

**CARLO REGOLIOSI**

*Associato di Economia Aziendale  
Università degli studi "Roma Tre"  
Dottore Commercialista  
Revisore legale dei conti*

---

**"MIRABILIA NETWORK"**

**RELAZIONE DI STIMA DEL PATRIMONIO DI MIRABILIA AL  
31 AGOSTO 2024**

---



.....  
*Dipartimento di Economia Aziendale - Via S. D'Amico, 77 - 00145 Roma  
Tel. Dipartimento 06.57335619 - Fax 06.57335797*

*Ch*

**Sommario**

<b>1.</b>	<b>Natura e limiti dell'incarico .....</b>	<b>3</b>
<b>2.</b>	<b>Documentazione esaminata e data di riferimento della stima.....</b>	<b>4</b>
<b>3.</b>	<b>L'azienda ed i dati economici.....</b>	<b>5</b>
3.1	L'Associazione Mirabilia Network .....	5
3.2	Stato Patrimoniale al 31 agosto 2024.....	8
<b>4.</b>	<b>Metodologie di stima del valore del patrimonio di aziende e di rami d'azienda .....</b>	<b>9</b>
	Premessa .....	9
4.1	Il metodo fondamentale.....	11
4.2	I metodi alternativi.....	15
4.2.1	I metodi patrimoniali puri .....	15
4.2.2	I metodi misti patrimoniali-reddittuali.....	16
4.3	I metodi di mercato .....	17
<b>5.</b>	<b>Selezione ed applicazione della metodologia di stima.....</b>	<b>19</b>
5.1	La valutazione degli elementi presenti nel bilancio di Mirabilia .....	20
5.2	La valutazione dei beni immateriali embedded e la validazione del valore patrimoniale .....	24
<b>6.</b>	<b>Conclusioni .....</b>	<b>31</b>

## 1. NATURA E LIMITI DELL'INCARICO

Il sottoscritto Prof. Carlo Regoliosi, Dottore Commercialista in Roma, con studio alla Via Peccioli 18, iscritto al Registro dei Revisori Contabili di cui al D.M. del 21/4/2006, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, n. 34 del 5/5/2006, è stato incaricato dall'Associazione "Mirabilia Network" – con sede in Roma, Piazza Sallustio 21, capitale di € 60.000,00 – di procedere ad una stima del valore attribuibile all'azienda allo scopo di provvedere ex art. 2500-octies alla trasformazione in società consortile a responsabilità limitata.

La presente relazione di stima è stata pertanto richiesta in modo tale che essa sia idonea a produrre gli effetti ex art. 2465 cc a supporto dell'operazione straordinaria di Trasformazione Eterogenea decisa dall'ente.

Sulla base dell'incarico conferitogli, chi scrive ha proceduto alla determinazione del valore dell'Associazione come di seguito descritto con riferimento alla data del 31 agosto 2024.

Le informazioni ed i documenti utilizzati per la relazione che ci si accinge ad effettuare sono stati forniti tempo per tempo dalla funzione amministrativa Mirabilia e dai suoi consulenti in nome e per conto dell'Associazione stessa.

Sul punto, è opportuno precisare che lo scrivente non ha provveduto ad effettuare alcuna attività di revisione legale sulle suddette informazioni e documenti, né sull'autenticità e sull'attendibilità di questi ultimi, sia per quanto concerne i documenti consuntivi che quelli preventivi. In tale ottica, non è stata effettuata l'analisi fondamentale come richiesto dai Principi Italiani di Valutazione<sup>1</sup> per lo svolgimento di una valutazione completa secondo i quali, occorrerebbe prevedere:

- i. un esame degli elementi distintivi che caratterizzano gli *asset* netti da valutare;
- ii. un'analisi del contesto di mercato e della sua dinamica;
- iii. un esame degli specifici *driver* di valore e della loro evoluzione storica (quando possibile e rilevante);
- iv. un'analisi prospettica del dispiegamento dei *driver* di valore;
- v. l'individuazione dei fattori di rischio e dei loro effetti potenziali.

Per tali ragioni, lo scrivente Professionista, pur avendo svolto ogni passaggio del presente lavoro con diligenza, indipendenza e professionalità, ritiene che il valore emergente dal parere si configuri come il valore minimo degli *asset* netti dell'azienda in parola, non necessariamente avendo postulato nel corso dei lavori altre configurazioni di valore. Anche in virtù dell'utilizzo della presente relazione di stima nell'ambito di un'operazione straordinaria (Trasformazione eterogena ex art. 2500-octies cc), tuttavia, si ritiene ad ogni evidenza che il dato emergente dalla presente valutazione possa costituire un valore idoneo a quantificare anche il valore del capitale netto di trasformazione, che – opportunamente giurato – assuma stretta rilevanza peritale. Ferma restando la responsabilità professionale dell'odierno redattore, infine, la responsabilità

<sup>1</sup> Vedi Principio I.4.3



Or

## CARLO REGOLIOSI

in ordine all'accuratezza, alla veridicità, alla completezza ed all'attendibilità delle informazioni raccolte e dei documenti ottenuti permane integralmente in capo all'Associazione.

In ogni caso, l'eventuale fine succitato per il quale il presente parere fosse stato redatto ed il doveroso criterio di prudenza e di *professional skepticism* che deve guidare la stima del valore economico di *asset* aziendali hanno indotto lo scrivente, sulla base della documentazione fornita, ad adottare, nella individuazione e valutazione degli *asset* in parola, argomenti e quantificazioni cautelative che verranno più avanti specificati.

## **2. DOCUMENTAZIONE ESAMINATA E DATA DI RIFERIMENTO DELLA STIMA**

---

Il Professionista, al fine di espletare la propria attività, ha esaminato la seguente documentazione messa a disposizione dalla Società:

- i. Visura Camerale aggiornata
- ii. Bilanci 2018-2023
- iii. Situazione patrimoniale al 31 agosto 2024
- iv. Relazione degli amministratori ex art. 42-bis cc
- v. Relazione degli amministratori ex art. 2500-sexies cc
- vi. Statuto dell'Associazione
- vii. Iter del progetto di trasformazione e fusione
- viii. Elenco Associati
- ix. ogni altra documentazione resasi necessaria per lo svolgimento dell'incarico.

È opportuno rimarcare infine che le conclusioni cui si è pervenuti sono basate sul complesso delle valutazioni contenute nella Relazione e, pertanto, nessuna parte della stessa potrà comunque essere utilizzata disgiuntamente rispetto al documento nella sua interezza. La stima è necessariamente basata sulle condizioni economiche, monetarie e di mercato esistenti alla data della valutazione. Nulla di quanto esposto nella presente Relazione può essere interpretato come una garanzia (o una promessa) o un'opinione (rappresentazione) circa il futuro andamento dell'azienda oggetto di valutazione.

La presente Relazione non dovrà essere impiegata per fini diversi da quelli per cui è stata redatta, con eccezione dell'ipotesi di conferimento sopra ricordata, per la quale la presente Relazione è idonea ad essere impiegata quale relazione di stima ex art. 2343 e ss cc.

Infine, nulla di quanto esposto nella relazione di stima può in alcun modo essere ritenuto una garanzia sui risultati futuri di Mirabilia Network.

Il valore dell'Associazione – oggetto della presente relazione di stima – è stato determinato in riferimento alla data del 31 agosto 2024.

A tale riguardo, si precisa, per altro, che, successivamente a tale data, non si sono verificati eventi – diversi da quelli relativi allo normale svolgimento dell'attività aziendale – che abbiano inciso in modo significativo sul valore dell'azienda oggetto della presente relazione di stima.

Chi scrive ha infatti ottenuto conferma che alla data della presente Relazione non sussistono modifiche significative alle informazioni e ai dati forniti e contenuti nella documentazione utilizzata, né si sono manifestati fatti di rilievo che possano modificare i risultati della valutazione ivi contenuta.

### 3. L'AZIENDA ED I DATI ECONOMICI

---

#### 3.1 L'Associazione Mirabilia Network

Mirabilia Network è un'associazione senza fini di lucro costituita, nel 2012, su iniziativa della Camera di Commercio di Matera (oggi fusa con la Camera di Commercio di Potenza nella Camera di Commercio della Basilicata) che mette in rete 21 Camere di Commercio ed Unioncamere, con il fine di collegare e valorizzare aree accomunate dalla rilevante importanza storica, culturale e ambientale, nonché caratterizzate dalla presenza di siti UNESCO – Patrimonio dell'umanità.

L'associazione prende il suo nome dai "Mirabilia Urbis Romae", le guide pratiche scritte dai viaggiatori che nell'antichità guidavano i pellegrini verso la città eterna raccontando loro storie di popoli, persone e località incontrati lungo il percorso.

Lo scopo che si prefigge l'Ente è un'interazione tra attori istituzionali ed economici e tra modelli di *governance* alla base delle politiche di sviluppo del territorio, a cui possono aderire le Camere di Commercio e tutte le strutture del sistema camerale, oltre che le Associazioni nazionali di impresa, enti, società, enti pubblici e privati, rappresentativi delle filiere e distretti del turismo e dei settori collegati interessati alla loro promozione e sviluppo dei suddetti siti.

Dall'operatività e dal progetto realizzato dall'Associazione, la conseguenza diretta è stata negli anni la creazione e lo sviluppo di un vero e proprio valore sociale da fornire in risposta ad una domanda sempre crescente e maggiormente mirata di nuovi viaggiatori, sia italiani che stranieri; parallelamente, l'Associazione ha dato corso ad un importante processo di valorizzazione di numerosi territori, ben 21 aree geografiche uniche nel loro genere per la presenza di siti UNESCO, con proprie caratteristiche e peculiarità, che costituiscono ad ogni evidenza eccezionali culturali, enogastronomiche, artigianali e di innovazione tecnologica.

Tra gli scopi di dettaglio si legge dal sito istituzionale di Mirabilia Network:

- mettere in rete e valorizzare i territori sede dei siti UNESCO "meno noti", attraverso un'offerta turistica integrata;
- promuovere l'uso delle nuove tecnologie per valorizzare le tradizioni ed il territorio dei siti associati;
- arricchire il ventaglio delle esperienze culturali e integrare tradizione e innovazione;
- realizzare attività e iniziative di internazionalizzazione in linea con quanto disposto nel Protocollo di intesa sottoscritto da Unioncamere con il Ministero dello Sviluppo;
- realizzare iniziative legate a progetti nazionali e comunitari sviluppare accordi con altri enti camerali a livello europeo.



## CARLO REGOLIOSI

Nel periodo di attività dell’Associazione, intensificatasi dal 2018, sono stati proposti e realizzati numerosi progetti, in linea con lo scopo Associativo. Il bilancio del 2019 apre con una forte dichiarazione di intenti, che riassume perfettamente quanto detto sinora: “*Il percorso progettuale intende promuovere ad un pubblico italiano ed internazionale attraverso le Camere di Commercio partner, le destinazioni “meno conosciute”, ma non certo minori, veri e propri “gioielli” accomunati dal riconoscimento UNESCO e valorizzare i territori col loro indissolubile intreccio di storia e cultura, tradizione e innovazione, artigianato artistico ed enogastronomia, attraverso un nuovo turismo culturale e itinerari d'eccellenza sostenibili*”. Punto di forza del progetto Mirabilia è, dunque, il mettere in rete i siti UNESCO e i territori circostanti accomunando tre formidabili traini quali la cultura, le bellezze naturali e il cibo, creando le condizioni affinché domanda e offerta si incontrino. Il settore di riferimento è quindi il Turismo Culturale con le sue numerose declinazioni (Cultura – Turismo – Prodotti tipici e Dieta Mediterranea – Artigianato Artistico locale), ed il target è *consumer* (il grande pubblico, i turisti italiani e internazionali) e *trade*.

Il rivoluzionario modello di *governance* di Mirabilia e la sua *mission* basata sulla valorizzazione di siti turistici “minori” – finora – e di un’economia sostenibile, hanno portato sempre più attori istituzionali ad abbracciare l’iniziativa, sia a livello nazionale, tramite l’ingresso di ulteriori tre camere di commercio nel 2023, sia a livello europeo. In merito, con il tempo e l’interesse crescente verso l’Associazione, anche oltre i confini nazionali, è stata costruita e consolidata “Mirabilia European Network” la quale mette in rete le camere di commercio di Bulgaria, Croazia, Francia, Grecia e Spagna, e che ha visto le camere di commercio francesi, durante la decima edizione della borsa internazionale del turismo culturale a Genova, siglare l’intesa per organizzare a gennaio 2023 la prima edizione di “Mirabilia France”. Forte segnale che il modello di governance istituito dall’associazione funziona, viene mutuato anche all’estero e continua ad ispirare nuove camere di commercio nazionali che ogni anno vanno ad ampliare il cerchio degli associati.

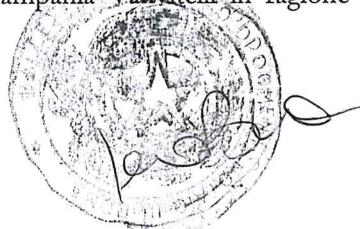
Negli ultimi anni Mirabilia ha operato sempre di più sul piano dell’ambiente e del turismo sostenibile, tanto che l’Europa, attraverso la *DG Grow*, ha riconosciuto l’impegno e l’attività dell’Associazione, fino a sceglierla come testimone e protagonista alla *Cop26 di Glasgow* nel novembre 2021. Mirabilia ha ideato e sottoscritto la carta di Cison di Valmarino, in collaborazione con la camera di commercio di Treviso-Belluno, richiamando l’impegno dei partner ai principi di sostenibilità. L’Associazione ha, inoltre, unito la sua rete con quella dei PID, ovvero dei Punti di impresa digitali, che vedono le Camere di Commercio come attore fondamentale nella transizione digitale delle nostre imprese.

Nello svolgimento delle attività culturali, l’Ente ha dimostrato l’impegno nella promozione dell’alta formazione e nell’incoraggiare i giovani a formarsi per poter rimanere all’interno dell’eco-sistema territoriale, contribuendo alla sua competitività. Tutto ciò tramite l’avvio del Master di I livello, in collaborazione con la Camera di commercio dell’Umbria e l’Università di Perugia, per la creazione di una figura professionale specialistica in grado di essere al servizio di Enti, destinazioni e organizzazioni con competenze in grado di ampliare e qualificare le relazioni con i territori Mirabilia da parte di partner, visitatori, investitori e imprenditori.

Attualmente Mirabilia sta portando avanti diverse proposte, di seguito descritte, alcune di più recente creazione, altre mutuate da anni di impegno e lavoro da parte di tutti gli attori e gli enti interessati alle iniziative dell’Associazione:

## CARLO REGOLIOSI

- **MIRABILIA per SOSTENIBILITÀ e SICUREZZA:** La rete Mirabilia delle Camere di commercio diventa il motore della gestione sostenibile e qualificata dei territori, sulla base di una collaborazione pubblica e privata. Il modello imprenditoriale delle PMI sostenibili e innovative, basato su un approccio integrato, ne è l'elemento chiave. L'aggregazione di itinerari e destinazioni turistiche sarà improntata su forme di turismo maggiormente rispettose dell'ambiente, del territorio e delle identità locali e delle problematiche socioculturali connesse all'emergenza al fine di rafforzare l'immagine delle mete turistiche Unesco meno conosciute.
- **MIRABILIA e la MACRO REGIONE ADRIATICO IONICA:** Mirabilia ha stipulato con il Forum delle Camere di Commercio dell'Adriatico e dello Ionio, network di enti camerali di Italia, Albania, Croazia, Bosnia Herzegovina, Grecia, Montenegro, Serbia operante dal 2001 e riconosciuto dalla Commissione Europea come uno dei principali stakeholder dell'area macroregionale, un protocollo d'intesa finalizzato a sviluppare una stretta collaborazione tra le due associazioni, volte a promuovere scambi e gestire congiuntamente attività promozionali dei siti Unesco localizzati nei Paesi appartenenti alla Macro Regione Adriatico-Ionica. Si tratta di un'area transfrontaliera, di grande interesse innanzitutto per quelle regioni italiane che si affacciano sui mari Adriatico e Ionio, legate da millenarie tradizioni, storia, e cultura e scambi commerciali in cui insistono ben 44 siti riconosciuti dall'Unesco.
- **AGROALIMENTARE e ARTIGIANATO:** Punto di forza del progetto Mirabilia è il mettere in rete i siti UNESCO e i territori circostanti accomunando tre formidabili traini quali la cultura, le bellezze naturali e il cibo, creando le condizioni affinché domanda e offerta si incontrino. Il progetto ha puntato molto sul "food & beverage", sulla valorizzazione delle eccellenze enogastronomiche dei territori Mirabilia partendo dalla realizzazione di una mappatura delle tipicità agroalimentari e coniugando l'offerta turistica dei siti UNESCO meno noti con l'offerta del patrimonio enogastronomico tipico della Dieta Mediterranea, patrimonio immateriale Unesco.
- **MIRABILIA per FORMAZIONE:** La finalità, come detto in precedenza, è quella di creare professionisti in grado di arricchire di contenuti culturali la pianificazione dell'offerta turistica e di costruire efficaci strategie di gestione delle risorse offerte dai territori. Il corso si avvale della partnership con il network Mirabilia, che pone in rete attori istituzionali ed economici attivi nella fruizione dei siti UNESCO. Il Master si svolgerà presso tutte le sedi didattiche dell'Università degli Studi di Perugia. I corsi, Master di primo livello in "Management del Patrimonio culturale per lo sviluppo turistico" itineranti per congiungere la didattica a possibili esperienze territoriali, si terranno a: Perugia, Terni, Assisi, Castiglione del Lago, Foligno, Gubbio, Narni. I tirocini si svolgeranno presso strutture turistiche del territorio individuate in accordo con Mirabilia. In aggiunta, il Master prevede due borse finanziate dalla rete Mirabilia e due borse finanziate dall'Università degli Studi di Perugia. Le borse consistono nella copertura totale della quota di iscrizione e saranno assegnate in base al reddito ISEEU (Universitario). Il Master potrà essere realizzato oltre che in collaborazione con Mirabilia Network, anche con eventuali enti e/o soggetti esterni che a vario titolo vorranno collaborare per la realizzazione dell'iniziativa, quali: Università degli Studi di Udine, Università degli Studi di Genova, Università degli Studi di Sassari, Università della Basilicata, Università degli Studi della Campania Vanvitelli in ragione delle apposite convenzioni stipulate.



CR

## CARLO REGOLIOSI

Attraverso le precedenti proposte e tramite le connessioni generate dall’Ente nei dodici anni di attività, l’obbiettivo che Mirabilia si è prefissato è quello di espandere il Network, sempre più, all’interno dei confini europei, incentivando modelli di business innovativi e nuove professionalità introdotte per cogliere opportunità di sviluppo e di innovazione.

### 3.2 Stato Patrimoniale al 31 agosto 2024

Alla data del 31 agosto 2024 la situazione patrimoniale dell’Associazione “Mirabilia Network”, oggetto di relazione di stima peritale, si compone delle seguenti voci, opportunamente descritte:

#### ATTIVO PATRIMONIALE

Tabella 1: Attivo patrimoniale al 31/08/2024

ATTIVO	Valore contabile netto
<i>Valori in euro/€</i>	
Costi di impianto e ampliamento	1.198
Marchi	1.568
Crediti tributari (entro 12 mesi)	652
Crediti verso altri (entro 12 mesi)	288.000
Depositi bancari e postali	817.077
Ratei attivi	30.000
<b>Totale attivo</b>	<b>1.138.495</b>

**Costi di impianto e ampliamento e Marchi:** sono iscritti al costo storico di acquisizione ed esposti al netto degli ammortamenti effettuati nel corso degli esercizi e imputati direttamente alle singole voci. I costi di costituzione e di modifiche statutarie sono ammortizzati entro un periodo non superiore a cinque anni. Tale posta ammonta al valore di € 1.198.

I diritti di utilizzazione delle opere dell’ingegno, le licenze, concessioni e marchi sono ammortizzati con un’aliquota annua del 20%. Tale posta è costituita da un valore netto di € 1.568.

**Crediti verso altri (entro 12 mesi):** la rilevazione iniziale del credito è effettuata al valore di presumibile realizzo. L’adeguamento del valore nominale dei crediti al valore presunto di realizzo è ottenuto mediante apposito fondo svalutazione crediti, tenendo in considerazione le condizioni economiche generali e di settore. L’attualizzazione dei crediti non è stata effettuata per i crediti con scadenza inferiore ai 12 mesi in quanto gli effetti sarebbero irrilevanti rispetto al valore non attualizzato. Il valore contabile dei crediti è pari a € 288.000.

**Disponibilità liquide:** le disponibilità liquide sono iscritte al loro valore nominale. Tale posta ammonta a € 817.077 ed è costituita dal saldo dei “Depositi bancari e postali”

**Ratei attivi:** I ratei attivi ammontano a € 30.000 e misurano proventi ed oneri la cui competenza è anticipata o posticipata rispetto alla manifestazione numeraria e/o documentale;

## CARLO REGOLIOSI

essi prescindono dalla data di pagamento o riscossione dei relativi proventi e oneri, comuni a due o più esercizi e ripartibili in ragione del tempo.

### PASSIVO PATRIMONIALE

Tabella 2: Passivo patrimoniale al 31/08/2024

PASSIVO	Valore contabile netto
<i>Valori in euro/€</i>	
Debiti verso altri finanziatori	3.412
Debiti verso fornitori (entro 12 mesi)	1.031.295
Altri debiti (entro 12 mesi)	11.290
Risconti passivi	30.000
Totale passivo	1.075.997

**Debiti verso altri finanziatori:** il debito di € 3.412 è relativo ad importi anticipati da terzi.

**Debiti verso fornitori (entro 12 mesi):** Tale voce è costituita dai debiti contratti dall'Associazione finalizzati allo svolgimento dell'ordinaria attività dell'ente. Ogni debito consegue ad un impegno di spesa approvato. Il valore totale dei debiti ammonta ad € 1.031.295, costituito dalle voci di *Debiti per rendicontazioni da ricevere*, *Debiti per Mirabilia Day*, *Debiti per impegni di spesa degli eventi Mirabilia*, *Debiti per impegni di spesa dei progetti Mirabilia* e *Debiti per impegni di spese per funzionamento*.

**Altri debiti (entro 12 mesi):** sono rilevati al loro valore nominale, modificato in occasione di resi o di rettifiche di fatturazione. L'attualizzazione dei debiti non è stata effettuata per i debiti con scadenza inferiore ai 12 mesi in quanto gli effetti sono irrilevanti rispetto al valore non attualizzato. La posta di bilancio, costituita da debiti tributari, debiti verso INPS e INAIL, ritenute in eccesso per IRPEF dipendenti e debiti diversi, ammonta ad € 11.290.

**Risconti passivi:** tale posta rappresenta l'ammontare complessivo del valore dei progetti finalizzati e di macroarea, la cui realizzazione è già stata avviata, ma non si è ancora completata alla data di riferimento e per i quali si è stabilito il rinvio della quota parte di provento pari a € 30.000.

## 4. METODOLOGIE DI STIMA DEL VALORE DEL PATRIMONIO DI AZIENDE E DI RAMI D'AZIENDA

### *Premessa*

Il patrimonio di un'azienda/ramo d'azienda – per concorde opinione della dottrina economico aziendale – non è una quantità misura, oggettivamente determinabile, ma una quantità astratta variamente configurabile nel suo valore in funzione delle ipotesi e delle assunzioni che vengono effettuate al momento della sua stima.



## CARLO REGOLIOSI

Anche volendo limitare l'analisi alle configurazioni di valore che occorre stimare quando ci si confronti con una operazione straordinaria, si rileva che almeno tre sono le configurazioni del capitale idealmente determinabili:

- il *valore economico* del capitale inteso come il valore di un'azienda risultante dall'attualizzazione dei flussi economico-finanziari frutto di una capacità “già dimostrata, o raggiungibile con ragionevole probabilità, sulla base di premesse economiche già in atto e individuate tenuto conto della dimensione presente degli affari e di sviluppi certi nel breve termine”<sup>(2)</sup>;
- il *valore economico potenziale* inteso come il valore attuale dei flussi attesi nel medio lungo termine anche riferibili a capacità non ancora espresse dall'impresa<sup>3</sup>;
- il *valore di acquisizione* inteso come il valore soglia oltre il quale, nell'ottica di uno specifico soggetto acquirente, l'acquisizione cessa di essere conveniente, determinato sommando al valore dell'azienda *stand-alone* il valore dei benefici divisibili e indivisibili, generali e particolari, che lo specifico acquirente può ritrarre per effetto dell'acquisizione del controllo dell'impresa.

Con riguardo alle metodologie di stima del valore economico del capitale si osserva che è concorde opinione della dottrina che il valore economico positivo di un'attività imprenditoriale sia funzione della sua capacità di produrre adeguati ritorni economici per l'investitore in capitale di rischio.

Ne consegue che il metodo di stima del valore economico del capitale di un'azienda dovrebbe essere fondato sull'attualizzazione dei ritorni che la Società potrà produrre in futuro.

Nell'operazione di valutazione di aziende o rami d'azienda in particolari momenti della loro esistenza, è buona prassi la ricerca anche di strade alternative (o forse meglio comparative) di valutazione dei complessi aziendali – o dei rami d'azienda – ritenendo la valutazione secondo l'attualizzazione dei ritorni utile al fine di marcire il limite superiore del valore del complesso aziendale, valore oltre il quale il capitale dell'impresa correrebbe il rischio di rivelarsi non attendibilmente suffragato di elementi attivi adeguati, dandosi così luogo al fenomeno cosiddetto dell'annacquamento del capitale.

I predetti ritorni possono essere variamente espressi e rappresentati, in relazione alle caratteristiche dell'impresa e dei suoi processi produttivi. In particolare, in funzione della natura del flusso preso in considerazione (reddituale o finanziario) e della sua tipologia (flusso operativo o flusso netto), il metodo di attualizzazione dei flussi può essere articolato in due distinte formule valutative: la formula reddituale, quando si attualizzano redditi (operativi o netti); la formula finanziaria, quando si attualizzano flussi di cassa (operativi ovvero netti disponibili).

Il metodo di attualizzazione dei flussi (c.d. *metodo fondamentale*), pur essendo l'unico metodo contemporaneamente razionale (in quanto coerente con la logica sottostante alla nozione di valore economico) e universale (in quanto, da una parte, di condivisa applicazione in ambito

---

<sup>2</sup> Cfr. L. GUATRI, M. BINI, *Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende*, Giuffrè, Milano, 2005, p. 479.

<sup>3</sup> Cfr. G. ZANDA, M. LACCHINI, T. ONESTI, *La valutazione delle Aziende*, Torino, Giappichelli, Ultima Edizione, 2004.

nazionale e internazionale e, dall'altra, utilizzabile per tutti i fini che riguardano le valutazioni d'impresa), può tuttavia rivelarsi di applicazione assai complessa a causa delle difficoltà insite, da un lato, nella formulazione delle previsioni in ordine ai ritorni economico-finanziari che l'impresa presume di poter produrre nel medio-lungo termine e, dall'altro, nella scelta dei parametri che concorrono a formare il tasso di attualizzazione. Tali difficoltà, quando privano l'applicazione del metodo fondato sull'attualizzazione dei flussi dei connotati di razionalità, obiettività e generalità – intesi nel senso che viene loro attribuito dalla dottrina prevalente in materia<sup>(4)</sup> –, portano la prassi valutativa a suggerire l'adozione di metodologie alternative al metodo di attualizzazione dei flussi, fondate su una razionale valorizzazione delle consistenze patrimoniali dell'impresa.

Di qui, l'applicazione di una serie di *metodologie alternative* a quella reddituale o finanziaria che, in quanto basano la determinazione del valore del capitale prevalentemente sul patrimonio aziendale, vengono denominate metodi patrimoniali o metodi misti patrimoniali-redditali.

Va precisato che, talora, la stima del valore economico del capitale viene effettuata anche mediante l'impiego di metodologie che utilizzano parametri di mercato, nel presupposto che il prezzo di un'attività economica non si discosti dal suo valore economico. In questo caso i metodi di valutazione vengono denominati metodi diretti o metodi dei multipli di mercato.

Nel seguito vengono brevemente illustrati il metodo fondamentale e i principali metodi alternativi, in modo da definirne, pur in estrema sintesi, caratteristiche e modalità applicative<sup>(5)</sup>.

#### 4.1 Il metodo fondamentale

Il metodo fondamentale eguaglia il valore economico di un complesso aziendale al valore attuale dei flussi (reddituali o finanziari) ottenibili dall'impresa per l'intera durata della sua vita economica stimata.

Il metodo in esame si distingue in metodo fondato sull'*equity approach to valuation* e metodo basato sull'*entity approach to valuation* a seconda che la formula di valutazione sia mirata alla stima, in via diretta e immediata, del capitale proprio investito dagli azionisti (*equity*) o del capitale investito nell'attività aziendale (*firm value*). In quest'ultimo caso, la stima del capitale economico si ottiene sottraendo al *firm value* il valore di mercato (o il valore di libro, laddove la conformazione del debito rendesse irrilevante la differenza e più semplice la strada) della posizione finanziaria netta.

---

<sup>4</sup> Secondo la prevalente dottrina i termini sopra esposti assumono il seguente significato: razionalità: la stima del valore del capitale economico deve derivare da un processo logico, chiaro e convincente e, come tale, largamente condivisibile; obiettività (o dimostrabilità): il processo di valutazione deve essere fondato su dati affidabili, credibili e controllabili; generalità (o neutralità): la stima del valore economico del capitale deve prescindere da effetti contingenti di domanda e offerta, dalle caratteristiche delle parti interessate alla negoziazione e dalla forza contrattuale e abilità negoziale che esse esprimono.

<sup>5</sup> Si precisa che la presente analisi prescinde da qualsiasi approfondimento relativo all'approccio valutativo c.d. *contingent claim* che fonda la stima del valore economico del capitale sulla teoria delle opzioni reali, in quanto tale approccio non ha ancora raggiunto un grado di sperimentazione tale da renderlo ragionevolmente affidabile.



CR

## CARLO REGOLIOSI

La formula di valutazione del capitale economico di un complesso aziendale basata sul metodo fondamentale di tipo *equity* è la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^n FN_t (1+i)^{-t} + VT(1+i)^{-n} + VBA$$

dove:

$W$  è il valore economico del complesso aziendale oggetto di stima;

$\sum_{t=1}^n FN_t (1+i)^{-t}$  è la somma del valore attuale dei flussi netti attesi ( $FN_t$ ) per il periodo di previsione esplicita (nel primo flusso è ricompreso il valore della liquidità iniziale);

$VT(1+i)^{-n}$  è il valore terminale (VT) del complesso aziendale oggetto di stima, attualizzato alla data di riferimento della valutazione;

$i$  è il tasso di attualizzazione dei flussi netti attesi;

$VBA$  è il valore dei beni accessori <sup>(6)</sup>.

La formula di valutazione del capitale economico di un complesso aziendale basata sui metodi fondamentali di tipo *entity* più diffusa è la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^n FNOP_t (1+wacc)^{-t} + VT(1+wacc)^{-n} - Pfn + VBA$$

dove:

$W$  è il valore economico del complesso aziendale oggetto di stima;

$\sum_{t=1}^n \frac{FNOP_t}{(1+wacc)^t}$  è la somma del valore attuale dei flussi della gestione operativa attesi ( $FNOP_t$ ) per il periodo di previsione esplicita;

$VT(1+wacc)^{-n}$  è il valore terminale (VT) del complesso aziendale oggetto di stima attualizzato alla data di riferimento della valutazione;

$wacc$  è il tasso di attualizzazione dei flussi della gestione operativa;

---

<sup>6</sup> Al riguardo si precisa che i flussi attesi non debbono considerare altro dai componenti tipici della gestione aziendale e che eventuali beni accessori (partecipazioni, immobili non strumentali, crediti finanziari, investimenti temporanei di liquidità, cassa eccedente) devono essere separatamente valutati rispetto al complesso aziendale, applicando criteri *ad hoc*.

## CARLO REGOLIOSI

*Pfn* è il valore di mercato della posizione finanziaria netta del complesso aziendale oggetto di stima;

*VBA* è il valore dei beni accessori.

La stima del valore economico di un complesso aziendale con il metodo fondamentale, sia esso di tipo *equity* oppure *entity*, richiede che siano definiti: (a) i flussi attesi (reddituali o finanziari) relativi al periodo di previsione esplicita; (b) il tasso di attualizzazione dei flussi; (c) il valore terminale del complesso aziendale.

Per quanto attiene alla *stima dei flussi attesi per il periodo di previsione esplicita* (di cui alla lettera a) si fa presente che essa può essere effettuata secondo una delle seguenti alternative:

- i redditi oppure i *cash flow* attesi sono calcolati in relazione ai risultati economici e finanziari realizzati dal complesso aziendale oggetto di valutazione in un *congruo periodo di tempo antecedente alla data di riferimento della valutazione* (solitamente si considera un periodo che va da un minimo di tre anni ad un massimo di dieci anni), opportunamente normalizzati (*i.e.* rettificati delle componenti straordinarie e non ripetitive e depurati dell'effetto delle eventuali "politiche di bilancio" e delle distorsioni prodotte dall'applicazione della normativa fiscale), ri-espressi in moneta riferita alla data di valutazione e mediati, ovvero estrapolati, a seconda che si ritenga che, in futuro, il complesso aziendale sarà in grado di produrre un flusso di redditi/*cash flow* in linea con i risultati passati ovvero con l'andamento registrato nel periodo storico considerato;
- i redditi/*cash flow* attesi sono calcolati sulla base dei *valori prospettici* risultanti da piani e programmi pluriennali predisposti dal *management* aziendale oppure da proiezioni direttamente formulate dal valutatore tenendo conto delle caratteristiche del complesso aziendale oggetto di stima e del mercato in cui lo stesso opera.

Per quanto attiene alla stima del *tasso di attualizzazione* (aspetto di cui alla lettera b), si fa presente che, per il principio di coerenza tra flussi e tassi, ove si debbano attualizzare *flussi netti* (nominali o reali) essi andranno scontati al tasso di remunerazione del capitale proprio (nominale o reale); di converso, ove si debbano attualizzare *flussi operativi* (nominali o reali), essi andranno scontati al costo medio ponderato del capitale (nominale o reale).

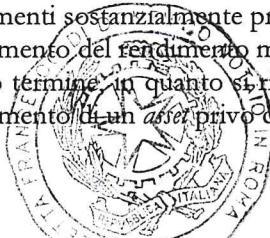
Il costo del capitale proprio può essere stimato secondo molteplici approcci. Tra questi, uno dei più diffusi nella prassi valutativa è il c.d. metodo del "*build up approach*" per il quale il tasso di attualizzazione è così determinato:

$$i = i_1 + i_2 + scr + md$$

dove:

*i* è il tasso di attualizzazione;

*i<sub>1</sub>* è il *risk free rate* o tasso di rendimento di investimenti sostanzialmente privi di rischio. Tale saggio viene, di norma, calcolato sul fondamento del rendimento medio (storico o prospettico) dei titoli di Stato a medio/lungo termine in quanto si ritiene che tali titoli costituiscano un'attendibile *proxy* del rendimento di un *asset* privo di rischio;



Off

$i_2$  è il premio per il rischio calcolato con la tecnica del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Secondo tale metodica valutativa, il premio per il rischio viene determinato moltiplicando il *beta-factor* ( $\beta$ )<sup>7</sup> (che rappresenta la misura del rischio operativo e finanziario del complesso aziendale) per il premio medio di mercato (dato dalla differenza tra il rendimento medio atteso del mercato azionario -  $R_m$  - e il rendimento medio atteso degli investimenti privi di rischio -  $i_1$ ):

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

*sfr* è una maggiorazione del tasso connessa al fatto che l'investimento in una specifica attività, anziché in un portafoglio titoli, non consente di eliminare il rischio diversificabile. Tale maggiorazione del tasso è atta a fronteggiare rischi specifici del complesso aziendale, legati alla sua struttura finanziaria, alla tipologia di attività svolta, ai luoghi dove essa è esercitata, alla concentrazione della clientela, e così via;

*md* è la maggiorazione del tasso applicato alle società non quotate in ragione del fatto che le azioni non negoziate scontano rischi di negoziabilità superiori a quelli delle azioni quotate.

In ordine alla stima del costo medio ponderato del capitale (wacc), si fa presente che la formula di determinazione del *wacc* più diffusa nella prassi valutativa, coerente con una configurazione di *flusso al netto delle imposte teoriche*, è la seguente:

$$wacc = i\theta + i_d(1-t)(1-\theta)$$

dove:

*wacc* è il costo medio ponderato del capitale;

*i* è il costo del capitale proprio, calcolato secondo la tecnica dianzi illustrata;

$i_d(1-t)$  è il costo del capitale di credito, al netto delle imposte, da determinare avendo quale parametro di riferimento il costo dei debiti finanziari del complesso aziendale oggetto di stima, ovvero utilizzando, quale *proxy*, il costo dei finanziamenti di imprese aventi analogo grado di rischio;

$\theta_e(1-\theta)$  rappresentano rispettivamente il “peso” del capitale proprio e del capitale di credito sul valore delle attività aziendali. Tali grandezze dovrebbero essere calcolate sulla base dei valori economici dei debiti finanziari e del capitale proprio. Così facendo, peraltro, si crea un problema di circolarità delle formule valutative che viene, in genere, risolto stimando i “pesi” in parola o sulla base dei valori di mercato del capitale proprio e del capitale di credito desunti dall'applicazione di metodologie alternative a quelle fondate sui flussi ovvero sulla base dei valori

---

<sup>7</sup> Nel caso di complessi aziendali non quotate, per i quali non sia disponibile il beta-factor di mercato, è possibile utilizzare, quale *proxy*, il beta medio di un campione di imprese comparabili con il complesso aziendale oggetto di stima.

contabili del capitale proprio e del capitale di credito, oppure ancora in relazione alla ipotizzata struttura finanziaria *target* dell'azienda.

Per quanto concerne la stima del *valore terminale* (VT) del complesso aziendale (aspetto di cui alla lettera c), si fa presente che VT può essere determinato in diversi modi, tra i quali i due più utilizzati sono i seguenti:

- VT è calcolato come valore attuale di un flusso (reddituale o finanziario) crescente, in perpetuo, ad un tasso di crescita ( $g$ ), funzione della capacità dell'impresa di mantenere un vantaggio competitivo sostenibile sul mercato, della presenza di barriere all'entrata nel settore, della crescita attesa dell'economia in generale e dei settori nei quali il complesso aziendale da valutare opera e così via; in formula:  $VT = \frac{FN}{i - g}$  nel caso di attualizzazione di flussi netti e  $VT = \frac{FNOP}{wacc - g}$  nel caso di attualizzazione di flussi operativi;
- VT è calcolato sulla base di metodologie alternative a quelle fondate sui flussi, quali ad esempio i metodi diretti. Talora, in relazione alle caratteristiche specifiche del *business* oggetto di valutazione, è possibile fare riferimento a valori di VT determinati in ipotesi di liquidazione ovvero di non continuazione dell'attività aziendale secondo le modalità indicate nell'arco di previsione esplicita dei flussi.

## 4.2 I metodi alternativi

I metodi alternativi stimano il valore economico del capitale sulla base della consistenza patrimoniale dell'azienda alla data della valutazione, eventualmente rettificando il valore per tenere conto della sua capacità di generare redditi superiori o inferiori a quelli congrui rispetto al capitale investito nell'attività economica. Si distinguono in metodi patrimoniali puri e metodi misti patrimoniali-redditali

### 4.2.1 I metodi patrimoniali puri

Nei metodi patrimoniali puri (o metodi *asset based*), la stima del valore economico di un complesso aziendale è fondata sul valore corrente del patrimonio netto dell'impresa eventualmente comprensivo anche del valore economico dei beni immateriali non contabilizzati.

Ai fini dell'applicazione del metodo patrimoniale (comprendendo o meno dei beni immateriali non contabilizzati) occorre:

- individuare i beni facenti parte del complesso aziendale;
- stimare il valore corrente degli stessi e conseguentemente le rettifiche da apportare al valore contabile delle attività e passività iscritte nella situazione patrimoniale di riferimento;



CF

- determinare il patrimonio netto rettificato, eventualmente comprensivo dei beni immateriali non contabilizzati, sommando algebricamente il valore corrente delle attività e delle passività, oppure rettificando il patrimonio netto contabile in aumento o in diminuzione delle plusvalenze/minusvalenze risultanti dalla differenza tra valore corrente e valore contabile dei singoli cespiti;
- verificare che la redditività implicita del complesso aziendale sia in linea con la remunerazione congrua del capitale in esso investito. In assenza di tale condizione, infatti, si deve apportare una correzione reddituale (positiva o negativa) al valore di natura patrimoniale in modo tale da apprezzare, nella dovuta misura, il *goodwill/badwill* aziendale. Nello svolgimento di tale verifica appare opportuno che i beni accessori - eventualmente presenti nel patrimonio del complesso aziendale oggetto di stima - vengano stimati autonomamente rispetto al valore del patrimonio “operativo” del complesso aziendale.

#### 4.2.2 I metodi misti patrimoniali-reddittuali

I metodi misti di valutazione del capitale economico costituiscono una mediazione tra i metodi patrimoniali e i metodi fondati su grandezze flusso (segnatamente i metodi reddituali). La caratteristica di questi procedimenti è quella di determinare il valore dell'azienda ponderando la componente patrimoniale (rappresentata dal patrimonio netto riespresso a valori correnti ed eventualmente comprensivo del valore economico dei beni immateriali non contabilizzati) e la componente reddituale della gestione rappresentata dal sovra/sottoreddito atteso.

La formula di valutazione del capitale economico con il metodo misto patrimoniale-reddittuale con stima autonoma dell'avviamento – che rappresenta il metodo misto patrimoniale-reddittuale maggiormente diffuso nella prassi valutativa – è la seguente:

$$W = K' + CR$$

dove:

$W$  è il valore economico dell'azienda/ramo d'azienda alla data convenzionalmente assunta quale riferimento temporale;

$K'$  è il valore del patrimonio netto rettificato dell'azienda/ramo d'azienda;

$CR$  è il valore della correzione reddituale.

Con riguardo alla stima dei parametri della formula di valutazione, si precisa quanto segue.

La stima del valore del patrimonio netto rettificato ( $K'$ ) segue le stesse logiche esposte in sede di illustrazione del metodo patrimoniale puro (cfr. par. 3.3.1).

La determinazione del valore della correzione reddituale ( $CR$ ) è di solito effettuata sulla base della seguente formula:

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

Per quanto concerne la stima dei parametri della formula valutativa, si precisa quanto segue:

- il reddito prospettico dell'azienda/ramo d'azienda ( $R$ ) può essere stimato facendo riferimento a metodologie di stima del valore dei redditi attesi analoghe a quelle che sono utilizzate per il calcolo dei flussi di redditi impiegabili per la determinazione del valore economico di un compendio imprenditoriale con il metodo reddituale;
- la remunerazione congrua del capitale proprio investito nell'attività economica ( $i_K$ ) può essere stimata moltiplicando il patrimonio netto rettificato, stimato secondo le logiche in precedenza esposte, per il tasso di remunerazione congrua del capitale proprio investito nell'attività ( $i$ ). Ai fini della stima di tale tasso di attualizzazione, si rinvia a quanto esposto nel precedente par. 3.2;
- il tasso di attualizzazione ( $i'$ ) della correzione reddituale – che rappresenterà un sovrareddito o un sottoreddito se, rispettivamente,  $R$  è maggiore o minore di  $i_K$  – può essere calcolato secondo diverse tecniche. In particolare,  $i'$  può essere egualato al tasso di rendimento del capitale proprio ( $i$ ) ovvero può essere quantificato pari al tasso di remunerazione del puro compenso finanziario;
- la durata della correzione reddituale ( $n$ ) è riferita ad un periodo limitato di tempo, nel presupposto che le condizioni generatrici di extrarediti non possano durare indefinitamente, ma siano destinate, entro un ragionevole arco di tempo, ad estinguersi. Nella prassi professionale, il periodo di durata limitata della correzione reddituale è stato, spesso, indicato in 3-5 anni. La crescente rilevanza attribuita alla previsione dei flussi reddituali rispetto alla componente patrimoniale, peraltro, ha condotto, in epoche più recenti, ad una sostanziale revisione di tale indicazione, sicché per aziende dotate di elevata e stabile redditività l'arco temporale di durata del sovrareddito è stato spesso esteso anche a dieci anni o anche più a lungo purché si possa dimostrare che le condizioni generatrici del sovrareddito tendano a permanere durevolmente nel tempo.

### 4.3 I metodi di mercato

Nell'ambito dei metodi alternativi, talora, si annoverano anche – come dianzi accennato – metodologie di stima fondate (i) sui prezzi di mercato di società i cui titoli sono oggetto di negoziazione su borse valori regolamentate, ovvero (ii) su transazioni tra parti indipendenti (c.d. metodi di mercato). Sebbene sotto un profilo concettuale tali metodologie non portino all'individuazione del valore economico di un'attività, ma piuttosto alla stima del suo “prezzo probabile” – intendendosi con tale espressione il prezzo al quale ragionevolmente si potrebbe ritenere di negoziare l'impresa oggetto di valutazione –, talora vengono impiegate in sostituzione del (o in affiancamento al) metodo fondamentale ovvero a quelli alternativi.

I metodi di mercato stimano il capitale economico di un complesso aziendale sulla base del valore di mercato (eventualmente rapportato a grandezze ritenute espressive del valore d'impresa) di complessi aziendali giudicati comparabili a quello oggetto di valutazione. Le metodologie in esame si distinguono in metodi fondati sull'*equity approach to valuation* e metodi basati sull'*entity approach to valuation* a seconda che la formula di valutazione sia mirata alla stima, in via diretta e immediata, del capitale proprio investito dagli azionisti (*equity*) o del capitale



CR

## CARLO REGOLIOSI

investito nell'attività aziendale (*firm value*). In quest'ultimo caso, la stima del capitale economico si ottiene sottraendo al *firm value* il valore di mercato della posizione finanziaria netta.

La formula di valutazione del capitale economico di un complesso aziendale basata su metodi diretti di tipo *equity* è la seguente:

$$W = \left( \frac{P}{k} \right)_{ss} \times k_t + VBA$$

dove:

W è il valore economico del complesso aziendale oggetto di stima;

$\left( \frac{P}{k} \right)_{ss}$  è il moltiplicatore costruito in relazione a un campione di imprese comparabili al complesso aziendale oggetto di stima;

$k_t$  è il valore della grandezza ritenuta espressiva del valore del complesso aziendale, da individuare in coerenza con il denominatore del moltiplicatore;

VBA è il valore dei beni accessori<sup>(8)</sup>.

La formula di valutazione del capitale economico di un complesso aziendale basata sui metodi diretti di tipo *entity* è la seguente:

$$W = \left( \frac{P + Pfn}{k} \right)_{ss} \times k_t - Pfn_t + VBA$$

dove:

W è il valore economico del complesso aziendale oggetto di stima;

$\left( \frac{P + Pfn}{k} \right)_{ss}$  è il moltiplicatore del campione di imprese comparabili al complesso aziendale oggetto di stima;

$Pfn_t$  è il valore di mercato della posizione finanziaria netta del complesso aziendale oggetto di stima;

---

<sup>8</sup> Al riguardo, si precisa che il valore economico calcolato con i metodi diretti prescinde dall'esistenza nel patrimonio del complesso aziendale da valutare di eventuali beni accessori (partecipazioni, immobili non strumentali, crediti finanziari, investimenti temporanei di liquidità, cassa eccedente) che, pertanto, devono essere valutati separatamente rispetto al complesso aziendale, applicando criteri *ad hoc*.

$k_t$  è il valore della grandezza ritenuta espressiva del valore del complesso aziendale, da individuare in coerenza con il denominatore del moltiplicatore;

VBA è il valore dei beni accessori<sup>(9)</sup>.

## 5. SELEZIONE ED APPLICAZIONE DELLA METODOLOGIA DI STIMA

---

Nel caso in specie, il metodo di valutazione prescelto come principale rientra tra i c.d. metodi patrimoniali, in specie il metodo patrimoniale semplice.

Esso postula il valore di un complesso aziendale nella somma algebrica dei suoi elementi patrimoniali, espressi a valori correnti. Nel caso di specie, l'odierno estimatore non ha potuto non rilevare il particolare finalismo dell'istituto in discorso, e per tale ragione ha inteso compendiare la valutazione secondo il suddetto metodo di un ulteriore *step* logico. In dettaglio, si è inteso verificare se, benché non evidenziati *prima facie* nell'attivo di bilancio, vi fossero tuttavia elementi specifici intangibili suscettibili di una valorizzazione sintetica che potesse validare il metodo prescelto *ex se*.

In generale, ciò accade laddove vi siano beni immateriali non contabilizzati o elementi che hanno esaurito contabilmente il proprio contributo per via di normative o prassi che ne hanno consigliato/imposto un pieno processo di ammortamento.

Nel caso qui in particolare, attesa la natura associativa priva di finalità commerciali dell'azienda *de qua* (che portano a ritenere che detto istituto in realtà non abbiano valore autonomo e che siano sempre valevoli nel divenire, ma nella fotografia istantanea che vede egualati proventi ed oneri in ogni esercizio), l'opzione per il metodo patrimoniale semplice deve trovare adeguato supporto in elementi ulteriori e segnatamente almeno (i) nella ventennale storia dell'associazione (anche in forme giuridiche diverse) e nell'ampio bacino di utenza della stessa e (ii) nell'esistenza anch'essa risalente nel tempo di un marchio registrato che – per ragioni di corretta cautela contabile – non hanno mai trovato cittadinanza nell'attivo patrimoniale, ma che tuttavia hanno contribuito e contribuiscono ad esprimere in modo più compiuto l'*appeal* crescente nel tempo dell'associazione e ne rende comprensibile l'ampio sviluppo negli anni.

Per la sintetica predetta ragione, il secondo *step* logico dell'odierna valutazione mira a validare le poste espresse contabilmente nella situazione economico-patrimoniale al 31 agosto 2024, trasmessa al sottoscritto approvata dal Comitato Esecutivo in data 5 settembre 2024, cioè a correttamente verificare se il complesso di valori immateriali *embedded* nella storia dell'associazione (sintetizzabili (i) nell'ampio bacino di utenza coinvolto, geograficamente esteso e crescente nel tempo, e (ii) nel "Marchio Mirabilia" (come detto, non presenti nei libri contabili associativi) consenta di considerare quanto determinato col metodo patrimoniale adeguatamente supportato da ragioni economiche prospettiche.

---

<sup>9</sup> Cfr. nota precedente.



## CARLO REGOLIOSI

Vedremo più oltre che questo processo a due *step* ricollega la presenta valutazione patrimoniale “supportata” nel novero dei metodi misti patrimoniali-reddituali anche se ovviamente non è precisamente riconducibile *sic et simpliciter* a tale approccio.

### *5.1 La valutazione degli elementi presenti nel bilancio di Mirabilia*

Come riportato nelle Tabelle nn. 1 e 2 *infra* al par. 3, la situazione patrimoniale di Mirabilia al 31 agosto 2024 si compone delle seguenti voci:

#### Attivo

##### - Immobilizzazioni immateriali:

Tabella 3: Immobilizzazioni immateriali al 31/08/2023

Valori al 31/08/2024		
<b>Immobilizzazioni immateriali</b>		
Costi di impianto e ampliamento	1.198 €	- €
Marchi	1.568 €	- €
Valore netto di bilancio	2.766 €	
Totale Rettifiche		- €
Valore di stima		2.766 €

##### - Crediti tributari (entro 12 mesi):

Tabella 4: Crediti tributari entro 12 mesi al 31/08/2023

Valori al 31/08/2024		
<b>Crediti tributari (entro 12 mesi)</b>		
Crediti	652 €	- €
Valore netto di bilancio	652 €	
Totale Rettifiche		- €
Valore di stima		652 €

CARLO REGOLIOSI

#### - Crediti verso altri (entro 12 mesi):

Tabella 5: Crediti verso altri entro 12 mesi al 31/08/2023

Valori al 31/08/2024

#### - Depositi bancari e postali:

Tabella 6: Depositi bancari e postali al 31/08/2023

Valori al 31/08/2024

#### - Ratei attivi:

**Tabella 7: Ratei attivi al 31/08/2023**

Valori al 31/08/2024



*[Signature]*

Cg

## CARLO REGOLIOSI

### Passivo

#### - Debiti verso altri finanziatori:

Tabella 8: Debiti verso altri finanziatori al 31/08/2023

Valori al 31/08/2023		
Debiti verso altri finanziatori		
<i>Anticipazioni di terzi</i>	3.412 €	- €
<b>Valore netto di bilancio</b>	<b>3.412 €</b>	
<b>Totale Rettifiche</b>		- €
<b>Valore di stima</b>		<b>3.412 €</b>

#### - Debiti verso fornitori (entro 12 mesi)

Tabella 9: Debiti verso fornitori (entro 12 mesi) al 31/08/2023

Valori al 31/08/2023		
Debiti verso fornitori (entro 12 mesi)		
<i>Debiti per rendicontazioni da ricevere</i>	344.400 €	- €
<i>Debiti per Mirabilia Day</i>	30.000 €	- €
<i>Debiti per impegni spesa eventi Mirabilia</i>	384.700 €	- €
<i>Debiti per impegni spesa proget.</i>	159.040 €	2.499 €
<i>Debiti per impegni spese funzio.</i>	113.155 €	- €
<b>Valore netto di bilancio</b>	<b>1.031.295 €</b>	
<b>Totale Rettifiche</b>		<b>2.499 €</b>
<b>Valore di stima</b>		<b>1.033.794 €</b>

La voce “Debiti per impegni spesa per progetti” è stata incrementata, del valore di € 2499, in virtù dell’avanzo degli esercizi precedenti che, data la natura associativa dell’ente, deve necessariamente trovare collocazione tra gli impegni di spesa per progetti ed iniziative future e, dunque, contabilizzato tra i debiti verso fornitori.

**CARLO REGOLIOSI**

- Altri debiti (entro 12 mesi):

Tabella 10: Altri debiti (entro 12 mesi) al 31/08/2023

Valori al 31/08/2023		
<b>Altri debiti (entro 12 mesi)</b>		
<i>Debiti tributari</i>	15 €	- €
<i>Debiti v/ Inps</i>	16 €	
<i>Ritenute Irpef su redditi da lavoro dipendente</i>	2.553 €	
<i>Debiti diversi</i>	8.705 €	
<b>Valore netto di bilancio</b>	<b>11.290 €</b>	
<b>Totale Rettifiche</b>		
<b>Valore di stima</b>		<b>11.290 €</b>

- Ratei e risconti passivi:

Tabella 11: Ratei e risconti passivi al 31/08/2023

Valori al 31/08/2023		
<b>Risconti passivi</b>		
<i>Risconti passivi</i>	30.000 €	- €
<b>Valore netto di bilancio</b>	<b>30.000 €</b>	
<b>Totale Rettifiche</b>		
<b>Valore di stima</b>		<b>30.000 €</b>

- Tabella finale con rettifiche:

Tabella 12: Tabella finale con rettifiche

ATTIVO	Valore contabile netto	Valore di stima	Rettifiche di valore
<i>Valori in euro/€</i>			
Costi di impianto e ampliamento	1.198	1.198	0
Marchi	1.568	1.568	0
Crediti tributari (entro 12 mesi)	652	652	0
Crediti verso altri (entro 12 mesi)	288.000	288.000	0
Depositi bancari e postali	817.077	817.077	0
Ratei attivi	30.000	30.000	0
<b>Totale attivo</b>	<b>1.138.495</b>	<b>1.138.495</b>	<b>0</b>



## CARLO REGOLIOSI

PASSIVO	Valore contabile netto	Valore di stima	Rettifiche
<i>Valori in euro/€</i>			
Debiti verso altri finanziatori	3.412	3.412	0
Debiti verso fornitori (entro 12 mesi)	1.031.295	1.033.794	2.499
Altri debiti (entro 12 mesi)	11.290	11.290	0
Risconti passivi	30.000	30.000	0
<b>Totale passivo</b>	<b>1.075.997</b>	<b>1.078.496</b>	<b>2.499</b>
<b>Patrimonio Netto</b>	<b>62.499</b>	<b>60.000</b>	<b>-2.499</b>

### 5.2 La valutazione dei beni immateriali embedded e la validazione del valore patrimoniale

Come anzidetto, a corredo della validazione dei numeri contabili già presenti nella situazione patrimoniale infrannuale di Mirabilia, corre l'obbligo di valorizzare congruamente eventuali elementi immateriali *embedded* nell'associazione che consentano di supportare adeguatamente le valutazioni di cui al paragrafo precedente. In particolare, ci riferiamo al bacino di utenza dell'associazione ed al marchio "Mirabilia" (di seguito riprodotto).



È nostro convincimento che detti elementi (bacino d'utenza e marchio) congiuntamente producano stabilità di proventi nel tempo e, parimenti, solidità erogativa, due caratteri che possono consentire di ritenere il valore patrimoniale determinato al paragrafo precedente come sostenibile anche in un'ottica prospettica.

In particolare, il **bacino d'utenza** è apprezzabile nel tempo dall'analisi degli eventi organizzati su impulso dell'associazione, tra i quali ricordiamo:

- **11 edizioni della Borsa Internazionale del Turismo Culturale:** l'associazione ha organizzato 11 edizioni della Borsa Internazionale del Turismo Culturale. Negli anni sono aumentati in modo costante i soggetti interessati all'iniziativa, con il 2019 che ha visto un boom di imprese partecipanti pari a 141. L'ultimo evento realizzato a Genova il 17 e 18 ottobre 2022 ha visto la partecipazione di 83 aziende del settore – confermando il dato di 82 aziende partecipanti nel 2021 - costituite da *tour operators*, agenzie di viaggio, albergatori, agenzie di *incoming*, ecc., provenienti dai territori che vantano la candidatura o la titolarità di un sito materiale riconosciuto patrimonio dell'umanità dall'UNESCO, e 44 buyers - operatori *incoming*, *decision manager*, *buyers luxury travel*, giornalisti, *opinion leaders*, ecc. - provenienti da 23 Paesi UE, UK, Israele, Norvegia, Russia, Serbia e USA. Partner tecnico dell'iniziativa, è stata Italian

## CARLO REGOLIOSI

Exhibition Group SpA che ha favorito lo *scouting* e selezione dei *buyer*. Sono stati realizzati oltre 1.700 *matching* con una stima di 15 appuntamenti ad azienda nel corso delle due giornate di incontri. Questi i dati di sintesi della Borsa del Turismo 2022:

- aziende partecipanti: 83
- *buyers* partecipanti: 44
- *matching* agendati: 1.700
- *educational tour*: 5 (Basilicata, Umbria, Pordenone-Udine, Riviere di Liguria, Sassari)

- **7 edizioni di "Mirabilia Food&Drink":** L'edizione 2023 del progetto Mirabilia ha previsto l'organizzazione della VII edizione della Borsa Agroalimentare, Mirabilia Food&Drink che si è tenuta nei giorni dal 14 al 18 ottobre a Lipari (Messina). Sono state organizzate intense giornate di incontri B2B nel settore Food&Beverage nelle quali alcuni *buyer* europei hanno avuto l'opportunità di incontrare circa 70 produttori italiani di alimenti e bevande in incontri d'affari individuali. L'evoluzione del progetto, dettata dall'esigenza imprescindibile di coniugare i beni materiali, riconosciuti patrimonio mondiale dell'umanità dall'Unesco presenti nei territori del partenariato Mirabilia, e il bene immateriale "Dieta Mediterranea", agevola e favorisce la conoscenza delle eccellenze italiane, consentendo la promozione della migliore cultura e tradizione enogastronomica italiana, attraverso la valorizzazione della produzione agroalimentare dei territori MIRABILIA, nell'ambito dei rispettivi specifici contesti culturali, ambientali, storici e sociali. Obiettivi specifici dell'azione sono quello di creare occasioni d'affari tra domanda e offerta integrata coniugando settore turismo e agroalimentare, oltre che riuscire a creare un modello ed una rete di soggetti imprenditoriali che commercializzano sul mercato globale. Gli eventi sono riservati agli imprenditori italiani del settore (produttori, rappresentanti, aziende operanti nel settore della commercializzazione, consorzi, reti di impresa, ecc) operanti nei territori delle CCIAA partner MIRABILIA. Nel 2022 l'evento ha visto la partecipazione di 38 buyer - in netta crescita rispetto alle 24 aziende buyer del 2021, dopo il boom del 2019 e del 2020 - di cui 10 selezionati dall'ufficio Agroalimentare e vini di ICE con gli uffici ICE di Madrid, Svezia e Bruxelles e 28 selezionati dalle Camere di commercio italiane all'estero di Monaco, Francoforte, Nizza, Marsiglia, Tokyo, Chicago, Houston, Los Angeles, New York, Montreal, Toronto, Vancouver, Svizzera. Per il settore Food&Drink, hanno partecipato inoltre 108 seller. Nel 2023 hanno partecipato all'evento più di 200 operatori economici dei settori food e turismo, che hanno avuto la possibilità di incrociare e presentare le loro offerte a 103 *buyers* provenienti da 15 Paesi di tutto il mondo, con un totale di circa 3000 appuntamenti in agenda in una sola giornata.
- **Attività di comunicazione via Internet e Social:** Mirabilia si è sempre contraddistinta per la chiara volontà di farsi conoscere al pubblico tramite campagne pubblicitarie, che spesso hanno intrecciato il settore virtuale. Negli ultimi 5 anni la sponsorizzazione online dell'Associazione e del Marchio distintivo di Mirabilia, si è sviluppata attraverso la creazione del proprio sito internet, tramite l'ausilio di una società di comunicazione, e attraverso la creazione del proprio profilo ufficiale sia su Instagram che su Facebook.

Lato **Instagram**, l'Associazione ha creato nel 2022 il proprio profilo, in quanto tale piattaforma risulta essere la più indicata per la condivisione e la diffusione di immagini,



## CARLO REGOLIOSI

soprattutto a carattere turistico. Il profilo, ad oggi, ha raccolto più di 2.000 follower. Le azioni inerenti al profilo Instagram sono le seguenti:

- Creazione *highlights* con le *stories* in evidenza
- Pubblicazione di *post*, foto e video
- Pubblicazione di *reel*, *copy* e *stories*
- Creazione e pubblicazione di diverse tipologie diverse di grafiche

Lato Facebook, l'Associazione ha già da anni instaurato la sua presenza su tale *social network*. La politica dell'ultimo triennio, potenziata per ovvie ragioni a causa della pandemia, è stata quella di ampliare la presenza sulla piattaforma seguendo un piano editoriale programmato con una linea grafica omogenea ed uniforme. I testi utilizzati nella pubblicazione dei contenuti sono stati pensati per mantenere un linguaggio sobrio, adeguato all'istituzionalità, data dalla composizione del partenariato dell'Associazione, ma al contempo tale da non risultare freddo e rigido.

Il **marchio Mirabilia** di cui al segno grafico riportato (per vero i segni grafici depositati sono molteplici e per forma identici tra loro, ma possiedono diversi colori in diverse versioni, come di regola) è stato registrato in data 11 febbraio 2014.

Per ottenere una valutazione atomistica corretta e prudente del marchio in oggetto, occorrerebbe rifarsi alle metodiche di determinazione del valore dei segni distintivi, che spiegano l'ammontare di valore dello stesso in ragione di due elementi sinteticamente riepilogabili in quanto segue:

- 1) contributo ai ricavi futuri dovuto alla rinomanza del marchio;
- 2) effettuazione di investimenti nel passato volti a valorizzare il *brand*.

In Mirabilia, i due elementi sopra elencati non sono ritraibili dalle ordinarie quote associative aziendali attesa la natura non commerciale dell'Associazione. Per tale ragione il contributo del marchio non è agevolmente distinguibile da ogni altro elemento immateriale – di cui a titolo di sintesi, consideriamo il bacino d'utenza – ed è in tale ottica possibile ritenere che il mero scorrere delle attività associative nel tempo, sia dovuto in parte proprio all'attrattività del complesso di elementi sopra ricordati – non misurabile, per l'appunto, in termini di contributo ai ricavi, ma ben espressa dal continuo aumento della base associativa negli anni. D'altronde (i) il finanziamento dei più diversi progetti capillarmente diffusi sul territorio nazionale e (ii) l'organizzazione di eventi in cui è stata presente la denominazione “Mirabilia” (ad es. i Mirabilia Day, ovvero gli Eventi Mirabilia annuali) – primariamente finalizzati ad una crescita dell'*engagement* “interno” – hanno costituito il giusto viatico per affermare un Ente (e un marchio) riconoscibile ben oltre i confini associativi.

È pertanto possibile, a nostro parere ritrarre – con ogni prudenza valutativa possibile – il contributo di valore del bacino d'utenza e del marchio Mirabilia, impiegando metodologie non convenzionali di valutazione aziendale (introducendo alcune accortezze che di seguito saranno illustrate).

La prevalente dottrina e la prassi aziendalistica hanno sviluppato alcune metodologie valutative per i beni immateriali impliciti che devono, di volta in volta, essere vagliate in relazione alle variabili economiche del contesto attuale ed alle caratteristiche puntuali del soggetto detentore.

## CARLO REGOLIOSI

Esse devono esprimere la dimensione quantitativa di tali elementi combinati tra loro, quali realtà intrinsecamente dotate di congiunta capacità di generare risorse positive, non avulsa dal “sistema Azienda” cui appartengono, che permetta, in senso più ampio, a quest’ultimo di ricevere benefici economici anche in prospettiva.

In materia di beni immateriali, in particolare, si possono a tale fine distinguere sinteticamente metodi di valutazione impegnati sul criterio del costo storico e di riproduzione, su un approccio reddituale e su approcci di mercato.

Come *ultra* meglio argomentato, il metodo seguito dall’odierno scrivente impiega alcuni elementi dei primi due approcci (in linea anche con una valutazione degli *intangible* che assimila la ricerca del valore di detti elementi al metodo misto patrimoniale-reddituale), in quanto ritrae il valore dell’associazione comprensiva degli elementi succitati considerando il contributo della storia dell’ente (comprensivo del bacino d’utenza e del marchio) quale base fondativa delle contribuzioni incrementali anno per anno e desume in tal modo il valore aziendale futuro – se rinveniente –, confrontando quanto ottenuto e con quanto derivato dalle valutazioni *sic et simpliciter* patrimoniali. In tale quadro, assume quindi rilevanza un’ottica dinamica di considerazione del valore dell’ente, da cui è possibile rinvenire tenuta dei valori nel tempo in confronto con l’analisi statica di cui al paragrafo 5.1.

Nel caso di nostro interesse, l’assenza di ricavi da mercato qualifica, infatti, il valore di Mirabilia come un valore capace di apprezzare il contributo dell’*appeal* dell’Associazione (dato dalla storia, dalle progettualità consolidate, dalle imprese coinvolte, dai territori interessati, dal percorso di diffusione del marchio, ecc.) in termini di crescita nel tempo delle quote associative. In tal modo, diviene possibile validare quanto una mera valutazione statica di attività e passività ha consentito di ottenere. In altre parole, attualizzare il flusso dei proventi nel tempo ad un congruo saggio di attualizzazione (più ragionevolmente un tasso *risk free* essendo non ipotizzabile il dissociarsi/recedere dei soggetti contribuenti, in assenza di adeguate ragioni note) consente di ottenere un valore confrontabile con il saldo patrimoniale rettificato al fine di verificarne la tenuta, valorizzando il contributo di valore degli *intangible* latenti alla sostenibilità aziendale.

Tale ultima argomentazione consente alla presente relazione di individuare con precisione i confini del contributo al valore dell’associazione fornito dagli elementi immateriali, in forza dell’utilizzo di un metodo derivato, che evita un’errata sopra-valutazione statica del patrimonio oggetto di stima.

Sul punto riteniamo quanto segue:

- 1) non operando in un regime di mercato, l’associazione Mirabilia Network ha nel tempo rilevato una costante e sostenuta attrattività “promozionale”, intendendo con questa espressione la capacità di attirare nuovi associati, in forza della riconosciuta attitudine a selezionare, per il tramite di opportuni bandi, iniziative di sviluppo di spiccato interesse ed utilità per gli ecosistemi socio-economici in cui i progetti sono stati effettuati;

Tabella 13: Quote Associative 2018-2024



## CARLO REGOLIOSI

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ordinarie	194.000	242.000	266.000	254.000	278.000	302.000	302.000
<i>Delta</i>	<i>n.d.</i>	<i>48.000</i>	<i>72.000</i>	<i>60.000</i>	<i>84.000</i>	<i>108.000</i>	<i>108.000</i>

- 2) l'*appeal* sopra descritto ha comportato un flusso di proventi crescente nel tempo (cui con le tempistiche proprie dell'impiego sapiente delle risorse sono ovviamente corrisposti incrementati oneri di finanziamento delle progettualità individuate come meritevoli), e per ovvia conseguenza una cresciuta capacità di generare *outcome* pubblico;
- 3) come ormai riconosciuto diffusamente, il valore anche economico di strutture associative risiede non già nella capacità di produrre marginalità cui esse non sono statutariamente dedicate, quanto nell'idoneità a generare capitale sociale, relazionale e valoriale per i territori in cui esse operano, da cui traggono fondi e/o supportano iniziative;
- 4) la crescita di detto *outcome* – assimilabile alla capacità di generare valore e fatturati per le imprese che assolvono tale finalità – deve gioco forza riverberarsi in un valore patrimoniale stabile ed in tal modo può giustificare la qualifica di “capitale sociale” di una realtà societaria commerciale quale quella in cui l'odierna associazione intende trasformarsi;
- 5) la misura di questo valore patrimoniale che un transito di natura dell'ente fa emergere, dunque, deve essere stimata assimilandone l'incremento di proventi dalla costituzione ad oggi come base di calcolo di un valore che – ove non minore di quello determinato nel paragrafo 5.1 che precede – lo qualifica come sostenibile valore patrimoniale dell'ente.

Un ultimo, minore, nota bene deve essere messo in luce: mentre di norma per gli *intangible* di imprese commerciali occorre indagare la capacità prospettica di generare *surplus* di fatturati, nel caso di specie l'orizzonte di riferimento deve essere a ritroso essendo la trasformazione un'operazione in cui devonsi catturare nel valore del patrimonio in transito solo ricchezze stabili prodotte in virtù di attività passate, indipendentemente dalle – di norma ben maggiori, pur se non necessariamente – potenzialità che nel futuro l'uso di tale complesso aziendale potrà arrecare alla trasformata. È questa la ragione per cui in luogo di ipotizzabili *Business Plan*, la presente valutazione si poggia integralmente su dati storici.

Ai fini, pertanto, della determinazione del valore di Mirabilia sotto questo profilo dinamico, il sottoscritto ha applicato la variante sopra descritta dei metodi ordinari di valutazione, attraverso la previa determinazione delle singole variabili, nella sequenza logica di seguito riportata:

- Analisi del percorso di crescita dei proventi per Quote Associative Ordinarie Mirabilia nel periodo 2018-2024: sono stati individuati i flussi relativi agli incrementi medi dei proventi nel periodo in parola, quali base di applicazione per la determinazione del valore sociale complessivo del patrimonio dell'ente. Si segnala che, assieme alle quote ordinarie, le Camere di Commercio associate versano annualmente ulteriori contributi per finanziare tramite l'Associazione specifici progetti, in misura anche assai importante nel corso degli esercizi. Di tali proventi aggiuntivi non si è tenuto conto

## CARLO REGOLIOSI

nel corrente processo di valorizzazione che reputa l'*appeal* dell'ente rivolto alle Camere *ex se* e non alle progettualità, variabili nel tempo.

- Determinazione dell'orizzonte temporale di valorizzazione: per quanto riguarda l'orizzonte periodale futuro in cui è plausibile ritenere che l'ente comprensivo del suo bacino d'utenza e del suo marchio esprima le proprie potenzialità attuali, si è ritenuto congruo un periodo pari a quello trascorso dall'iscrizione in Prefettura (2018). In tale ottica, il quinquennio è stato ritenuto l'orizzonte di valutazione analitica, senza considerare potenzialità ulteriori espresse talora nella prassi in un valore terminale.
- Determinazione del tasso di attualizzazione: per la determinazione del tasso di attualizzazione da applicarsi ai flussi sopra individuati si è utilizzato il tasso *risk free* attesa, come detto, l'improbabile (allo stato) uscita di Camere di Commercio dalla compagnie di coloro che contribuiscono in via ordinaria ai progetti.

Di seguito indichiamo il computo del valore ottenuto mediante l'impiego dei seguenti ingredienti:

- Tasso di crescita medio quote ordinarie (2018-2024): 41.24%
- *Risk Free Rate:* 3.85% (Fonte BTP Italia, emissione del 1° agosto 2024)
- Orizzonte temporale 5 anni
- Sviluppo quote 2025-2029: determinato applicando il dato di crescita medio del periodo 2018-2024 alle quote 2018

Quanto sopra elencato, trova sintesi nella Tabella che segue.

Tabella 14: Quote Associative e crescita media quote 2018-2024

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Quote Associative Ordinarie	194.000	242.000	266.000	254.000	278.000	302.000	302.000
<i>Delta</i>	<i>n.d.</i>	48.000	72.000	60.000	84.000	108.000	108.000
<i>Media Crescita Quote (2018-2024)</i>	<b>41,24%</b>		25%	37%	31%	43%	56%
<i>Risk Free (Asta 01.08.2024)</i>	3,85%						

Nel percorso testé descritto, abbiamo quindi inteso determinare il valore economico sostenibile del patrimonio di Mirabilia per confronto tra il valore dell'organizzazione comprensiva del contributo degli *intangibles* alle quote associativo ed il valore patrimoniale determinato nel paragrafo 5.1. per far ciò, si è inteso quindi stabilire quanto dell'incremento delle quote annuali attese (determinate come nel procedimento precedente, applicando la media della crescita 2018-2024 al dato 2018 e proiettando *flat* detto risultato per il periodo 2025-2029) rispetto al 2018 sia riferibile all'organizzazione e per ciò stesso supposto stabile in un pur limitato tempo futuro. In tal senso, è possibile riferire il presente sotto-procedimento ad una variante del metodo del *premium price* (ricompreso nei metodi di valutazione degli *intangible* di carattere reddituale), essendo dal 2018 le attività dell'Associazione riferibili ad una realtà con personalità giuridica e dotata di un marchio registrato consolidato (registrazione avvenuta nel 2014). Si sono così cristallizzati i valori immateriali in un contenitore giuridico rotondo, dal quale promanano effetti rafforzati in materia, *inter alia*, di impiego di segni distintivi e valorizzazione delle specificità in essi contenute.



## CARLO REGOLIOSI

Una stima ragionevole (e cauta) di detto contributo – che per quanto ora osservato deve determinarsi prudentemente – è che almeno il 20%-25% di detto valore sia direttamente riferibile al complesso di elementi immateriali sopra descritti.

A completamento del processo di valorizzazione, quindi, l'odierno estimatore ha attualizzato con un opportuno saggio *risk free*, il contributo dell'organizzazione comprensiva del bacino d'utenza e del marchio al totale delle quote associative annue per il periodo 2025-2029, in tal modo quantificando il valore “stabile” dell'azienda come valore attuale di detto contributo. Se non minore del valore determinato secondo il metodo patrimoniale, detto procedimento consente di validarne nel tempo la sostenibilità.

Parallelamente al computo ora illustrato, si è esaminata una variante di calcolo che valorizza in misura più rilevante (al 60% rispetto al 20%) la crescita del periodo 2018-2024 proiettata sulle annualità 2025-2029, in quanto determinata non già rispetto all'esercizio 2018 punto, ma agli esercizi 2018-2022 tempo per tempo considerati. Detta crescita, ovviamente anno per anno più contenuta, consente di ritenere per l'appunto più rilevante il valore ritraibile dall'attualizzazione al *risk free* dei contributi annui (per alcuni esercizi anche negativi, nel coerente percorso delineato). La quantificazione è riferita al 31 agosto 2024.

Nelle tabelle sotto-riportate è possibile osservare i valori dell'organizzazione determinati come ora descritto e pari ad un intervallo compreso tra € 70.630 e € 75.677.

Al termine del processo di valutazione delineato *infra*, articolato nei percorsi valutativi descritti, i valori ottenuti consentono di certificare la solidità del valore patrimoniale di € 60.000 determinato al paragrafo 5.1. Esso non è solo frutto di una sommatoria algebrica statica ma anche sostenuto dalla considerazione di sottostanti valori capaci di generare ricchezza dinamica.

Tabella 15: Expected Value Contributo 2025-2029

	2025	2026	2027	2028	2029
Quote Associateive Ordinarie	274.000	274.000	274.000	274.000	274.000
<i>Delta Quote vs 2018</i>	80.000	80.000	80.000	80.000	80.000
<i>Media Crescita Quote (2018-2024)</i>	41,24%				
<i>Contributo dell'Ente comprensivo di Marchio</i>	20%	16.000	16.000	16.000	16.000
<i>Risk Free (Asta 01.08.2024)</i>	3,85%				
Expected Value Contributo	70.630	15.214	14.650	14.106	13.582
					13.079
	2025	2026	2027	2028	2029
Quote Associateive Ordinarie	274.000	274.000	274.000	274.000	274.000
<i>Delta Quote vs 2018</i>	80.000	32.000	8.000	20.000	-4.000
<i>Media Crescita Quote (2018-2024)</i>	12,88%	41%	13%	3%	8%
<i>Contributo dell'Ente comprensivo di Marchio</i>	60%	48.000	19.200	4.800	12.000
<i>Risk Free (Asta 01.08.2024)</i>	3,85%				2.400
Expected Value Contributo	75.677	45.641	17.579	4.232	10.187
					1.962

*CARLO REGOLIOSI*

## **6. CONCLUSIONI**

---

Lo scrivente estimatore, in base ai metodi di valutazione ai quali si è ispirato nell'espletamento del presente incarico ed alle osservazioni sopra svolte,

attesta

che il valore del patrimonio dell'Associazione Mirabilia Network in trasformazione, come descritto e dettagliato nel par. 5, alla data del 31 agosto 2024 sia non inferiore ad € 60.000, e

attesta

che detto valore sia almeno pari o comunque non inferiore a quello che sarà attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale della Società che risulterà dalla trasformazione.

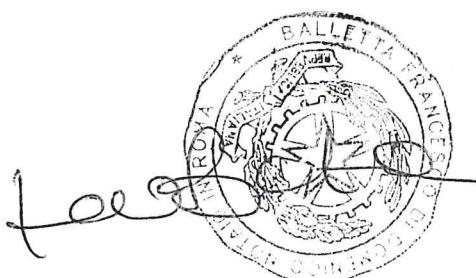
Rimanendo a disposizione per eventuali chiarimenti e ringraziando per la fiducia accordata, si inviano i migliori saluti.

.....

Roma, 18 settembre 2024

*(Carlo Regoliosi)*  


La presente relazione si compone di n. 31 pagine numerate.



REPERTORIO N. 16177



VERBALE DI ASSEVERAZIONE DI PERIZIA

REPUBBLICA ITALIANA

L'anno duemilaventiquattro, il giorno diciotto del mese di settembre, in Roma, Via Antonio Bertoloni n. 26/A, nel mio studio.

(18 ottobre 2024)

Innanzi a me Dottor Francesco Balletta, Notaio residente in Roma, con lo studio in Via Bertoloni n. 26/A, iscritto nel Collegio dei Distretti Notarili Riuniti di Roma, Velletri e Civitavecchia, è presente:

**REGOLIOSI Carlo**, nato a Roma (RM) il giorno 1 marzo 1977, domiciliato in Roma (RM), Via Peccioli n. 18, iscritto all'Albo dei Revisori Contabili con Decreto Ministeriale del 21 aprile 2006.

Il costituito della cui identità personale io Notaio sono certo, mi esibisce la relazione peritale che precede e mi richiede di asseverarla con giuramento.

Aderendo alla richiesta elevatami, pertanto, io Notaio ammonisco il costituito ai sensi di legge, il quale presta il giuramento di rito ripetendo la formula: "Giuro di avere bene e fedelmente proceduto alle operazioni a me affidate e di non aver avuto altro scopo che quello di far conoscere la verità".

Il comparente mi dispensa dalla lettura della perizia che precede.

---

Richiesto io Notaio, ho ricevuto il presente atto, scritto in parte da persona di mia fiducia, con l'ausilio del mezzo elettronico ed in parte integrato di mio pugno e da me letto al comparente che, trovandolo conforme alla volontà manifestatami, lo approva ed accetta e con me lo sottoscrive in segno di conferma.

Occupava pagine una sin qui di un foglio.

*D. R. S.*

*L. Balletta*

