PERIZIA DI STIMA

Paolo Martini
Avvocato e Dottore Commercialista
Professore a contratto di "Bilancio e Principi contabili" - Università di Pisa

Premessa

Il sottoscritto Dott. Paolo Martini, Dottore Commercialista, con studio in Carrara via Provinciale Nazzano n. 24, è stato incaricato da parte del Dott. Marco Lavaggi, curatore della liquidazione giudiziale [redacted] di effettuare una valutazione della quota di partecipazione nella società "Dolciaria Rosa Srl".

Brevi Cenni sulla società

Prima di procedere con la valutazione della partecipazione societaria oggetto del presente elaborato, appare opportuno fornire un sintetico inquadramento della società, illustrandone le principali caratteristiche identificative, l'attività esercitata e la composizione della compagine sociale.

La società Dolciaria Rosa S.r.l., con sede legale in Licciana Nardi (MS), Località Piano di Quercia s.n.c., CAP 54016, codice fiscale e partita IVA 01402620452, esercita prevalentemente l'attività di produzione e vendita, all'ingrosso e al dettaglio, per conto proprio e di terzi, di prodotti di pasticceria artigianale, sia fresca che secca, nonché di prodotti dolci e salati.

Il capitale sociale della società è pari ad euro 100.000,00, interamente sottoscritto e versato, ed è ripartito tra quattro soci secondo le seguenti quote di partecipazione:

- [redacted] quota nominale di 49.000 € [redacted] che rappresenta il 49% del capitale sociale;
- [redacted] quota nominale di 30.000 € C.F. [redacted] che rappresenta il 30% del capitale sociale;
- [redacted] quota nominale di 12.000 e C.F. [redacted] che rappresenta il 12% del capitale sociale;
- [redacted] quota nominale di 9.000 € e C.F. [redacted] che rappresenta il 9% del capitale sociale.

Con riferimento alla presente relazione, lo scrivente è stato incaricato di procedere alla determinazione del valore della partecipazione sociale detenuta dal socio Sig. [redacted] rappresentativa del 9% del capitale sociale della Dolciaria Rosa S.r.l..

Si evidenzia, altresì, che il [redacted] ha concesso in affitto alla Dolciaria Rosa S.r.l. un ramo d'azienda con atto a rogito del Notaio F. Goglio del 27 maggio 2022, Rep. n. 15.625, Racc. n. 11.940, registrato presso l'Agenzia delle Entrate – Ufficio di La Spezia in data 1° giugno 2022 al n. 4512.

Il predetto contratto ha ad oggetto la concessione in godimento di un complesso di beni organizzati per l'esercizio dell'attività d'impresa, comprendente, oltre alle attrezzature e agli impianti specifici destinati alla produzione industriale, anche l'immobile nel quale la società esercita la propria attività produttiva.

L'immobile oggetto del contratto è identificato dai seguenti dati catastali:

- Foglio 52, particella 598, categoria D/8 rendita € 1.890 (Capannone)
- Foglio 52, particella 582, QI Cast Frutto CI 2, Sup. Mq 217.00 RA € 0,22 RD e 0,08 (corte)

La circostanza sopra descritta assume rilievo ai fini dell'inquadramento dell'organizzazione aziendale, in quanto l'attività della Dolciaria Rosa S.r.l. viene svolta presso l'immobile ricompreso nel ramo d'azienda concesso in affitto dal socio [redacted]. Pertanto, il compendio immobiliare e le attrezzature utilizzate nell'esercizio dell'attività non risultano di proprietà della società, bensì nella disponibilità della stessa in forza del citato contratto di affitto di ramo d'azienda.

Criterio di valutazione adottato

Tra le diverse metodologia valutative adottabili, quella ritenuta più adeguata dallo scrivente alle finalità di detta perizia, è il *metodo misto patrimoniale-reddituale* che fornisce infatti una soluzione soddisfacente nella ricerca dell'equilibrio tra le esigenze di obiettività e verificabilità proprie della componente patrimoniale e quelle di razionalità espresse dall'apprezzamento delle attese di flussi reddituali.

Si sottolinea difatti che l'oggetto della valutazione è un complesso aziendale in funzionamento, ciò implicando una stima che trascenda dalla mera valutazione delle singole poste patrimoniali per addivenire ad una metodologia che tenga conto dei flussi reddituali attesi, con conseguente stima autonoma dell'avviamento.

Il metodo misto mette in evidenza il valore di avviamento (o Goodwill), inteso come differenza tra il risultato della stima reddituale e il valore del patrimonio, e nella versione classica presenta tre alternative:

1. con attualizzazione limitata del profitto medio (o sovrareddito medio);
2. con attualizzazione dei profitti di alcuni esercizi futuri;

3. con capitalizzazione illimitata del profitto medio.

Il procedimento qui utilizzato è il primo, e si basa sulla seguente formula:

$$W = K + a\ n\rceil\ i'\ (R\text{-}i''\ K)$$

Dove:

W è il valore dell'azienda;

K è il patrimonio netto rettificato;

R è il reddito medio normale atteso per il futuro;

n è un numero definito e limitato di anni;

i" è il tasso d'interesse *normale* per l'investimento considerato;

i' è il tasso d'attualizzazione del *profitto* o sovrareddito.

Con questo procedimento la valutazione dell'azienda si ottiene sommando al suo patrimonio netto espresso a valori correnti, il valore attuale dell'avviamento atteso.
Di seguito si procede con ordine alla determinazione delle varie componenti utili alla determinazione del valore dell'azienda con il metodo misto reddituale-patrimoniale.

Il capitale netto rettificato

Per giungere alla determinazione della prima componente, ossia il patrimonio netto rettificato, è necessario procedere alla stima analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale. Deve essere effettuata la riespressione a valori correnti (di mercato o di stima), di sostituzione – da intendersi come costo di riacquisto o di riproduzione per gli elementi dell'attivo e di rinegoziazione per quelli del passivo.
Ai fini della presente valutazione, la determinazione del capitale netto rettificato è stata effettuata assumendo come base di riferimento il bilancio d'esercizio chiuso al 31 dicembre 2025.
Dall'analisi svolta dallo scrivente non sono emersi elementi tali da rendere necessarie rettifiche ai valori contabili delle poste dell'attivo e del passivo, ad eccezione di un'autovettura Mercedes Classe B, completamente ammortizzata (valore contabile di € 0,00), ma tuttora in uso, per la quale è stato ritenuto opportuno procedere alla rideterminazione del valore. In particolare, il cespite è stato iscritto, ai fini della presente valutazione, a un valore corrente pari a Euro 8.000,00, ritenuto rappresentativo del presumibile valore di mercato.

Determinazione del capitale netto rettificato (K)

Alla luce di quanto sopra esposto, il patrimonio netto rettificato coincide sostanzialmente con il patrimonio netto risultante dal bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2025, al quale è stata apportata un'unica rettifica relativa all'iscrizione del valore corrente dell'autovettura Mercedes Classe B come sopra individuata.

Pertanto, il capitale netto rettificato è determinato assumendo il patrimonio netto contabile risultante dal bilancio al 31 dicembre 2025, incrementato della suddetta rettifica. Di seguito è riportata la situazione patrimoniale alla medesima data, dalla quale si evince la determinazione del patrimonio netto rettificato.

31/12/2025			
Attività		**Passività**	
Immobilizzazioni immateriali	5.822,00	PN	215.754,00
Immobilizzazioni materiali	32.409,00		
Rimanenze	25.030,00	TFR	32.296,00
Crediti	421.777,00	Debiti	443.323,00
Disponibilità liquide	206.335,00		
	691.373,00		**691.373,00**

	PN contabile	**Rettifiche**	**PN rettificato (W)**
Totale delle attività	691.373,00	8.000,00	699.373,00
Totale delle passività	475.619,00		475.619,00
TOTALE PATRIMONIO	**215.754,00**		**223.754,00**

Stima autonoma dell'avviamento

Il secondo addendo si riferisce all'individuazione dell'avviamento, esistente nel caso in cui l'impresa riesca ad organizzare il complesso produttivo in modo da realizzare una *performance* economica superiore al normale (conseguendo il c.d. sovrareddito).

Per l'individuazione del sovrareddito è necessario confrontare il reddito medio atteso (R) con la misura del reddito ritenuta "normale". La misura del reddito ritenuta normale è individuata applicato al valore attribuito al Patrimonio Netto Rettificato (K) un tasso corrispondente alla remunerazione normale attesa sul mercato.

Reddito medio atteso (R)

Per l'individuazione del reddito normale atteso, ossia del reddito prospetticamente conseguibile dall'azienda, è necessario individuare la metodologia previsionale più idonea.

La dottrina aziendalistica individua, a tal fine, quattro principali approcci:

- il metodo dei risultati storici;
- il metodo di proiezione dei risultati futuri;
- il metodo dei risultati programmati;
- il metodo dell'innovazione.

Nel caso di specie, lo scrivente ha ritenuto di adottare il metodo dei risultati storici, assumendo quale base di riferimento i risultati economici conseguiti nei tre esercizi antecedenti la data di valutazione, ritenendo tale metodologia la più rappresentativa della capacità reddituale dell'impresa.

Anno	Reddito
2023	10.195,38
2024	13.867,60
2025	9.154,00

La serie storica dei risultati economici così individuata è stata successivamente sottoposta a un processo di normalizzazione, finalizzato a trasformare il reddito contabile risultante dai bilanci d'esercizio in un reddito normale, significativo, stabile e rappresentativo della capacità reddituale ordinaria dell'azienda.

Il processo di normalizzazione comporta l'eliminazione delle componenti di reddito aventi carattere straordinario, eccezionale o non ricorrente, nonché degli effetti derivanti da eventuali politiche di bilancio, al fine di determinare un risultato economico espressivo della gestione ordinaria.

Nel caso in esame, lo scrivente ha ritenuto opportuno procedere alla normalizzazione del risultato dell'esercizio 2025, eliminando un componente negativo di reddito pari a Euro 33.058, contabilizzato tra gli oneri diversi di gestione e riferibile alla perdita derivante dal mancato perfezionamento della procedura di Concordato Preventivo. Trattandosi di un costo di natura eccezionale e non riconducibile alla gestione caratteristica e ricorrente dell'impresa, lo stesso è stato integralmente riassorbito ai fini della determinazione del reddito normale atteso.

Anno	Reddito	Rettifiche	Reddito normalizzato
2023	10.195,38		10.195,38
2024	13.867,60		13.867,60
2025	9.154,00	33.058,00	42.212,00

Pertanto il reddito medio atteso, assunto pari alla media dei redditi normalizzati negli anni 2023-2024-2025 è di **R = 22.091,66**.

Tasso d'interesse normale (i")

Il tasso d'interesse normale **i"** da applicare al capitale netto rettificato (K), esprime una misura di rendimento giudicata soddisfacente, tenuto conto del grado di rischio del settore di appartenenza.
Nel caso in esame il sottoscritto ha utilizzato il tasso del **5,00%,** adatto per aziende commerciali di medie e piccole dimensioni con una rischiosità nella media.

Tasso di attualizzazione (i')

Il tasso di attualizzazione può essere identificato con la remunerazione congrua del capitale proprio investito nell'attività aziendale, alla luce del rischio connesso alla specifica impresa e delle correnti condizioni di mercato, riflette le attese di un generico investitore.
Il punto di partenza è il principio che il tasso sia costituito da due componenti:

- Il compenso per il decorrere del tempo (componente finanziaria);
- Il compenso per il rischio (componente specifica).

Tale principio si traduce nella espressione concettuale

$$i'=r+s$$

in cui:

r è la remunerazione finanziaria di investimenti "senza rischio", cioè legata solo al decorrere del tempo;

s è la remunerazione per il rischio dell'investimento specifico.

La scelta fatta dallo scrivente per la componente r è ricaduta nel tasso medio di interesse dei titoli di stato al Giugno 2026 desumibile dalla banca dati di Banca d'Italia, pari a 2,93%, assunto quale rendimento privo di rischio (*risk free rate*).
Per la determinazione della componente s (premio per il rischio specifico) si è fatto ricorso alla metodologia basata sul coefficiente β (beta), parametro che misura la rischiosità sistematica dell'impresa rispetto al mercato di riferimento, esprimendo la volatilità del rendimento dell'azienda in rapporto a quella del mercato nel suo complesso.
Considerato che la società oggetto di valutazione è una PMI italiana operante nel settore dolciario e non quotata, non essendo disponibile un coefficiente β direttamente osservabile sul mercato, lo scrivente ha assunto un valore pari a 0,80, ritenuto coerente con i valori medi riscontrabili per il settore Food

Processing nelle elaborazioni di Aswath Damodaran e congruo rispetto alle caratteristiche dimensionali e operative dell'impresa oggetto di stima. Tale valore è stato pertanto adottato quale ragionevole approssimazione della rischiosità sistematica dell'azienda ai fini della presente valutazione.

$$s = \beta\ (i'' - r)$$

in cui:

r tasso degli investimenti senza rischio;

i" rendimento medio del mercato;

β coefficiente beta.

Sostituendo i coefficienti con tassi individuati si ottiene:

$$s = 0{,}8\ (5\% - 2{,}93\%)$$

Addivenendo ad un premio per il rischio **(s)** pari al **1,66%.**

Infine il tasso di attualizzazione scelto dallo scrivente è dell'**4,59% (**i'=2,93%+1,66%).

Avviamento (Goodwill)

A questo punto è possibile stimare l'avviamento mediante attualizzazione del sovrareddito, avendo riguardo ad un orizzonte temporale di 10 anni

$$\text{Avviamento} = a\ n\rceil\ i'\ (R - i''\ K)$$

K 223.754;

R 22.091,66;

n 10 anni;

i" 5%;

i' 4,59%.

Il valore dell'avviamento viene quindi stimato in **€ 85.899,43**.

Determinazione del valore dell'azienda (W)

Come indicato in precedenza il valore dell'azienda è data dalla seguente formula matematica

$$W = K + a\ n\rceil\ i'\ (R - i''\ K)$$

K 223.754

a n⎤i' (R-i" K) 85.899,43

Il valore dell'azienda (W) relativo alla società "Dolciaria Rosa Srl" determinato con il metodo misto patrimoniale reddituale, risulta essere pari a **€ 309.653**.

Valutazione quota del socio

Finalità del presente elaborato è la determinazione del valore della quota di partecipazione detenuta dal socio , titolare di una partecipazione pari al 9% del capitale sociale.

Sulla base della valutazione economica dell'azienda, il cui valore è stato determinato in Euro 309.653, il valore della quota di partecipazione del socio è così determinato:

W= € 309.653

Quota di partecipazione: 9%

Valore della quota: € 27.869

Il valore della partecipazione è stato ottenuto applicando la percentuale di possesso del socio al valore economico complessivo dell'azienda:

309.653 × 9% = 27.868,81.

Pertanto, il valore della quota di partecipazione detenuta dal socio è determinato in **€ 27.869.**

Dott. Paolo Martini

Paolo Martini
Avvocato e Dottore Commercialista
Professore a contratto di "Bilancio e Principi contabili" - Università di Pisa