ente proprietario dell'immobile.

I risultati economici ed i flussi di cassa prodotti da [redacted] sono in strettissima correlazione con la specificità del bene immobile sito in Roma, Piazza del Sant'Uffizio n. 6/7, caratterizzato da un posizionamento straordinario ed un potenziale unico in termini di afflusso turistico.

[6] Il *terminal value* è stato stimato utilizzando la formula sintetica di Gordon, ipotizzando un tasso di crescita *g* pari a 1,5%.

[7] La presente relazione esprime il valore economico del ramo d'azienda alla data del 31.12.2023 in ragione del fatto che l'ultimo bilancio depositato dalla società utilizzatrice del bene è risalente al 31.12.2023 ed alla data di predisposizione dell'elaborato non sono disponibili dati di bilancio successivi.

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Pertanto, i risultati esposti nella presente perizia di stima si devono intendere validi solo se si assume che il ramo d'azienda venga esercitato presso i locali commerciali ove attualmente svolge l'attività di impresa T[redacted]

In ragione della più corretta metodologia di valutazione in coerenza con la teoria e la prassi valutativa, è stata applicata una tecnica per flussi (c. d. metodo finanziario).

Tale stima ha condotto ad **un valore economico di euro 467.592.**

Il valore espresso dalla presente perizia, elaborata utilizzando il metodo finanziario (e dunque, in base alla stima di flussi di cassa futuri attesi) è da intendersi riferito alla data del 31.12.2023.

***

Il sottoscritto Perito, nel ringraziare per la fiducia concessa, resta a disposizione per gli eventuali chiarimenti e/o delucidazioni che dovessero rendersi necessari in merito al lavoro svolto.

Roma, lì 21 novembre 2024

dott. Enrico Maria Barone

Allegati:

1. Autorizzazione atti conformi al programma di liquidazione;
2. Visura camerale di Il Colonnato S.r.l. in liq.ne;
3. Bilancio di Il Colonnato S.r.l. in liq.ne dell'esercizio 2018;
4. Visura camerale d[redacted]
5. Bilancio di [redacted] dell'esercizio 2023;
6. Contratto di affitto di ramo d'azienda;
7. Bilanci di [redacted]

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009