

**Relazione di stima dello “STUDIO ALLEGRI E ASSOCIATI” al 30/06/2023 al fine della
Liquidazione del Patrimonio della sig.ra Maria Grazia Allegri ai sensi dell’art. 268 del D.lgs.**

14/2019

INDICE

PARTE I - INTRODUZIONE.....	3
1. L'INCARICO RICEVUTO	3
1.1 Oggetto dell'incarico e quadro normativo.	3
1.2 Profilo professionale.....	4
1.3 Indipendenza del perito valutatore	4
1.4 Caratteristiche della Studio professionale e del mercato di riferimento	5
1.5 La documentazione analizzata	5
2. I criteri ed i metodi di valutazione individuati dalla dottrina aziendalistica.	6
3.1) L'adozione dei metodi di valutazione applicata agli Studi professionali.....	9
2.2) Le tendenze in atto nel mondo professionale	10
2.3) Caratteri distintivi: fiducia e intangibles	12
2.4) Principali aspetti valutativi.....	14
2.5) Principali connotati nella valutazione degli studi professionali.....	15
3. Il criterio metodologico prescelto nella presente perizia.	16
PARTE II – IL METODO REDDITUALE	21
4. Il valore del reddito medio atteso.....	21
5. Il valore del tasso.	24
5.1) Il valore dei rendimenti privi di rischio	25
5.2) Il valore di $R_m - R_f$ o Equity Risk Premium	26
5.3) La determinazione del costo del capitale o «coe»	27
6. Il valore attribuito allo Studio Professionale.....	29
PARTE III - CONCLUSIONI.....	29
7. La composizione del valore economico dello studio professionale «STUDIO ALLEGRI E ASSOCIATI».	29

PARTE I - INTRODUZIONE

1. L'INCARICO RICEVUTO

1.1 Oggetto dell'incarico e quadro normativo.

Il sottoscritto Dott. Giulio Marin, nato a Treviso il 20/07/1972, codice fiscale MRN GLI 72L20 L407G, Dottore Commercialista e iscritto all'Albo dei Revisori Legali al n. 129673, con studio in Venezia Mestre (VE) via Mestrina n. 6/c, ha ricevuto dal dott. Fabio Zito, nato a Venezia il 18/05/1970 codice fiscale ZTI FBA 70E18 L736C, in qualità di liquidatore del patrimonio ex art. 268 del D.lgs. 14/2019 (di seguito anche "Codice della Crisi d'Impresa" o "CCII") l'incarico di determinare il valore della quota di partecipazione del 10% dello "STUDIO ALLEGRI E ASSOCIATI" (di seguito anche lo "STUDIO"), con sede in Mogliano Veneto (TV), Via XXIV maggio n. 64, Codice Fiscale e Partita iva 04510390265 esercente attività di consulenza e pianificazione di software.

Gli elementi assunti a riferimento per la redazione della relazione peritale sono costituiti dai registri iva e dalle dichiarazioni fiscali alla data del 30 settembre 2023 dello studio professionale. La presente perizia di stima viene redatta al fine di procedere alla vendita della quota di pertinenza del debitore sovraindebitato a mezzo di procedura competitiva come da programma di liquidazione ex art. 272 CCII.

Si è, quindi, presa visione dei registri iva al 30/09/2023 dello studio professionale, una volta constatata l'assenza di beni ammortizzabili, essendo l'attività prestata nelle sedi dei clienti e utilizzando i macchinari elettronici e le attrezzature di questi, dopo aver compiuto i rilievi, assunte le informazioni ritenute opportune e dopo aver inoltre eseguito il controllo dei dati contabili. Sono state quindi eseguite, a campione, adeguate verifiche aventi per oggetto la rispondenza della documentazione amministrativo/contabile e le dichiarazioni fiscali presentate dallo Studio professionale e dall'associata sig.ra Maria Grazia Allegri. In ultima analisi, sono state considerate anche le informazioni di carattere generale assunte con

riferimento ai servizi e al settore nell'ambito dei quali lo studio professionale opera.

*

1.2 Profilo professionale

Lo scrivente è iscritto:

- 1) al registro al registro dei revisori contabili al n. 129673 G.U: n. 52 – IV serie speciale del 4 luglio 2003;
- 2) alla sezione A dell'Albo dei dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Venezia al n. 870;

In particolare il perito ha proceduto, tra gli altri, alla determinazione del valore economico di:

- a) aziende di costruzione immobiliare e gestione di immobili ad uso commerciale;
- b) aziende di ristorazione e somministrazione di cibi e bevande;
- c) aziende esercenti attività di segheria e commercio al minuto ed all'ingrosso di legname;
- d) aziende di produzione di energia elettrica e la gestione delle centrali idroelettriche oggetto di conferimento ai sensi dell'art. 2465 del codice civile;
- e) aziende operanti nei servizi di raccolta, trasporto e smaltimento di rifiuti solidi;
- f) società operanti nel settore del web marketing e web advertising;
- g) aziende esercenti attività di carrozzeria, di autofficina meccanica e motoristica, di elettrauto e di gommista, di manutenzione e riparazione riguardante gli autoveicoli ed i veicoli in genere.

*

1.3 Indipendenza del perito valutatore

Il sottoscritto perito dichiara di essere indipendente dallo studio professionale e di non aver alcun interesse diretto od indiretto in eventuali operazioni riguardanti la liquidazione

della quota dello STUDIO ALLEGRI E ASSOCIATI.

*

1.4 Caratteristiche della Studio professionale e del mercato di riferimento

Lo STUDIO ALLEGRI E ASSOCIATI con sede in Mogliano Veneto (TV), via XXIV Maggio n. 64, presso l'abitazione della socia di maggioranza sig.ra Fiorella Allegri, venne costituito il 1/2/2012, ed essendo un'associazione professionale non è soggetta all'obbligo di iscrizione alla Camera di Commercio competente.

Le quote di partecipazione all'associazione professionale sono ripartite tra le sorelle Allegri secondo la seguente proporzione:

Socio	Quota %
Allegri Fiorella	90%
Allegri Maria Grazia	10%
TOTALE	100%

L'attività svolta dello studio professionale è sostanzialmente quella di programmazione di sistemi di lavoro, inserimento di dati, anche contabili, progettazione di software finanziari, svolte direttamente presso le sedi dei clienti e utilizzando macchinari e attrezzature di proprietà degli stessi.

Tutte attività che lo studio professionale effettivamente svolge tramite i propri associati.

*

1.5 La documentazione analizzata

Ai fini della presente perizia è stata presa in esame la seguente documentazione:

- modelli Unico SP e IVA dello Studio Professionale Allegri e Associati relativi ai periodi d'imposta 2019, 2020, 2021 e 2022;

- Dichiarazioni IVA periodiche per i primi tre trimestri 2023;
- Registri iva per gli anni 2021, 2022 e primi tre trimestri 2023;
- Modello Unico PF di Maria Grazia Allegri per gli anni 2019, 2020 e 2021.

*

2. I criteri ed i metodi di valutazione individuati dalla dottrina aziendalistica.

Secondo i Principi Italiani di Valutazione (“PIV”) emanati nel 2015 dal “Organismo Italiano di Valutazione” (“OIV”), “a prescindere dall’unità di valutazione, la stima di valore di una attività (dell’intero patrimonio, di una interessenza, o di un singolo titolo) può essere effettuata o per via diretta, scontando i flussi di risultato di pertinenza (degli azionisti, del detentore della specifica interessenza, del singolo titolo azionario) – c.d. approccio *equity side* – oppure per via indiretta, muovendo dal valore dell’attivo (ottenuto scontando i flussi di risultato *unlevered*) per giungere al valore dell’*equity* – c.d. approccio *asset side*”.

Sempre facendo riferimento ai PIV, esistono cinque configurazioni di valore di riferimento comuni a tutte le attività (principio I.6.2):

- a) Valore di mercato;
- b) Valore d’investimento;
- c) Valore negoziale equitativo;
- d) Valore Convenzionale (tipicamente, valore a fini di bilancio);
- e) Valore di smobilizzo.

Il “valore di mercato”, secondo il PIV I.6.3, di un’attività reale o finanziaria «è il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi e comprare o a vendere)».

Il “valore d’investimento” secondo il PIV I.6.4 «esprime i benefici offerti da una

attività reale o finanziaria (o di una entità aziendale) al soggetto che la detiene, o che potrà detenerla in futuro, con finalità operative o a puro scopo d'investimento».

Il “valore negoziale equitativo” secondo il PIV I.6.5, di un'attività reale o finanziaria «*esprime il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata alla data di riferimento tra due o più specifici soggetti identificati, correttamente informati e concretamente interessati, bilanciando in modo equo i rispettivi interessi*».

Il “valore convenzionale”, secondo il PIV I.6.6, «*discende dall'applicazione dei criteri specifici (particolari) che sono stati fissati per la sua determinazione dalla legge, e/o da regolamenti, e/o da principi contabili, o da contratti. La correttezza di tale valore discende esclusivamente dalla puntuale applicazione dei criteri medesimi*».

Infine, il “valore di smobilizzo” secondo il PIV I.6.7 «*è un prezzo fattibile in condizioni non ordinarie di chiusura del ciclo d'investimento. Il valore cauzionale è un particolare valore definito ex ante. Il valore di liquidazione (ordinaria o forzata) è un particolare valore di smobilizzo*».

Nel caso di valutazioni di aziende, secondo il PIV I.6.8, si può fare riferimento ad una ulteriore configurazione di valore rappresentata dal valore intrinseco (o fondamentale).

Il “valore intrinseco, o fondamentale” «*esprime l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi*».

Come vedremo nel successivo paragrafo 2.5 la configurazione di valore intrinseco è quella comunemente adottata per gli studi professionali.

Per quanto concerne i metodi di valutazione, l'individuazione del valore di uno Studio professionale richiede l'adozione di un metodo che tenga conto delle caratteristiche aziendali e del settore in cui essa opera. Del resto, ed è noto, non esiste un metodo di valutazione unico,

unanimemente riconosciuto come corretto con riferimento a tutte le tipologie di Studio professionale.

Inoltre, è utile ricordare che, sebbene non esista un'indicazione legislativa in ordine all'individuazione dei metodi cui attenersi nei procedimenti di valutazione, è sempre necessario esplicitare le metodologie seguite, proprio perché esse possono avere un diverso grado di attendibilità in relazione alle situazioni in cui trovano concreta applicazione.

I principali metodi elaborati dalla dottrina economico-aziendale sono i seguenti:

- a) Il metodo patrimoniale semplice o analitico patrimoniale focalizza il valore assunto dal capitale economico sulla base della valutazione, effettuata secondo prezzi di mercato ed in ipotesi di continuità di gestione, di tutte le attività materiali ed immateriali (nei casi in cui esse possano essere determinate singolarmente) debitamente diminuite di tutte le passività. Sulla valutazione operata con tale metodo, dunque, non incide la dinamica reddituale futura dello Studio professionale target.
- b) Il metodo reddituale (o sintetico reddituale) individua l'elemento centrale della valutazione nella capacità di produrre reddito. Il valore dello Studio professionale viene stimato mediante la capitalizzazione del reddito medio normale atteso ad un idoneo tasso. Con il metodo in argomento, pertanto, il valore economico non viene determinato direttamente, bensì indirettamente, vale a dire sulla base dei flussi prospettici di reddito.
- c) Il metodo misto patrimoniale-reddituale considera la dimensione e la struttura del patrimonio e la redditività media attesa; come si evince dal suo nome esso combina le principali caratteristiche dei metodi patrimoniale e reddituale.
- d) Il metodo finanziario si basa sul valore attuale dei futuri flussi monetari attesi dalla gestione. La valutazione viene perciò assimilata alla valutazione di un investimento finanziario a medio lungo termine.

- e) I metodi empirici (metodi dei moltiplicatori o delle aziende/transazioni comparabili) si basano su grandezze che mutano di caso in caso (appunto grandezze empiriche) e che per l'industria possono essere individuate nel fatturato o nel numero di unità produttive, per le banche nella raccolta o nel numero degli sportelli e così via; per gli Studi professionali sono invece rappresentati da un moltiplicatore del fatturato;
- f) Il metodo del *Market Value Added* poggia sul concetto di *economic value added* (EVA) cioè sulla capacità dell'impresa oggetto di valutazione di creare valore dopo aver remunerato i fattori produttivi in misura adeguata.

Questo, dunque, è il quadro dei principali metodi di valutazione impiegati nella prassi aziendalistica.

3.1) *L'adozione dei metodi di valutazione applicata agli Studi professionali*

La problematica della corretta valutazione degli Studi professionali è divenuta sempre più delicata per la forte accelerazione delle operazioni di cessione/acquisizione e fusione di attività professionali avvenuta nel corso degli ultimi anni.

Secondo la best practice italiana la valutazione di uno Studio professionale segue, sulla scorta della dottrina e giurisprudenza prevalente, in linea di principio i metodi di determinazione adottati nella pratica per la valutazione di azienda, ma è necessario fare attenzione ad alcuni elementi specifici della realtà professionale.

«Oggi dottrina e giurisprudenza, sulla scia di una serie costante di provvedimenti, sia a livello nazionale sia comunitario, sono concordi nell'affermare che sia possibile accostare lo Studio professionale e le società tra professionisti alle figure dell'azienda e dell'imprenditore. Tuttavia, tra di loro vi è un muro ben solido. Infatti, la cessione della clientela di uno Studio professionale non è assolutamente assimilabile alla cessione delle attività commerciali in quanto, nel primo caso, l'elemento predominante è il particolare

rapporto (intuitus personae) che lega il cliente al professionista.»¹

Stante tale assimilazione dello Studio professionale alla realtà aziendale la valutazione dello STUDIO seguirà le logiche adottate per la valutazione delle aziende, con opportuni accorgimenti, in quanto lo Studio professionale è unanimemente considerato *«asset che produce flussi di cassa, che ha prospettive di crescita e a cui è possibile associare un rischio»*.

«È quindi possibile avvalersi di diversi metodi di valutazione: metodi assoluti basati sui flussi (metodi finanziari e reddituali) ed i metodi relativi basati su comparazioni con il mercato (metodo dei multipli). Si escludono, in via generale, i metodi patrimoniali puri in quanto gli stessi si adattano meglio alle realtà dagli ingenti investimenti patrimoniali (come come società immobiliari, holding di partecipazioni, etc). A tali approcci aziendali dovranno poi essere applicati opportuni adattamenti, in quanto la peculiarità è rappresentata dall'elemento personale soggettivo, di natura immateriale, derivante dal rapporto fiduciario tra professionista e cliente.»²

2.2) Le tendenze in atto nel mondo professionale

Il processo di transizione verso un'economia digitale interessa molto da vicino il mondo dei liberi professionisti. *«Fatturazione elettronica, conservazione sostitutiva dei documenti, ed ancor più il lento ma progressivo ed inesorabile ingresso, anche nell'ambito delle attività professionali, di applicazioni di intelligenza artificiale, comportano rilevanti trasformazioni dei processi lavorativi e conseguenze dirette sull'organizzazione e le performance degli studi professionali.»³*

L'automazione e digitalizzazione delle attività maggiormente routinarie e standardizzate, tipicamente quelle a minor valore aggiunto, determina come primo

¹ G. Buzzoni, C. Mandirola e A. Siess "Operazioni di M&A tra studi professionali", Maggioli Editore Edizione settembre 2022 pag. 31.

² Si veda nota precedente.

³ Andrea Cecchetto; Marco Billone. "Come fare... Valutazione degli studi professionali (pag.30-31)".

significativo effetto una riduzione del numero di addetti necessari al presidio di tali mansioni lavorative ed un parallelo abbassamento dei prezzi di vendita dei relativi servizi. Talune attività, quelle più tradizionali, come peraltro già oggi incominciamo a intravedere, risulteranno quasi venir meno completamente automatizzate.»

In prospettiva, l'automazione coinvolgerà anche livelli a più alto valore aggiunto ed intensità di valore intellettuale.

«Una delle ulteriori dinamiche evolutive con cui il mondo professionale si è trovato a confrontarsi in modo sempre più accentuato, consiste nell'accorciamento della vita utile delle competenze acquisite che richiede piani di formazione continua non limitati all'aggiornamento normativo, ma che includano anche tematiche nuove, spesso specialistiche e multidisciplinari e talvolta anche oltre i confini del classico perimetro della professione (si pensi, ad esempio, all'avvento di strumenti e tecnologie come block chain, smart contract, criptovalute, che richiedono competenze nelle materie economiche, legali ed informatiche al tempo stesso).»

A contribuire all'esigenza di rinnovamento e ricostruzione delle competenze, oltre all'innovazione tecnologica, partecipa anche il rapido e frequente mutamento del contesto normativo di riferimento.

Tutte queste dinamiche spingono o quantomeno dovrebbero spingere gli studi professionali verso strategie di aggregazione, anche mediante forme di rete, con lo scopo di superare i principali limiti alla crescita connessi alla parcellizzazione e la ridotta dimensione della maggioranza degli studi. *«Nell'era della società della conoscenza, infatti, l'aggregazione di più figure professionali consentirebbe di favorire la circolazione delle competenze, lo scambio di esperienze, stimolare economie di apprendimento accrescendo il patrimonio intellettuale dell'organizzazione, valorizzare l'interdisciplinarietà ed i relativi apporti sinergici, financo incrementare lo scarso livello di internazionalizzazione e di*

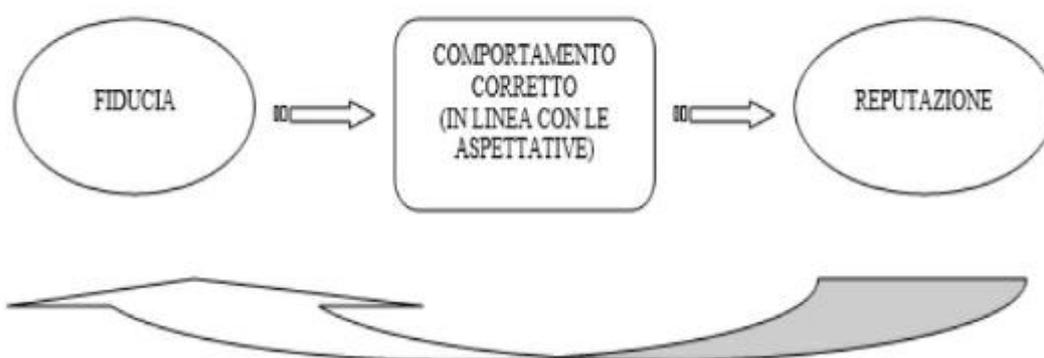
operatività sui mercati esteri degli studi professionali.»

2.3) Caratteri distintivi: fiducia e intangibles

L'assoluta predominanza dell'*intuitu personae* e l'importanza preminente dell'aspetto soggettivo-relazionale della fiducia tra cliente e professionista rappresenta sicuramente il principale tratto distintivo e caratterizzante dell'attività professionale e, di riflesso, del suo valore. Infatti, se la fiducia è alla base di qualunque scambio commerciale, nel rapporto con il professionista questa trova la massima esaltazione. *«L'asimmetria di competenze tra il cliente ed il professionista a cui questi si è affidato per la risoluzione di un problema e/o il raggiungimento di un determinato obiettivo, pone il primo in una condizione di vulnerabilità nei confronti del secondo, colmata proprio dal patrimonio di fiducia.*

La coerenza del comportamento tenuto dal professionista-fiduciario, rispetto agli impegni assunti ed al set di valori del cliente-fiduciante genera reputazione; al contempo, la reputazione genera nuova fiducia. Al contrario, l'abuso della fiducia genera una caduta di reputazione, cosicché nelle occasioni future verrà meno la fiducia inizialmente riposta. Fiducia e reputazione, pertanto, si sostengono a vicenda; e mentre è necessario del tempo ed una serie ripetuta di esperienze virtuose e coerenti per accumulare reputazione, è sufficiente un solo evento negativo per farla precipitare rapidamente. In presenza di una buona reputazione, il nome dello studio (quindi del professionista) diventa un vero e proprio brand che agisce quale fattore attrattivo di clientela.»

La peculiarità del rapporto cliente-professionista consiste pertanto nell'investimento specifico in capitale di fiducia da parte del cliente nelle qualità umane e intellettuali del professionista, spesso controbilanciato da un investimento specifico del professionista nell'acquisizione delle competenze specifiche per l'esecuzione dell'incarico commissionatogli. Si tratta pertanto di una relazione caratterizzata da una non perfetta sostituibilità della controparte da entrambi i lati.



La scelta di un professionista piuttosto che un altro, infatti, non è indifferente, soprattutto quanto maggiore è il grado di difficoltà, delicatezza e complessità del lavoro da affidargli, e coinvolge anche la sfera di affinità ed empatie personali, al di là di meri calcoli di convenienza economica in senso stretto.

L'importanza del fattore fiducia consente anche di mettere in luce un altro aspetto caratterizzante degli studi professionali: la fondamentale rilevanza dei c.d. intangibles,⁴ ovvero del capitale intellettuale, di gran lunga prevalente rispetto a quella dei beni strumentali

⁴ Secondo una classica tripartizione, tali intangibles possono essere concettualmente suddivisi in:

- ✓ capitale umano: si riferisce all'insieme di competenze, abilità, esperienze, valori, motivazioni delle persone presenti in un'organizzazione;
- ✓ capitale relazionale: riguarda il complesso delle relazioni con clienti, fornitori, Pubblica amministrazione, ambiente finanziario, colleghi, università e altri interlocutori esterni; capitale organizzativo: concerne valori e filosofia dell'organizzazione, processi gestionali, strategie, policies, modello organizzativo, forme di cooperazione, sistemi informativi e amministrativi, brevetti, procedure codificate.
- ✓ capitale organizzativo: concerne valori e filosofia dell'organizzazione, processi gestionali, strategie, policies, modello organizzativo, forme di cooperazione, sistemi informativi e amministrativi, brevetti, procedure codificate.

necessari per lo svolgimento dell'attività (capitale fisico). Salvo particolari professioni che richiedano significativi investimenti in sofisticati macchinari e attrezzatura tecnologica (ad esempio nel campo della diagnostica medica o in quello ingegneristico), nella generalità dei casi lo studio professionale è infatti un'organizzazione ad alta intensità di attività immateriali che ne alimentano e condizionano il valore.

2.4) *Principali aspetti valutativi*

Se, infatti, anche per la valutazione economica di uno studio professionale sarà possibile fare utile riferimento alle metodologie elaborate e generalmente in uso per le aziende, non si deve dimenticare che i tradizionali modelli di valutazione richiedono parametri calibrati su società quotate, postulano la disponibilità di informazioni riguardanti comparables, o la presenza di strumenti di programmazione economico-finanziaria per niente scontata tra la moltitudine dei piccoli studi.

Inoltre, le evidenti particolarità che connotano l'oggetto della stima – fattore fiduciario in testa – emergono con forza e richiedono di non essere trascurate nel corso del procedimento valutativo, magari a livello di analisi fondamentale, o nella fase applicativa del modello prescelto. In secondo luogo il mondo professionale è estremamente eterogeneo e frastagliato ed abbraccia numerosi settori e saperi, per cui più o meno marcato può essere il grado di assimilazione ad un'azienda, di rilevanza dell'intuitu personae o di intangible assets intensity. Ogni caso concreto, pertanto, richiede analisi ad hoc e non è possibile trarre conclusioni sempre valide ed assolute.

Negli studi, come nelle PMI, non è possibile prescindere dal ruolo rivestito dalle persone chiave (professionista titolare/imprenditore), portatore di un proprio avviamento soggettivo ed attorno al quale ruota gran parte della rete di relazioni fonte di valore. Analogamente, risultano generalmente assenti, o poco strutturati, sistemi di pianificazione strategica, programmazione e controllo, così come quasi mai vengono codificati protocolli e

procedure operative. Altro aspetto comune è la frequente alta dipendenza da uno o pochi clienti principali. Anche in tema di valutazione degli studi trovano così ingresso molte delle criticità già riscontrate dalla dottrina in tema di PMI (disponibilità dati previsionali affidabili, disponibilità di dati di soggetti comparabili, corretto apprezzamento della misura del rischio, sopravvivenza dell'organizzazione rispetto alla persona chiave, ecc.). Vi sono, pertanto, significativi fattori di rischio della stima che, in ultima analisi, si riflettono in gradi di libertà e maggiore discrezionalità per il valutatore e, quindi, aleatorietà del risultato finale.

2.5) Principali connotati nella valutazione degli studi professionali

Riepilogando quanto sopra si possono riassumere le principali peculiarità che si riscontrano nella valutazione di uno studio professionale, rispetto ad un'azienda, in ordine a taluni rilevanti aspetti individuati dai Principi Italiani di Valutazione:

<p align="center">PRINCIPALI ASPETTI VALUTATIVI SECONDO I P.I.V.</p>	<p align="center">PRINCIPALI CONNOTAZIONI NELLA VALUTAZIONE DEGLI STUDI PROFESSIONALI</p>
<p>OGGETTO DELLA STIMA</p>	<p>L'oggetto della stima, in tema di studi professionali, può essere rappresentato dal "pacchetto clienti", oppure da tutto lo studio professionale inteso quale entità-organizzazione in funzionamento, comprensiva di capitale fisico e personale. Generalmente, nelle operazioni di compravendita di studi professionali, crediti e debiti rimangono di pertinenza del soggetto cedente</p>
<p>FINALITA' DELLA VALUTAZIONE</p>	<p>La finalità della valutazione, in questi frangenti, è generalmente riconducibile nella determinazione di un valore che supporti la contrattazione tra le parti ed il processo decisionale di ciascun contraente</p>
<p>PRESUPPOSTO DELLA VALUTAZIONE</p>	<p>La valutazione degli studi professionali si fonda tendenzialmente sul presupposto del going concern. Nella prospettiva del cedente, tuttavia, a scopo di comparazione e confronto, ha senso anche una valutazione in</p>

	ottica liquidatoria (ordinaria)
PROSPETTIVA DELLA VALUTAZIONE	La prospettiva di valutazione può essere sia quella di un generico partecipante al mercato (ad esempio qualora si ricerchi un valore intrinseco, specialmente in una fase preliminare di studio dell'operazione), oppure nell'ottica di specifici soggetti (cedente o potenziali acquirenti).
CONFIGURAZIONE DI VALORE	In coerenza con finalità, presupposto e prospettiva della valutazione, la configurazione comunemente ricercata è quella di valore intrinseco, di valore di mercato o di valore di investimento.
METODICHE E CRITERI DI VALUTAZIONE	Generalmente preferibili metodiche basate sui flussi di risultati attesi (<i>income approach</i>), mentre, salvo casi specifici, si ritengono tendenzialmente inappropriati i criteri patrimoniali, riconducibili alla metodica del costo (<i>cost approach</i>). Le metodiche di mercato (<i>market approach</i>), infine, pur applicabili, richiedono informazioni su transazioni comparabili non semplici da reperire
PRINCIPALI FATTORI DI RISCHIO	Tra i principali rischi della stima vi sono la corretta considerazione del grado di mantenimento e rigenerazione delle relazioni di clientela, l'individuazione di un congruo tasso di attualizzazione in caso di utilizzo di metodologie basate sull'attualizzazione di flussi di risultato o di un corretto multiplo in caso di opzione per un approccio basato sul mercato

* * *

3. Il criterio metodologico prescelto nella presente perizia.

Ebbene, in questa valutazione si ritiene opportuno fare ricorso al **metodo reddituale** (income approach) quale metodo di riferimento.

Infatti le peculiarità che si riscontrano negli studi professionali solitamente implicano:

- a) una tendenziale inidoneità e insufficienza del metodo patrimoniale semplice;
- b) una difficoltosa applicazione del metodo patrimoniale complesso e di quello misto;

- c) una preferenza per l'applicazione di metodi basati sui flussi prospettici di risultato, che tuttavia richiedono l'elaborazione di dati previsionali normalizzati e l'impiego di parametri intermedi di non immediata determinazione.

Parallelamente, in assenza di una base dati di *comparables* con indicazioni di prezzi relativamente recenti, formati in condizioni normali di mercato e scevri da valorizzazioni di effetti sinergici, risulta impervio il ricorso ad un approccio di mercato basato sui multipli.

Per quanto riguarda i criteri empirici *«detti anche regola del pollice (rule of thumb) consistono in procedimenti pratici, dedotti dall'esperienza, ma privi di validazione scientifica, che trovano il loro punto di forza principalmente nella semplicità di utilizzo e nella rapidità di ottenimento dei risultati. Si ispirano al mercato, basandosi su opinioni diffuse nello specifico settore di attività, e possono offrire riferimenti utili per un primo orientamento su una indicazione di valore. Il rischio, tuttavia, è quello di incappare in bias cognitivi, ovvero deviazioni da processi razionali, ed in particolare in quello che in economia comportamentale viene definito bias di ancoraggio, consistente nella tendenza ad essere influenzati da un valore numerico di riferimento ritenuto generalmente valido. I Principi Italiani di Valutazione e la dottrina valutativa in generale sconsigliano l'impiego di criteri empirici. Secondo i PIV, in particolare, il loro utilizzo dovrebbe normalmente essere evitato.»*⁵

Con riferimento ai metodi patrimoniali anch'essi non si ritiene possano essere applicati in considerazione che la parte più consistente (talvolta quasi esclusiva) del valore dello studio è rappresentata dal portafoglio clienti. La stima di questo intangibile, pertanto, si tramuta di fatto in una valutazione in ottica reddituale o comparativa di mercato dell'intero studio professionale.⁶ In secondo luogo, vi possono essere beni immateriali non identificabili in

⁵ Andrea Cecchetto; Marco Billone. "Come fare... Valutazione degli studi professionali" pag.42-43.

⁶ I metodi generalmente indicati dalla dottrina per la valutazione del pacchetto clienti, infatti, si collocano tutti nell'ambito dell'*income approach*, basati sui flussi di risultato attesi, o eventualmente del *market approach*: criterio dei benefici futuri attualizzati (o DCF – Discounted Cash Flow); criterio degli extraredditi (Multi-period

modo specifico e pertanto non autonomamente trasferibili e/o non protetti da diritti legali o contrattuali (ad esempio procedure organizzative non codificate, relazioni interne, reputazione), il cui valore non viene catturato sulla scorta di un approccio patrimoniale.

In merito ai criteri basati sui flussi di risultato, si ritengono normalmente preferibili in quanto basati sull'attualizzazione dei flussi di risultato (reddituale o finanziari) prospettici. Nella prassi, ciò risulterebbe confermato anche da quanto registrato da IFAC ⁷ in merito alla preferenza accordata dagli operatori rispetto al loro impiego. I flussi economici/finanziari attesi, ponderati per il grado di aleatorietà ed in base al momento di manifestazione temporale, esprimono infatti il complessivo valore di tutti gli asset al servizio dell'attività professionale, sia materiali che immateriali, e non richiedono una valutazione a sé stante dei singoli intangibles.

I flussi economici/finanziari attesi, ponderati per il grado di aleatorietà ed in base al momento di manifestazione temporale, esprimono infatti il complessivo valore di tutti gli asset al servizio dell'attività professionale, sia materiali che immateriali, e non richiedono una valutazione a sé stante dei singoli intangibles. Come noto, a seconda dell'utilizzo di flussi di reddito o di cassa, avremo una valutazione di tipo reddituale o di tipo finanziario. In ogni caso, imprescindibile punto di partenza per l'applicazione di questi criteri è la determinazione dei flussi prospettici di ricavi e costi nel primo caso, oppure di entrate e uscite nel secondo. Ciò richiede sicuramente un'attenta ed approfondita analisi della clientela, considerato anche il particolare e delicato legame fiduciario che lega cliente e professionista. In caso di trasferimento della titolarità dello studio da un professionista ad un altro, infatti, non è affatto scontato che le relazioni di clientela possano essere completamente mantenute. Al contrario,

excess earnings method MPEEM o Single-period excess earnings method – SPEEM); criterio del Customer Lifetime Value – CLV; criterio delle opzioni reali, interessante per cogliere le potenzialità di sviluppo insite in un asset del genere; criterio delle transazioni comparabili, sulla base di multipli.

⁷ International Federations of Accountants “Guida alla gestione dei piccoli e medi studi professionali”

è probabile che talune di esse vengano perdute nonostante gli eventuali accorgimenti che cedente ed acquirente possano mettere in atto al fine di agevolare la transizione.

L'individuazione della clientela trasferibile rappresenta pertanto il primo step dell'analisi fondamentale propedeutica alla valutazione. A tal fine si è proceduto ad una segmentazione del portafoglio clienti sulla scorta di talune variabili chiave, come: grado di intensità del rapporto fiduciario con il professionista,⁸ grado di specializzazione dei servizi richiesti e durata della relazione.

Individuato il pacchetto di clientela trasferibile, deve essere indagata anche la probabilità di mantenimento nel tempo del rapporto con lo studio professionale guidato dal nuovo soggetto acquirente. Anche le relazioni di clientela, infatti, hanno un loro ciclo di vita, con una fase iniziale, una di mantenimento ed una terminale, e la vita utile residua può dipendere da vari fattori.

All'esito dell'analisi compiuta, in base al livello di dettaglio cui si è giunti, è possibile procedere ad una stima dei ricavi prospettici attesi con riferimento a ciascun cliente o, probabilmente, cluster di clientela. Ciò, ad esempio, in assenza di dati previsionali più accurati, potrebbe avvenire sulla base del livello di fatturato mediamente registrato nel recente passato per quel cliente/cluster, normalizzato e depurato dai ricavi straordinari e non ricorrenti, ponderato per un coefficiente espressivo della probabilità di trasferimento della relazione di clientela e considerando un trend decrescente in base ad un retention rate. Per la stima del retention rate, preferibilmente in modo disaggregato per cluster, utili indicazioni si possono trarre, ad esempio, da un'analisi ragionata dei tassi storici di abbandono della clientela avutisi nel recente passato.

⁸ In merito sussiste normalmente un'alta asimmetria informativa a favore del professionista cedente rispetto all'acquirente, circostanza che frequentemente viene gestita con apposite clausole contrattuali di earn-out. La probabilità di mantenimento della relazione di clientela dovrebbe essere tanto maggiore quanto minore è il legame con la persona del soggetto cedente o quanto minore è la specificità del servizio.

Nel caso di specie i flussi reddituali e finanziari tendono a coincidere, in quanto lo STUDIO, esercitando tramite i propri associati attività professionale, emette le proprie parcelle all'atto dell'incasso delle stesse, ed inoltre essendo privo di alcun bene materiale (i pc e attrezzature sono messi a disposizione direttamente dal cliente) non vi sono costi "non monetari" (quali l'ammortamento dei cespiti), per cui il flusso reddituale generato dallo STUDIO tende a coincidere con il rispettivo flusso di cassa.

*

Del metodo reddituale (di cui esistono diverse versioni e implementazioni) si ritiene preferibile adottare la formula "*equity side*" basata su reddito medio atteso attualizzato in un arco temporale di 3 anni.

Una volta effettuata l'analisi della clientela per cluster e determinatone il tasso di ritenzione del fatturato, si è determinerà il Reddito medio (normalizzato) che può essere prodotto dallo STUDIO; tale reddito verrà successivamente attualizzato per un periodo di 3 anni.

La capitalizzazione del reddito medio atteso in un periodo limitato di tre anni pare giustificabile nel caso di specie data l'incertezza dovuta alla alta dipendenza del fatturato da pochi clienti principali e alla progressiva e inesorabile sostituzione delle mansioni lavorative effettuata dalla tecnologia, essendo quantomeno parte dell'attività svolta dagli associati attività di mera imputazione di dati, anche contabili - e come tale sostituibile tramite algoritmi/intelligenza artificiale - oltre che, in caso di cessione della quota di partecipazione dello STUDIO, vi sia il concreto rischio che venga meno l'intuitu personae e il rapporto fiduciario che l'associato ha nei confronti della clientela.

Di qui la ragionevole adozione della formula della capitalizzazione in un orizzonte temporale limitato a tre anni.

La formula analitica che sarà impiegata è la seguente:

$$We = R * a_{n-i} + TV_{n-i}$$

We = valore del capitale economico dell'azienda, stimato con il metodo reddituale;

R^* = reddito medio atteso (reddito medio normalizzato);

a_{n-i} = coefficiente di attualizzazione del reddito per “n” anni al tasso “i”

i = tasso di attualizzazione.

TV_{n-i} = valore residuo finale o “Terminal Value” attualizzato al tasso i per n anni.

In considerazione che in caso di liquidazione della quota dello STUDIO verrebbe meno l'intuito personae dell'associato che presta la propria attività presso i clienti e tenuto conto che l'attività di professionista presumibilmente verrà assorbita progressivamente dalla nuova tecnologia, quantomeno per la parte di “data entry”, si considera ai fini della presente relazione un valore residuo finale TV_{n-i} pari a **zero**.

* *

PARTE II – IL METODO REDDITUALE

4 Il valore del reddito medio atteso.

Il primo passo da compiere per giungere alla stima del valore della Studio professionale con il metodo reddituale è l'individuazione del valore del reddito medio atteso, cioè del numeratore R^* della formula descritta in precedenza.

Come detto, tale valore, può essere ragionevolmente stimato attraverso il calcolo della media dei risultati economici storici e prospettici conseguiti dallo STUDIO.

Da una prima analisi della clientela dello STUDIO si è riscontrata una alta dipendenza del fatturato dai principali clienti e una sostanziale trasferibilità integrale della clientela per la tipologia di servizi forniti dallo Studio professionale.

Si sono pertanto presi in esame i registri iva dal 2021 al terzo trimestre 2023 per determinare il budget 2023 ed il fatturato previsionale per gli anni 2024 e 2025, una volta suddivisa la clientela in tre cluster omogenei – sulla base dell’analisi storica del cliente – e attribuito un tasso di ritenzione della clientela rispettivamente del 100%, 50% e 0% ai tre cluster individuati, come segue:

TIPOLOGIA CLIENTE	FATTURATO MEDIO STORICO NORMALIZZATO (A)	COEFF. TRASFERIBILITA' (B)	RICAVI ATTESI 2023 C = (A) x (B)	TASSO DI RITENZIONE (D)	RICAVI ATTESI 2024 E = (C) x (D)	RICAVI ATTESI 2025 F = (E) x (D)
Cluster 1	48.728,00	100%	48.728,00	100%	48.728,00	48.728,00
Cluster 2	2.259,00	100%	2.259,00	50%	1.129,50	564,75
Cluster 3	261,00	0%	-	0%	-	-
TOTALE	51.248,00		50.987,00		49.857,50	49.292,75

Si è perciò provveduto quindi ad individuare le componenti economiche imputate dello studio professionale dal 31/12/2019 al 31/12/2022 sulla base delle informazioni tratte dalle dichiarazioni fiscali, mentre il reddito dal 31/12/2023 al 31/12/2025 è stato determinato ripartendo i costi per servizi sostenuti negli anni precedenti ai ricavi attesi di periodo come sopra determinati.

I redditi dello STUDIO sono stati successivamente normalizzati come segue:

STUDIO ASSOCIATO ALLEGRI - Normalizzazione del reddito							
					Business Plan		
	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
in Euro:							
UTILE NETTO	43.894	61.625	36.644	42.661	40.939	49.859	49.294
+ imposte di competenza	0	0	0	0	0	0	0
UTILE PRIMA DELLE IMPOSTE	43.894	61.625	36.644	42.661	40.939	49.859	49.294
- costo figurativo professionista	-30.000	-30.000	-30.000	-30.000	-30.000	-30.000	-30.000
- locazione figurativa studio	-7.200	-7.200	-7.200	-7.200	-7.200	-7.200	-7.200
- ammortamenti non stanziati (PC, stampante)	-200	-200	-200	-200	-200	-200	-200
REDDITO LORDO	6.494	24.225	-756	5.261	3.539	12.459	11.894
imposte sul reddito	-1.948	-7.268	0	-1.578	-1.062	-3.738	-3.568
REDDITO NORMALIZZATO (nominale)	4.546	16.958	-756	3.683	2.477	8.721	8.326
tasso inflazione	0,600%	-0,100%	1,900%	8,100%	6,100%	2,300%	2,100%
coefficiente di attualizzazione	1,02408889	1,01798100	1,01900000	1,00000000	0,94250707	0,92131678	0,90236707
REDDITO NORMALIZZATO (reale)	4.655	17.262	-770	3.683	2.335	8.035	7.513

Con riferimento alle rettifiche operate ai redditi valgono le seguenti considerazioni:

- è stato considerato il costo figurativo del professionista che svolge la propria attività per conto dello Studio e quantificata in euro 30.000/anno;
- è stata appostata una locazione figurativa della sede dello Studio nel Comune di Mogliano Veneto (TV), e pari a euro 7.200/anno, coerente con le proposte immobiliari della zona (<https://www.immobiliare.it/affitto-uffici/mogliano-veneto/centro/>), essendo la sede attualmente presso l'abitazione della socia di maggioranza;
- sono stati stanziati ammortamenti figurativi di macchinari per euro 200/anno (quali PC e Stampanti) non in dotazione agli associati che utilizzano le attrezzature dei clienti;
- si è stimata una tassazione media sui redditi conseguiti dallo STUDIO pari al 30%, essendo il reddito professionale attribuito per trasparenza ai singoli associati;
- i redditi così ottenuti sono stati adeguati al valore monetario, essendo il valore nominale non rappresentativo dell'effettivo reddito reale e in considerazione dell'incremento del tasso di inflazione nel 2022 dovuto a cause esogene che hanno provocato un innalzamento dei tassi in tutta Europa.

Infine i redditi normalizzati sono stati ponderati in base alla prossimità nel tempo alla data della presente valutazione per tener conto delle prospettive reddituali dello Studio.

Con riferimento al reddito previsionale del triennio 2023-2025, in caso di cessione della quota verrebbe meno in parte l'affectio da parte della clientela verso lo STUDIO a seguito della fuoriuscita della sig.ra Maria Grazia Allegri, pertanto sono stati assegnati ai redditi sopra determinati i seguenti "pesi" determinati in misura decrescente dalla situazione patrimoniale più recente (31/12/2023) fino all'esercizio sociale più remoto nel tempo (31/12/2025): 60% per il 2023, 30% per il 2024, 10% per il 2025.

STUDIO ASSOCIATO ALLEGRI - Normalizzazione del reddito			
	<i>Business Plan</i>		
	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Ponderazione Reddito	60%	30%	10%
Reddito Normalizzato Ponderato	1.401	2.411	751
Reddito Normalizzato Previsionale 2023-2025			4.563

I risultati della normalizzazione dei redditi conseguiti dalla Studio professionale nei periodi 2019 – 2025 sono i seguenti:

STUDIO ASSOCIATO ALLEGRI - Normalizzazione del reddito							
					<i>Business Plan</i>		
	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Ponderazione Reddito	100%	100%	100%	100%	60%	30%	10%
Reddito Normalizzato Ponderato	4.655	17.262	-770	3.683	1.401	2.411	751
Reddito Normalizzato Previsionale 2023-2025							4.563
Reddito Medio Normalizzato	<i>R*</i>						5.879

La media dei risultati sopra riportati rappresenta il reddito medio normalizzato che sarà preso come riferimento ai fini del presente elaborato peritale: esso è pari ad euro **5.879**.

* * *

5. Il valore del tasso.

Quanto alla scelta del tasso di attualizzazione da adottare (i), v'è da premettere che non è riscontrabile unitarietà di vedute in dottrina e nella prassi in merito ai criteri di determinazione dei tassi di attualizzazione.

Tendenzialmente vengono impiegati:

- a) il tasso opportunità, cioè quello offerto da investimenti alternativi a parità di rischio;
- b) il costo del capitale, vale a dire il costo dei nuovi mezzi a titolo di capitale di rischio, o, in alternativa, il costo medio di approvvigionamento dei mezzi finanziari (mutui a medio e lungo termine, obbligazioni, ecc.)
- c) il tasso del rendimento soddisfacente, ossia il tasso che ricalchi le attese

dell'operatore/investitore (esso, sovente, rappresenta una sintesi dei due metodi indicati precedentemente).

Nel caso di specie, si ritiene di adottare il valore *sub a*).

Nella valutazione dello STUDIO occorre tenere conto del particolare profilo di rischio che lo caratterizza, rispetto sia alle aziende sia alle realtà professionali, e in considerazione dell'assenza di debiti finanziari. Il tasso di valutazione quindi, tenuto conto della irrilevanza degli investimenti dello STUDIO in capitale fisso (attrezzature e macchinari) e di debiti finanziari, coinciderà quindi con il costo del capitale K_e (anche "cost of equity" o "coe").

Al fine di calcolare il valore attuale dei flussi reddituali normalizzati nell'approccio equity side si procede ora all'individuazione del costo del capitale di rischio K_e ("cost of equity" o di seguito "coe").

Con riferimento al costo del capitale di rischio questo può essere determinato impiegando il modello del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dalla seguente relazione:

$$K_e = R_f + \text{Premio per il rischio}$$

Ovvero:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

Dove:

K_e : costo del capitale di rischio o *coe*;

R_f : rendimento degli investimenti privi di rischio;

R_m : rendimento di un portafoglio di attività rappresentativo del mercato,

β : indice della rischiosità della Studio professionale rispetto alla media del mercato.

*

5.1) Il valore dei rendimenti privi di rischio

Il valore di R_f è stato calcolato considerando:

- il rendimento effettivo lordo dei BTP a scadenza decennale al 30/11/2023 (fonte

sito MEF) pari al 4,2%;⁹

- una tassazione t_c del 12,5% sui BTP a scadenza decennale;
- un rendimento effettivo netto dei BTP a scadenza decennale pari a $R_f \times (1 - t_c)$ pari al 3,68%;
- si è tenuto conto nella determinazione del rendimento dei titoli privi di rischio dell'inflazione attesa nel 2023 (pari al 5,7%)¹⁰ per omogeneità con i redditi normalizzati determinati in base al loro valore reale; il tasso reale è stato determinato secondo la formula di Fisher¹¹;
- un rischio paese determinato in base allo spread tra Bund e BTP a scadenza decennale pari al 1,675% (fonte Ilsole24ore).¹²

Il sottoscritto ritiene doveroso stimare il rischio paese dell'Italia in quanto:

- 1) i rendimenti dei titoli di stato italiani sono stati calmierati dalla politica monetaria espansiva negli ultimi anni della Banca Centrale Europea – il cosiddetto *quantitative easing* – che si è impegnata ad acquistare i titoli di stato dei paesi dell'area euro abbassandone i rendimenti effettivi;
- 2) si è verificata la cessazione del *quantitative easing* a partire da gennaio 2019, con prevedibile innalzamento dei tassi di rendimento nei paesi, tra i quali l'Italia, a maggiore rischiosità finanziaria¹³;
- 3) si ritiene che la forbice – cosiddetto spread – tra i rendimenti dei titoli della Germania, come noto valutato con il massimo rating dalle agenzie, e l'Italia siano rappresentativi del rischio paese.

In considerazione di quanto sopra il rendimento risk free R_f è pari al **-0,33%***

5.2) *Il valore di $R_m - R_f$ o Equity Risk Premium*

⁹ https://www.dt.mef.gov.it/debito_pubblico/emissioni_titoli_di_stato_interni/risultati_aste/risultati_aste_btp_10_anni/index.html

¹⁰ <https://www.istat.it/it/archivio/292835>

¹¹ $i_{reale} = [(1+i_{nominale})/(1+\Delta p)]-1$

¹² <https://mercati.ilsole24ore.com/obbligazioni/spread/btp-10a-bund-10a>

¹³ Come noto la valutazione del rischio paese è affidata a specifiche agenzie che nel corso degli anni hanno progressivamente tagliato il rating dell'Italia.

Come anticipato il valore R_m rappresenta il rendimento di un portafoglio di attività rappresentativo del mercato di riferimento, in sostanza rappresenta quella parte di rischio diversificabile dell'impresa. Il valore $R_m - R_f$ esprime la remunerazione differenziale dell'investimento azionario rispetto ai rendimenti di impieghi privi di rischio, ovvero il cosiddetto *Equity Risk Premium* o *ERP*.

L'ERP è stato assunto in misura pari al **5%**, tale valore appare coerente con le indicazioni della dottrina maggioritaria [si veda su tutti *Valuation –Measuring and Managing the Value of Companies* (2015)¹⁴ che prevede un ERP compreso tra 4,5% e 5% e *Cost of Capital –Applications and Examples* (2015)¹⁵ che indica un ERP compreso tra il 3,5% ed il 6%].

*

5.3) *La determinazione del costo del capitale o «coe»*

La determinazione del coefficiente β è stata effettuata confrontando il macro settore dei servizi industriali e commerciali (cd “Business & Consumer Services”) in Europa¹⁶ da cui risulta che il $\beta_{levered}$ è pari a 1,005.

Per depurare il $\beta_{levered}$ del rischio finanziario associato alle scelte di indebitamento si è proceduto a determinare il $\beta_{unlevered}$ secondo la formula di Hamada:

$$\beta_{unlev} = \frac{\beta_{lev}}{1 + D/E \times (1 - t_c)}$$

Dove:

D/E = rapporto tra debiti (Debt) e capitale (Equity) = 27,04%¹⁷

Per cui $\beta_{unlevered} = 1,005 / [1 + 0,2704 \times (1 - 0,24)] = 0,8337$

¹⁴ *Valuation –Measuring and Managing the Value of Companies* di McKinsey & Company Inc., aut. Tim Koller, Marc Goedhart, David Wessels.

¹⁵ *Cost of Capital –Applications and Examples* di John Wiley and Sons, aut. Richard Brealey, Roger J. Grabowski e Shannon P.Pratt (2015)

¹⁶ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

¹⁷ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Dato che non risultano debiti finanziari il rapporto D/E dello STUDIO è pari a 0%, per cui il $\beta_{\text{unlevered}}$ coincide con il cosiddetto $\beta_{\text{relevered}}$ dello STUDIO ¹⁸

Orbene si rammenta che il $\beta_{\text{relevered}}$ costituisce pur sempre un β grezzo (β_{raw}).

I β grezzi costituiscono previsori distorti dei β attesi in quanto ai fini dell'applicazione del metodo reddituale è necessario invece considerare un β prospettico.

Per correggere il β grezzo nella pratica professionale viene utilizzata la cosiddetta tecnica di Blume il cui presupposto è che nel lungo termine il valore dei beta tende a convergere verso il beta del portafoglio di mercato (per definizione pari a 1).¹⁹

$$\beta_{\text{adjusted}} = \beta_{\text{relevered}} \times 2/3 + 1/3 \times \beta_{\text{mercato}} = 0,8337 \times 0,67 + 0,33 \times 1 = 0,5586 + 0,33 = 0,8886$$

Il β di riferimento nel calcolo del costo del capitale di quindi è pari a **0,8886**

Infine, il sottoscritto ritiene di apportare una maggiorazione aggiuntiva di un ulteriore 10% a titolo di “size premium” S_p in considerazione della maggiore rischiosità dello STUDIO rispetto ad altre realtà professionali di maggiori dimensioni ²⁰ per cui:

- sconta una maggiorazione per illiquidità della quota;
- ha una elevata dipendenza del fatturato rispetto alla clientela principale (cluster 1);
- i flussi di reddito di periodo risentono maggiormente della volatilità del mercato rispetto alle aziende quotate;

¹⁸ $\beta_{\text{relevered}} = \beta_{\text{unlevered}} \times [1 + D/E \times (1 - t_c)] = 0,8337 \times [1 + 0\% \times (1 - 24\%)] = 0,8337$

¹⁹ «La tecnica di Blume è utilizzata da tutti i data providers e si fonda sull'evidenza secondo cui tutti i coefficienti beta mostrano una tendenza a convergere verso la media del mercato nel corso del tempo. Poiché il coefficiente β di mercato (β_{mercato}) è pari a uno, la tecnica di Blume consiste nello stimare il beta atteso come media ponderata del beta storico e del beta di mercato. Ai fini della ponderazione si usano i pesi individuati da Blume: 1/3 il beta del portafoglio di mercato e 2/3 il beta storico del titolo.» L. Guatri M. Bini Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende ed. 2013 pag. 247.

²⁰ È presumibile, infatti, che le realtà professionali di maggiori dimensioni abbiano più risorse, sia umane che finanziarie, per riconvertire il business aziendale a seguito delle minacce esterne del mercato (quali l'ingresso di nuove tecnologie in sostituzione dell'attività di data entry).

- le piccole realtà professionali sono notoriamente più rischiose delle realtà professionali alternative e, per il principio dell'avversione al rischio, devono garantire un "sovrareddito" rispetto all'andamento del settore di riferimento;²¹

*

Il costo del capitale di rischio secondo il modello CAPM

$$Coe = Rf + \beta \times (Rm - Rf) + Sp$$

è quindi pari a $Coe = -0,33\% + 0,8886 \times 5\% + 5\% = -0,33\% + 4,44\% + 5\% = 9,11\% = (i)$

*

6. Il valore attribuito allo Studio Professionale.

Giunti a questo punto, per determinare il valore attribuibile allo «STUDIO ALLEGRI E ASSOCIATI» è necessario applicare la formula sopradescritta ai risultati testé ottenuti:

$$We = R \times a_{n,i} + TV_{n,i} = 5.879 \times 2,526 + 0 = 14.851$$

Il valore complessivamente attribuibile allo STUDIO ALLEGRI E ASSOCIATI sulla base della metodologia prescelta, dunque, è pari, previo arrotondamento, ad euro **14.500.**

* * *

PARTE III - CONCLUSIONI

7. La composizione del valore economico dello studio professionale «STUDIO ALLEGRI E ASSOCIATI».

Il sottoscritto dott. Giulio Marin, perito incaricato alla stima dello «STUDIO ALLEGRI E ASSOCIATI» attesta che, sulla base delle verifiche e dei riscontri operati in relazione all'applicazione dei criteri di valutazione adottati, come sopra analiticamente esposti

²¹ In base a tale principio un investitore razionale è avverso al rischio per cui ad un investimento rischioso è associato un maggiore rendimento

e documentati, il valore economico dello stesso, ammonta alla data del 1° gennaio 2024 a complessivi

Euro 14.500,00 (quattordicimilacinquecentoeuro/00)

e la quota di pertinenza della sig.ra Maria Grazia Allegri, pari al 10% dello STUDIO ALLEGRI E ASSOCIATI ammonta a complessivi euro

Euro 1.450,00 (millequattrocentocinquantaeuro/00)

Mestre (VE), 5 febbraio 2024


dott. Giulio Marin