

TRIBUNALE DI BARI



Sezione Fallimentare

Giudice Delegato: dott. Nicola Magaletti



R.F. n. 147/2019

RELAZIONE DI STIMA

del valore attribuibile alle quote di partecipazione



Fallimento "xxxxx" Curatori: avv. Giulio

Cesare Ferrara

dott. Massimo Ventola



Perito estimatore: dott.ssa Caminia D'Ecclesiis



La sottoscritta Caminia D'Ecclesiis, Dottore Commercialista, con studio
in Bari a Corso Sonnino, 6/a



Premesso

1) che, con provvedimento del G.D. dott. Nicola Magaletti del 30.09.2020,
è stata autorizzata la sua nomina quale perito estimatore della procedura



in epigrafe (all.1);

2) che, è stato chiesto alla sottoscritta c.t. di provvedere alla valutazione del
“valore reale e concreto” delle partecipazioni detenute dalla società
fallita xxxxxxxx nelle seguenti quattro società:

- Ambito 8 Taranto società consortile a responsabilità limitata;
- Parco della Vittoria S.r.l.;
- Seda S.r.l.;
- Winery società agricola a responsabilità limitata,



v i s t e

le risultanze delle indagini sin qui esperite relativamente alla perizia
richiesta,

e s p o n e



Indice

1. Modalità di svolgimento dell'incarico	4
2. Breve disamina dei metodi valutativi	11
2.1. Il metodo misto patrimoniale-reddituale	16
2.2. Quantificazione del reddito medio normale atteso	19
2.3. Quantificazione del costo del capitale	20
3. Le società oggetto di valutazione	24
3.1. Valutazione della quota nella società "Ambito 8 Taranto"	25
3.2. Valutazione della quota nella società "Parco Della Vittoria"	30
3.3. Valutazione della quota nella "Seda"	37
3.4. Valutazione della quota nella "Winery Società Agricola"	50
4. Conclusioni	62



1. Modalità di svolgimento dell'incarico

L'oggetto dell'incarico è la valutazione del valore reale e concreto delle partecipazioni detenute dalla fallita xxxxx. nelle quattro società di seguito elencate.

1. Ambito 8 Taranto società consortile a responsabilità limitata.

La società è stata costituita in data 28.12.2006 e ha sede legale in Gravina in Puglia – via Archimede n. 22 – codice fiscale e numero di iscrizione CCIAA di Bari n.xxxxxx

La società ha scopo consortile ed ha per oggetto sociale l'attività di realizzazione di una organizzazione comune delle imprese consorziate per lo svolgimento e l'esecuzione unitaria dei seguenti lavori affidati alle imprese consorziate dall'Acquedotto Pugliese S.p.A.: *“servizio di custodia, conduzione ed ispezione, compresa l'attività di pronto intervento, pulizia e sanificazione delle opere fognarie, nonché dei lavori di manutenzione ordinaria e a guasto sulle reti idriche e fognanti – ambito territoriale n. 8”*.

La società ha avviato in data 25.01.2007 l'attività di *“custodia, conduzione, ispezione, pronto intervento delle opere di fognatura. Lavori di manutenzione e a guasto sulle reti idriche e fognanti.”*

In data 13.11.2017, la società è stata posta in liquidazione.

Il capitale sociale sottoscritto e versato è pari ad € 12.000. Attualmente, la quota di partecipazione detenuta dalla fallita ha un valore nominale di € 6.096, pari al 50,80% del capitale sociale.

2. Parco della Vittoria S.r.l.

La società è stata costituita in data 25.10.2005 e ha sede legale in Gravina in Puglia – via Pietro Ianora n. 28 – codice fiscale e numero di iscrizione CCIAA di Bari n. xxxxxxx

La società è attiva dal 03.07.2006 ed esercita l'attività di *“costruzione di edifici civili, turistico-alberghieri, industriali, commerciali, di scuole ed istituti in genere, di impianti sportivi di qualsiasi tipo e natura; lavori di restauro e manutenzione degli stessi; lavori di costruzioni, pavimentazione, rivestimento, consolidamento e manutenzione di strade ed autostrade, metanodotti, aeroporti, ferrovie, fognature e fosse biologiche; lavori di scavi, sbancamenti e movimento terra; lavori di carpenteria e lavori in ferro.”*

Il capitale sociale sottoscritto e versato è pari ad € 199.823. Attualmente, la quota di partecipazione detenuta dalla fallita ha un valore nominale di € 99.823, pari al 49,96% del capitale sociale.

3. xxxx

La società è stata costituita in data 23.11.1987 ed ha sede legale in Gravina in Puglia – via Pietro Ianora n. 26 – codice fiscale e numero di iscrizione CCIAA di Bari n. xxxxx

La società è attiva dal 23.11.1987 e svolge prevalentemente l'attività di *“estrazione di ghiaia e sabbia, estrazione di pietre per calce e cementi e di dolomite, estrazione di altri minerali e prodotti di cava (quarzo, quarzite, sabbie silice, ecc.). (giusta delibera n. 1871 del 12.4.1990 - Regione Basilicata)”*.

Nella sede sociale, risulta svolta anche l'attività secondaria di *“trasporto merci su strada per conto di terzi”*.

Il capitale sociale deliberato e sottoscritto è pari a € 1.446.705¹. Attualmente, la quota di partecipazione detenuta dalla fallita ha un valore nominale di € 528.705, pari al 36,55% del capitale sociale.

4. Winery società agricola a responsabilità limitata

La società è stata costituita in data 02.08.1991 ed ha sede legale in Gravina in Puglia – via Archimede n. 24 – codice fiscale e numero di iscrizione CCIAA di Bari n. xxxxx

¹ Dalla visura camerale disponibile, aggiornata al 25.06.2020, il capitale risulterebbe versato per il minor importo di € 918.000. In particolare, non risulterebbe versata l'intera quota di partecipazione detenuta dalla fallita, con un valore nominale € 528.705, pari al 36,55% del capitale sociale. Dall'ultimo bilancio disponibile, aggiornato al 31.12.2018, non si rilevano tuttavia crediti verso soci per versamenti ancora dovuti e si dà esplicitamente atto che *“il Capitale Sociale è stato interamente versato.”* Sulla scorta di quanto precede, la situazione del capitale sociale versato risultate dalla visura camerale non risulta correttamente aggiornata.

La società è attiva dal 04.02.1992 e svolge prevalentemente un'attività agricola di *“coltivazione di uva su fondi agricoli condotti direttamente con annesso la raccolta, trasformazione, lavorazione, conservazione e commercializzazione del prodotto finito (vino)”*.

Nella sede legale viene altresì svolta l'attività di *“raccolta, trasporto, lavorazione, trasformazione delle uve conferite dai soci della “sxxxxx xxxx” e da eventuali terzi usando gli stessi impianti della cooperativa; conservazione, collocamento e commercializzazione nonché utilizzazione dei prodotti e sottoprodotti ottenuti dalle lavorazioni sociali. La commercializzazione all'ingrosso avviene nello stesso luogo di produzione.”*

Il capitale sociale è stato sottoscritto per l'importo di € 6.000.000 e risulta versato per il minore importo di € 5.085.113.

Attualmente, la quota di partecipazione detenuta dalla fallita ha un valore nominale di € 2.905.900 (interamente versato) pari al 48,43% del capitale sociale.

Con pec del 30.06.2020 (all.2) il precedente estimatore richiedeva alle quattro società sopra indicate la seguente documentazione:

1. Ultimo Bilancio approvato;

2. Situazione contabile al 31.12.2017 - 31.12.2018 - 31.12.2019;
3. Libro giornale degli anni 2017-2018-2019.

In riscontro alla predetta richiesta, con pec del 04.08.2020 (all.3), la società "Ambito 8 Taranto società consortile a responsabilità limitata" metteva a disposizione dell'estimatore i seguenti documenti:

1. Bilancio d'esercizio al 31.12.2016 (all.4);
2. Situazione contabile, composta dallo stato patrimoniale e dal conto economico, al 31.12.2017 (all.5);
3. Situazione contabile, composta dallo stato patrimoniale e dal conto economico, al 31.12.2018 (all.6);
4. Situazione contabile, composta dallo stato patrimoniale e dal conto economico, al 09.12.2019, definita nella lettera accompagnatoria del liquidatore "bilancio analitico finale di liquidazione al 09/12/2019" (all.7);
5. Libro giornale dell'anno 2017 (all.8);
6. Libro giornale dell'anno 2018 (all.9);
7. Libro giornale dell'anno 2019 (all.10);
8. Lettera accompagnatoria a firma del liquidatore, sig. xxxx (all.11).

In data 12.10.2020, la sottoscritta richiedeva nuovamente alle società xxxxxxTaranto di produrre la seguente documentazione:



- Ultimo Bilancio approvato;
- Situazione contabile analitica al 31/12/2017 - 31/12/2018 - 31/12/2019 e alla data di più recente aggiornamento della contabilità.



Con pec del 02.12.2020 (all.12), la società xxxxxxxxxxxx ” trasmetteva la seguente documentazione:

1. Situazione contabile al 31.12.2017 (all.13);
2. Situazione contabile al 31.12.2018 (all.14);
3. Situazione contabile al 31.12.2019 (all.15);
4. Libro giornale dell'anno 2017 (all.16);
5. Libro giornale dell'anno 2018 (all.17);
6. Libro giornale dell'anno 2019 (all.18);
7. Bilancio d'esercizio al 31.12.2019 (all.19).



Infine, con pec del 21.12.2012 (all.30), la società “xxxxxx S.r.l.” trasmetteva:

1. Situazione contabile al 31.12.2017 (all.31);
2. Situazione contabile al 31.12.2018 (all.32);
3. Situazione contabile al 31.12.2019 (all.33);
4. Libro giornale dell'anno 2017 (all.34);



5. Libro giornale dell'anno 2018 (all.;35)
6. Libro giornale dell'anno 2019 (all.36);
7. Bilancio d'esercizio al 31.12.2019 (all. 37).



La società "xxxxx" non trasmetteva alcuna documentazione.

Nell'espletamento dell'incarico, sono stati analizzati anche i seguenti documenti acquisiti dal Registro delle Imprese di Bari:



A. Società "xxxxx Limitata - in liquidazione":

1. Visura storica CCIAA della società (all.20);

B. Società "xxx

1. Visura storica CCIAA della società (all.21);
2. Bilancio abbreviato d'esercizio al 31.12.2017 (all.22);
3. Bilancio abbreviato d'esercizio al 31.12.2018 (all.23);



C. Società "xxxx:

1. Visura storica CCIAA della società (all.24);
2. Bilancio abbreviato d'esercizio al 31.12.2017 (all.25);
3. Bilancio abbreviato d'esercizio al 31.12.2018 (all.26);

D. Società "xxxxx

1. Visura storica CCIAA della società (all.27);
2. Bilancio abbreviato d'esercizio al 31.12.2017 (all.28);
3. Bilancio abbreviato d'esercizio al 31.12.2018 (all.29).



2. Breve disamina dei metodi valutativi

La scelta delle metodologie applicabili per le finalità della presente relazione è stata svolta attraverso un'analisi allargata dei metodi potenzialmente utilizzabili in tale contesto².

La teoria e la prassi mettono a disposizione modelli e metodi diversi per la valutazione delle aziende. Un modello esprime una particolare visione del modo in cui si forma il valore, che può essere applicata con metodi affini per impostazione ma caratterizzati da modalità tecniche differenti. Alcuni metodi ammettono poi varianti diverse.

Trascurando le metodologie meramente empiriche, tali procedimenti si dividono in due grandi famiglie:

- **valutazioni di tipo assoluto**, derivanti cioè da formule valutative che si giustificano in sé, essendo espressione di razionalità economica;
- **valutazioni di tipo relativo**, svolte attraverso un'analisi comparativa di mercato.

Le valutazioni di tipo assoluto possono essere svolte con metodologie diverse, che si suddividono in quattro gruppi distinti:

² Per quanto esposto nel presente paragrafo, si è fatto ampio riferimento a L. Guatri, V. Uckmar, *Linee guida per le valutazioni economiche*, EGEA 2009 nonché a L. Guatri, M. Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, EGEA 2009.

1. **Metodi patrimoniali**, che attribuiscono rilievo alla consistenza effettiva delle attività e delle passività aziendali, a valori correnti di mercato. A seconda del modo di trattare, in questa visione, gli elementi immateriali (*intangibles*), si distinguono in particolare il **metodo patrimoniale semplice** e il **metodo patrimoniale**

complesso. Il solo valore patrimoniale di un'azienda raramente risolve il problema valutativo: in genere ciò accade quando la sintesi patrimoniale è il modo tecnico di concludere una valutazione di tipo stratificato, ad esempio quando la stima ha per oggetto un'azienda che rappresenta un contenitore di attività reali o finanziarie caratterizzate da una propria individualità (come accade nel caso delle società immobiliari o delle *holding* finanziarie). In ogni caso, il vaglio da compiere è rappresentato dalla verifica dei valori patrimoniali in funzione della capacità di produrre flussi di risultati dei singoli beni, o dell'intero complesso aziendale (*verifica reddituale* in senso lato).

2. **Metodi reddituali**, che attribuiscono rilievo alla capacità dell'azienda di produrre risultati in termini di flussi di reddito distribuibili, stimati normalizzando le sottostanti condizioni relative agli investimenti e ai finanziamenti; il modello reddituale può essere adottato con varianti diverse, in particolare distinguendo:

– le valutazioni basate sull'apprezzamento dei risultati netti, che consentono di determinare in via immediata il **valore del capitale netto** in un'ottica c.d. *equity side*;

– le valutazioni basate dei risultati operativi netti d'imposta, che consentono di determinare in via immediata il **valore del capitale operativo investito**, in un'ottica c.d. *asset-side*; alla stima del capitale netto si perviene poi deducendo dal risultato ottenuto la *posizione finanziaria netta (indebitamento netto)*.

3. **Metodi finanziari**, che attribuiscono rilievo alla capacità dell'azienda di produrre risultati in termini di *flussi monetari*. Il modello finanziario presenta varianti diverse, in particolare a seconda che i flussi attesi abbiano natura di *dividendi attesi*, di *flussi netti disponibili per i soci*, di *flussi operativi netti d'imposta*.

4. **Metodi misti patrimoniali-reddituali**, che attribuiscono rilievo alla misurazione della capacità dell'azienda di creare valore *rispetto all'investimento aggregato compiuto*. Il modello misto patrimoniale-reddituale è indicato come il tipico metodo europeo di stima *del valore di capitale economico* e viene spesso denominato «il metodo UEC» per ricordarne la formulazione, espressa fin dal 1961, in uno storico libretto dell'*Union Européenne des Experts*

Comptables Economiques et Financiers. Nell'esperienza italiana, il mondo professionale e larga parte di quello accademico hanno a lungo considerato il modello in esame tra i più utilizzati e razionali.

I modelli basati sui flussi di risultati (economici o finanziari), commentati in precedenza, conducono per loro natura a *valori puri*,

che nulla dicono in merito alla capacità dimostrata dall'azienda di creare valore con le risorse messe a disposizione dai soci e da terzi

finanziatori. Il metodo patrimoniale-reddituale colma tale lacuna

con la quantificazione dell'aggiunta di valore (o della distruzione di ricchezza) realizzata rispetto alla dotazione patrimoniale ricevuta o

rispetto ai mezzi finanziari complessivamente raccolti.

Passando ora alle *valutazioni di tipo relativo*, esse sono fondate sull'analisi dei prezzi che il mercato esprime, rappresentati dalle ***capitalizzazioni di borsa di società confrontabili*** oppure dai corrispettivi riconosciuti in ***negoziazioni aventi per oggetto quote del capitale di società confrontabili***.

Le valutazioni di tipo relativo sono svolte trasferendo analogicamente all'azienda esaminata i moltiplicatori ("multipli" nel gergo degli operatori)

desunti dai prezzi espressi dal mercato per realtà simili. Questi ultimi hanno a numeratore il prezzo associabile all'intero capitale proprio, in

ASTE
GIUDIZIARIE.it

ottica *equity side*, oppure al capitale investito (*enterprise value*, dato dalla somma del valore del capitale netto e dell'indebitamento finanziario) in ottica *asset side*.

A denominatore possono figurare grandezze reddituali o patrimoniali: nelle valutazioni *equity side*, vengono utilizzati tipicamente il risultato netto, il flusso monetario disponibile per i soci, il capitale netto contabile; nelle valutazioni *asset side*, vengono invece utilizzati il risultato operativo (EBIT), il margine operativo lordo (EBITDA), il flusso monetario operativo, i ricavi di vendite, il capitale investito contabile oppure grandezze di tipo tecnico (ad esempio indicatori di capacità produttiva o di capacità commerciale).

I moltiplicatori, come detto, possono essere desunti dalle capitalizzazioni di Borsa di società confrontabili oppure da negoziazioni aventi per oggetto il capitale di società confrontabili. La prima fonte tende a prevalere nell'uso, per l'affidabilità dei dati e per l'omogeneità delle condizioni negoziali sottostanti; la seconda è caratterizzata da discontinuità nel tempo, da eterogeneità di situazioni e da incertezze nei dati. Vi è poi l'importante aspetto differenziale rappresentato dalla presenza di un *premio di liquidità* nelle capitalizzazioni di Borsa e di un possibile premio di acquisizione nei prezzi corrisposti in negoziazioni confrontabili per quote del capitale influenti sul controllo.

2.1. Il metodo misto patrimoniale-reddituale

L'espressione del valore, utilizzando il metodo misto patrimoniale-reddituale, con approccio *equity side* è rappresentata dalla seguente formula:

$$W = K + a_{\overline{n}|i'} (R - i''K) \quad (1)$$

ASTE
GIUDIZIARIE.it
dove:

W è il valore del capitale economico dell'azienda (Equity value)

K è il capitale netto rettificato derivante dalla valutazione patrimoniale

$a_{\overline{n}|i'}$ è il valore attuale, al tasso i' , di una rendita posticipata unitaria di n rate

n è il numero di anni corrispondente alla durata del reddito differenziale

i' è il tasso di attualizzazione del reddito differenziale

R è il reddito medio normale atteso

i'' è il costo del capitale (*cost of equity* - c.o.e.)

Il primo elemento dell'espressione di valore è il *patrimonio netto rettificato* derivante dalla valutazione patrimoniale dell'azienda.

Le stime patrimoniali si propongono di determinare il valore corrente del patrimonio aziendale, in base ai prezzi di mercato delle attività detenute e alla consistenza (ovvero al valore corrente, se questo è diverso) delle

ASTE
GIUDIZIARIE.it

passività esistenti. Ai fini interpretativi, il valore patrimoniale di un'azienda può essere assimilato al valore di riproduzione del complesso di beni e di rapporti nei quali il suo patrimonio è investito.

Come accennato, il modello patrimoniale di valutazione ammette le due varianti del **metodo patrimoniale semplice** e del **metodo patrimoniale complesso**, caratterizzate dal diverso trattamento degli elementi immateriali (*intangibles*). Il *metodo patrimoniale complesso*, in particolare, richiede la distinta valorizzazione degli *intangibili specifici*.

Proseguendo la disamina dei fondamenti teorici del metodo patrimoniale-reddituale, il secondo addendo dell'equazione (1) rappresenta il valore attuale del *reddito differenziale* ("sovra reddito" o "sotto reddito") calcolato come differenza tra:

- il *reddito medio atteso* (R), espressivo della capacità di reddito *concretamente dimostrata* per il passato, o raggiungibile con ragionevole probabilità sulla base di premesse economiche già esistenti e individuate. Un punto essenziale da segnalare riguarda la necessaria coerenza tra i valori di K (patrimonio netto rettificato) e R (reddito medio atteso) assunti nei calcoli: se, tra gli elementi

dell'attivo, sono stati considerati gli intangibili specifici, il reddito medio atteso deve essere al netto anche dei relativi ammortamenti;

- il reddito ritenuto adeguato al volume degli investimenti (K), calcolato sulla base di un tasso di redditività (i'') che tiene conto anche del rischio specifico dell'investimento nella particolare impresa oggetto di valutazione (*costo del capitale*).

Si noti che il tasso che esprime il costo del capitale è normalmente differente dal tasso di attualizzazione dei redditi differenziali. Nella storia del modello misto patrimoniale-reddituale, la scelta per quest'ultimo tasso - i' nell'equazione (1) – è stata a lungo in bilico tra:

- il puro compenso finanziario del tempo, cioè il tasso di interesse privo di rischio (*risk-free interest rate*);
- la somma del tasso senza rischio e di un premio per il rischio azionario (*Equity Risk Premium - ERP*) corretto per tenere conto del maggiore o minore rischio specifico dell'azienda oggetto di valutazione.

La scelta finale dipende principalmente dal segno dei redditi differenziali:

- nel caso di redditi differenziali negativi (la redditività aziendale non è adeguata al volume degli investimenti e al grado di rischio degli stessi), il tasso di attualizzazione è quello *risk-free*;

- nel caso di redditi differenziali positivi, occorre invece tener conto, anche nella scelta del tasso di attualizzazione, dello specifico rischio aziendale.

L'ultima grandezza che entra nell'equazione del metodo patrimoniale-reddituale è rappresentata dal numero di anni (n) per i quali si procede all'attualizzazione dei redditi differenziali. Secondo la prassi più diffusa, n può variare fra 3 e 5 anni, sul presupposto che le condizioni generatrici dei redditi differenziali non possono durare a lungo e siano quindi destinate a estinguersi o ad attenuarsi nel corso di alcuni anni.

2.2. Quantificazione del reddito medio normale atteso

Per la valorizzazione della capacità reddituale dell'azienda, il metodo misto patrimoniale-reddituale richiede di quantificare il *reddito medio atteso*, espressivo di una redditività concretamente dimostrata per il passato.

Tra i metodi all'uso disponibili, da vagliare in considerazione della tipologia e delle dimensioni dell'azienda oggetto di valutazione, si segnala in particolare il "metodo dei risultati storici", con "normalizzazione" dei dati di bilancio.

Il processo di “normalizzazione” dei risultati storici è finalizzato ad individuare la reale e stabile capacità reddituale dell'azienda, senza tener conto di eventuali elementi reddituali di carattere straordinario, ovvero generati da mere “politiche di bilancio”.

2.3. Quantificazione del costo del capitale

L'applicazione del metodo patrimoniale-reddituale richiede di quantificare:

- il costo del capitale (c.o.e.) per il calcolo del reddito ritenuto adeguato al volume degli investimenti, da confrontare con il reddito medio atteso dell'azienda per evidenziare il reddito differenziale (“sovra reddito” o “sotto reddito”);
- il tasso di attualizzazione del reddito differenziale, la cui configurazione dipende dal “segno” del medesimo reddito differenziale.

In merito alla componente inflattiva, quando i flussi reddituali vengono espressi in termini reali, senza tener conto quindi delle variazioni dovute all'inflazione attesa, dovranno essere applicati tassi reali, per assicurare la necessaria coerenza (logica e metodologica) tra flussi e tassi.

Quando il reddito medio atteso è espresso a valori reali, occorre ridurre il tasso per depurarlo della componente inflattiva attraverso la seguente formula, derivata dall'equazione di Fisher.

$$i_{reale} = \frac{(1 + i_{nominale})}{(1 + \text{tasso di inflazione})} - 1 \quad (2)$$

Il metodo di più comune utilizzo per la determinazione del costo del capitale proprio (c.o.e.) è il CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Esso si basa sulla nota formula:

$$c.o.e. = r_f + \beta (r_m - r_f) \quad (3)$$

dove

r_f è il rendimento degli investimenti privi di rischio;

β è il coefficiente beta, che misura il rischio della specifica azienda, espresso dalla volatilità del suo rendimento rispetto a quello dell'intero mercato;

$r_m - r_f$ indica il premio per il rischio di mercato (ERP), vale a dire il premio connesso all'investimento in azioni.

Nessuna delle variabili da quantificare per l'applicazione del CAPM è direttamente osservabile sul mercato. Occorre pertanto procedere a complesse operazioni di stima, con particolare riguardo alla determinazione del "coefficiente *beta*".

Vi è inoltre evidenza empirica che le imprese di minore dimensione, a parità di coefficiente *beta*, mostrano rendimenti maggiori, segno che gli investitori applicano a queste imprese un costo del capitale più elevato. Si tratta del noto *small size effect* di cui, nella pratica, si tiene conto mediante opportuni “aggiustamenti” dei tassi stimati dal CAPM.

Nel caso di imprese di minori dimensioni, come quelle qui in esame, appare preferibile adottare un CAPM modificato, noto come *build up method*, con *size premium*³ (extrarendimento o “premio” per l’investimento in imprese di piccola dimensione). Esistono due misure di tale premio:

- il *size premium “raw”* (SP_{raw}) mette a raffronto il rendimento offerto dal portafoglio di titoli di piccola dimensione con il rendimento di mercato. Esso può essere quindi semplicemente sommato al tasso *risk free* e al premio per il rischio di mercato;
- il *size premium “beta adjusted”* ($SP_{beta\ adjusted}$) misura invece l’extrarendimento dei titoli di piccola dimensione rispetto all’extrarendimento del CAPM (considerando cioè il beta di quei titoli).

Le equazioni di riferimento per il costo del capitale si modificano come

³ v. L. Guatri, M. Bini, *op.cit.*, pag. 321 e segg.

segue:

$$c. o. e. = r_f + (r_m - r_f) + SP_{raw} \quad (4)$$

$$c. o. e. = r_f + \beta (r_m - r_f) + SP_{beta\ adjusted} \quad (5)$$

L'equazione (4) rappresenta spesso la scelta privilegiata in quanto consente di evitare la stima del coefficiente beta. Tale stima, nel caso di imprese non quotate di piccola dimensione come quelle in esame, risulta infatti particolarmente complessa e incerta, in quanto richiede di individuare un campione di aziende quotate che risulti comparabile con l'azienda oggetto di valutazione.

Per la quantificazione del tasso che esprime il costo del capitale, occorre stimare ciascuna delle sue componenti come segue:

- Rendimento investimenti privi di rischio: nella prassi valutativa, il tasso *risk free* viene generalmente identificato con il rendimento di titoli di Stato a lungo termine (BTP decennali);
- Premio per il rischio di mercato: il premio per il rischio di mercato (*Equity Risk Premium, ERP*) è commisurato alla differenza tra il rendimento atteso del mercato azionario ed il rendimento dell'investimento *risk free*. Si tratta di un dato non direttamente osservabile, la cui stima può avvenire attraverso

l'analisi di dati storici, l'uso d'indagini qualitative (*survey*), oppure attraverso metodologie che utilizzano dati previsionali, come ad esempio il *dividend growth model*;

- *Size premium*: il premio per il maggior rischio dell'investimento in imprese di piccola dimensione, nella versione "raw", è stato quantificato con riferimento al mercato statunitense in uno studio di Ibboston riferito al periodo 1926-2000⁴.

Infine, per il calcolo del tasso reale di interesse, a partire da quello nominale, è possibile prendere in considerazione il tasso atteso di inflazione periodicamente stimato dalla Banca d'Italia.

3. Le società oggetto di valutazione

La fallita xxxxxx, come detto, detiene le seguenti quattro partecipazioni:

- partecipazione di nominali € 6.096, pari al 50,80% del capitale sociale della società "*Ambito 8 Taranto Società Consortile a responsabilità limitata – in liquidazione*";

⁴ Ibboston Associates, *Stock, Bonds, Bills and Inflation*, Valuation edition, 2001 (citato da L. Guatri, M. Bini, *op.cit.*).

- partecipazione di nominali € 99.823, pari al 49,96% del capitale sociale della società "xxxxxxxxx
- partecipazione di nominali € 528.705, pari al 36,55% del capitale sociale della società "xxxxx;
- partecipazione di nominali € 2.905.900, pari al 48,43% del capitale sociale della società "xxxxxxxxx".

ASTE
GIUDIZIARIE.it

ASTE
GIUDIZIARIE.it

3.1. Valutazione della quota nella società "xxxxx"

La società "xxxxxx – in liquidazione", con sede in Gravina in Puglia alla via Archimede n. 22, è stata costituita il 28.12.2006. Il capitale sociale di nominali € 12.000 risulta interamente sottoscritto e versato come segue:

- xxxx per l'importo di € 6.096;
- xxxxxxer l'importo di € 3.644;
- Sig. xxxxxxer l'importo di € 2.020;
- xxxxx. per l'importo di € 240.

ASTE
GIUDIZIARIE.it

ASTE
GIUDIZIARIE.it

La società ha scopo consortile ai sensi dell'art. 2602 cod. civ. ed è stata posta in liquidazione in data 13.11.2017 con atto pubblico a rogito del notaio dott. Guaccero Domenico (Repertorio n. 13718). Con il medesimo atto, veniva nominato liquidatore a tempo indeterminato il sig. xxxxx xxxxx

Dalla visura camerale storica analizzata (all.20) emerge che l'ultimo bilancio approvato e depositato è quello relativo all'esercizio chiuso al 31.12.2016.

La società ha prodotto anche la situazione contabile al 31.12.2017, al 31.12.2018 e al 09.12.2019, quest'ultima definita dal liquidatore "*bilancio analitico finale di liquidazione al 09/12/2019*".

Nell'anno 2016 il valore della produzione risulta ridotto del 95% circa rispetto al precedente anno 2015. Il bilancio al 31.12.2016 chiude con una perdita di € 127.471 e un patrimonio netto negativo per € 115.470. Nella relativa nota integrativa, l'organo amministrativo segnalava che la società "*non esegue più lavori avendo terminato il contratto di cottimo con l'xxxxxx*" e che non vi era "*nessuna prospettiva di ulteriori commesse lavorative*".

Se ne deduce quindi che l'attività operativa è cessata fin dal 2016, come si rileva anche dall'assenza di ricavi delle vendite e delle prestazioni negli esercizi successivi.

Come detto, la società è stata posta in liquidazione in data 13.11.2017.

La gestione aziendale, a partire dall'esercizio 2016, è rimasta costantemente in perdita, con un risultato cumulato al 09.12.2019 di - € 398.664 in quattro anni.

Tali negativi risultati reddituali hanno determinato per il periodo 2016-09.12.2019 un patrimonio netto aziendale negativo e crescente, come sintetizzato nella tabella che segue.

Tabella 1

Patrimonio netto	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	09.12.2019
Capitale sociale	12.000	12.000	12.000	0
Altre riserve	1			
Utili (perdite) portati a nuovo		(127.471)	(206.098)	(201.189)
Utile (perdita) dell'esercizio	(127.471)	(78.628)	(7.090)	(185.475)
Totale	(115.470)	(194.098)	(201.189)	(386.663)

Come si può notare, alla data del 09.12.2019 si registra un valore negativo del patrimonio netto pari ad € 386.663.

La stima della quota di partecipazione posseduta dalla fallita xxxxxxxx nella xxxxx del valore nominale di € 6.096 è stata eseguita alla data del 09.12.2019, dell'ultima situazione contabile disponibile.

In considerazione dello stato di liquidazione della società e dell'assenza di attività operativa, il metodo di valutazione più appropriato è quello

patrimoniale semplice, stante l'assenza di elementi patrimoniali intangibili.

La quantificazione del patrimonio netto rettificato con il metodo patrimoniale è stata eseguita sulla base della situazione contabile della "xxxxx aggiornata alla data del 09.12.2019. Il predetto documento, come già accennato, è stato indicato dal liquidatore come "*bilancio analitico finale di liquidazione al 09/12/2019*" ed è riprodotto nella tabella che segue.

Tabella 2

xxxxxx	Valori patrimoniali contabili al 09.12.2019
ATTIVITA'	
FATTURE DA EMETTERE V/SO D'AGOSTIN	616.970,99
FATTURE DA EMETTERE V/SO PACIOLLA	65.522,00
CLIENTI RICAVI DA FATTURARE	682.492,99
DEPOSITI CAUZIONALI PACIOLLA	1.000,00
DEPOSITI E CAUZIONI ATTIVI	1.000,00
TOTALE ATTIVITA'	683.492,99
PASSIVITA'	
MONTE DEI PASCHI DI SIENA	134.306,32
BANCA MPS C/ANTICIPI	250.000,00
BANCHE	384.306,32
FORNITORI NAZIONALI	1.220,00
FORNITORI	1.220,00
DEBITI TRIBUTARI	130.000,00
ENTI PREVIDENZIALI	130.000,00
DEBITO UNICO 2013	3.975,72
DEBITO UNICO 2014	1.945,12
DEBITO UNICO 2015	18.540,00
DEBITO UNICO 2016	39.021,52
DEBITO IRAP 2015	2.089,52
DEBITO IRAP 2016	1.035,48
DEBITO 770/2011	4.862,38
DEBITO EQUITALIA RIAMMIS.CART.	16.616,06
DEBITO EQUITALIA N.233026	32.906,65
DEBITO EQUITALIA RIAMM.CART.O.	98.657,64

xxxxx	Valori patrimoniali contabili al 09.12.2019
DEBITO EQUITALE N.233026 O.E.	122.737,33
DEBITO UNICO 2013 RATEIZZATO	3.975,72
DEBITO UNICO 2014 RATEIZZATO	4.376,52
DEBITO UNICO 2015 RATEIZZATO O.E.S	-48.204,00
DEBITO UNICO 2016 RATEIZZATO O.E.S	146.330,70
DEBITO IRAP 2016 RATEIZZATO	3.365,31
DEBITO IVA ANNO 2016	5.990,27
STATO ED ALTRI ENTI PUBBLICI	554.629,94
TOTALE PASSIVITA'	1.070.156,26
PERDITA RIPORTATA A NUOVO ESERCIZI	-201.188,72
Perdita d'esercizio	-185.474,55
PATRIMONIO NETTO	-386.663,27
TOTALE A PAREGGIO	683.492,99

Come si può osservare, alla data del 09.12.2019 la xxxxx xxxx registra un patrimonio netto *negativo* pari a € **-386.663,27** che corrisponde all'eccedenza dei debiti (pari a € 1.070.156.26, prevalentemente rappresentati da debiti tributari) rispetto alle residue attività, pari a € 683.492,99.

Pertanto, il valore delle attività è quasi integralmente costituito da un credito di € 616.970,99 che il liquidatore dichiara essere "in contestazione" (cfr. all.11).

Sulla scorta dei predetti dati contabili, è ragionevole pertanto ritenere che la liquidazione non produrrà alcun valore residuo da ripartire tra i soci.

Allo stato, quindi, non è possibile attribuire alcun valore alla quota di partecipazione nel capitale sociale della società "xxxxxx" di pertinenza della fallita xxxx

3.2. Valutazione della quota nella società “xxxxxx xxxxx della xxxx, con sede in Gravina in Puglia alla via Pietro Ianora 28, è stata costituita il 25.10.2005. Il capitale sociale di nominali € 199.823 risulta interamente sottoscritto e versato come segue:

- Societàxxxx per l’importo di € 99.823;
- Sig. xxxper l’importo di € 45.000;
- Sig. xxxxper l’importo di € 45.000;
- Sig. xxxxxper l’importo di € 10.000.

Dalla visura della CCIAA di Bari, risulta che la società è attiva dal 03.07.2006 ed esercita l’attività di *“costruzione di edifici civili, turistico-alberghieri, industriali, commerciali, di scuole ed istituti in genere, di impianti sportivi di qualsiasi tipo e natura; lavori di restauro e manutenzione degli stessi; lavori di costruzioni, pavimentazione, rivestimento, consolidamento e manutenzione di strade ed autostrade, metanodotti, aeroporti, ferrovie, fognature e fosse biologiche; lavori di scavi, sbancamenti e movimento terra; lavori di carpenteria e lavori in ferro.”*

Dai bilanci del triennio 2017/2019, non emerge tuttavia alcuna attività operativa (valore della produzione pari a zero).

Sono stati analizzati i bilanci relativi agli anni 2016-2017-2018-2019, i cui valori sono stati riclassificati e sintetizzati nelle tabelle che seguono.

Stato patrimoniale riclassificato				
Anni	2016	2017	2018	2019
Immobilizzi materiali netti	0	0	0	0
Immobilizzi immateriali netti	0	0	0	0
Immobilizzi finanziari	0	0	0	0
Immobilizzi commerciali	0	0	0	0
TOTALE ATTIVO A LUNGO	0	0	0	0
Rimanenze	1.114.000	1.114.000	1.114.000	1.114.000
Crediti commerciali a breve	25.175	25.148	25.149	25.151
Ratei e risconti attivi	0	30	30	0
Liquidità differite	25.175	25.178	25.179	25.151
Cassa, Banche e c/c postali	1.303	53	53	3
Liquidità immediate	1.303	53	53	3
TOTALE ATTIVO A BREVE	1.140.478	1.139.231	1.139.232	1.139.154
TOTALE ATTIVO	1.140.478	1.139.231	1.139.232	1.139.154
Capitale sociale	199.823	199.823	199.823	199.823
Utili (perdite) portati a nuovo	0	-14.725	-27.200	-48.723
Utile (perdita) dell'esercizio	-14.725	-19.086	-21.524	-2.088
Patrimonio netto	185.098	166.012	151.101	149.011
Fondi per rischi e oneri	0	0	0	0
Trattamento di fine rapporto	0	0	0	0
Debiti esigibili oltre i 12 mesi	0	75.696	45.483	7.586
Altri debiti finanziari a m/l termine	0	0	0	0
TOTALE DEBITI A LUNGO	0	75.696	45.483	7.586
TOTALE DEBITI A LUNGO + PN	185.098	241.708	196.584	156.597
Debiti verso banche entro i 12 mesi	624.956	624.946	624.946	624.939
Debiti commerciali a breve termine	191.477	234.703	275.510	283.084
Debiti a breve termine	138.947	37.874	42.192	74.534
Ratei e risconti passivi	0	0	0	0
TOTALE DEBITI A BREVE	955.380	897.523	942.648	982.557
RISCONTI PASSIVI	0	0	0	0
TOTALE PASSIVO	1.140.478	1.139.231	1.139.232	1.139.154

Conto Economico a valore aggiunto				
Anni	2016	2017	2018	2019
(+) Ricavi	0	0	0	0

Conto Economico a valore aggiunto				
Anni	2016	2017	2018	2019
(+/-) Var. rimanenze di prodotti e dei lavori in corso su ordinazione	(88.000)	0	0	0
(+) Altri ricavi	86.193	0	0	0
Valore della produzione	(1.807)	0	0	0
(-) Acquisti di mat. prime, sussid., di consumo e di merci	0	0	0	0
(-) Acquisti di servizi	(2.282)	(289)	(344)	(253)
(-) Godimento beni di terzi	0	0	0	0
(+/-) Variazione rimanenze materie prime	0	0	0	0
(-) Oneri diversi di gestione	(5.195)	(10.957)	(14.879)	(795)
Costi della produzione	(7.477)	(11.246)	(15.223)	(1.048)
VALORE AGGIUNTO	-9.284	-11.246	-15.223	-1.048
(-) Costi del personale	0	0	0	0
MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)	(9.284)	(11.246)	(15.223)	(1.048)
(-) Ammortamenti	0	0	0	0
(-) Accanton. e sval. attivo corrente	0	0	0	0
RISULTATO OPERATIVO (EBIT)	(9.284)	(11.246)	(15.223)	(1.048)
(-) Oneri finanziari	(5.443)	(7.841)	(6.301)	(1.040)
(+) Proventi finanziari	2	1	0	0
Saldo gestione finanziaria	(5.441)	(7.840)	(6.301)	(1.040)
(-) Oneri straordinari	0	0	0	0
(+) Proventi straordinari	0	0	0	0
Saldo gestione straordinaria	0	0	0	0
RISULTATO PRIMA IMPOSTE	(14.725)	(19.086)	(21.524)	(2.088)
(-) Imposte sul reddito	0	0	0	0
RISULTATO NETTO	(14.725)	(19.086)	(21.524)	(2.088)

Come si può osservare, l'andamento dei conti del corso dell'ultimo triennio riflette la mera gestione amministrativa della società, le cui attività sono prevalentemente costituite dalle rimanenze di prodotti finiti (unità immobiliari invendute), valutate per € 1.114.000, pari al presunto valore di realizzo⁵, e rimaste invariate quantomeno dal 2016.

⁵ Cfr. pag. 5 della Nota Integrativa del bilancio al 31.12.2019.

Tra i debiti, si segnalano in particolare i debiti verso banche per € 625 mila, rimasti invariati a partire dal 2016, costituiti prevalentemente da un mutuo ipotecario di € 597.593,52 contratto con la UniCredit. Nella nota integrativa all'ultimo bilancio approvato e depositato, relativo all'esercizio 2019, si legge quanto segue: *“Di rilievo dopo la chiusura dell'esercizio è da evidenziare che la Banca Unicredit ha proceduto a fare il pignoramenti dei beni immobiliari che erano oggetto di mutuo ipotecario e procederà alla vendita degli immobili ancora intestati alla società.”*

La gestione aziendale dal 2016 al 2018 è rimasta costantemente in perdita, con un risultato cumulato alla data del 31.12.2019 di - € 57.423.

Tali negativi risultati reddituali hanno determinato, per il periodo 2016-2019, una riduzione del patrimonio netto aziendale che è rimasto comunque positivo, come sintetizzato nella tabella che segue.

Tabella 3

Patrimonio netto	2016	2017	2018	2019
Capitale sociale	199.823	199.823	199.823	199.823
Altre riserve	0	0	2	-1
Utili (perdite) portati a nuovo	-	(14.725)	(27.200)	(48.723)
Utile (perdita) dell'esercizio	(14.725)	(19.086)	(21.524)	(2.088)
Totale	185.098	166.012	151.101	149.011

Come si può notare, alla data del 31.12.2019, dell'ultimo bilancio approvato, si registra un valore del patrimonio netto pari ad € **149.011**.

La stima della quota di partecipazione posseduta dalla xxxx
xxxxxx nella società xxxx, del valore nominale di € 99.823, è stata
eseguita alla data del 31.12.2019, dell'ultimo bilancio approvato.

In considerazione dell'assenza di attività operativa nel triennio

2017/2019 e della composizione dell'attivo, costituito

prevalentemente da unità immobiliari in attesa di essere vendute, il
metodo di valutazione più appropriato è quello patrimoniale

semplice, stante anche l'assenza di elementi patrimoniali *intangibili*.

Come detto, la società xxxxxx registrava al 31.12.2019 un patrimonio

netto contabile pari ad € 149.011, che occorre rettificare per tener conto

del valore corrente delle attività e di eventuali passività potenziali.

A tale riguardo, si evidenzia quanto segue:

1. dall'esame del libro giornale per il triennio 2017/2019, si è rilevato
che non risultano iscritti in contabilità gli interessi sui debiti per mutuo
ipotecario UniCredit di € 597.593,52 (valore aggiornato al
31.12.2016). In mancanza di documentazione al riguardo, appare
necessario procedere ad una stima degli interessi maturati alla data
del 31.12.2019 di riferimento della valutazione, sulla scorta dei tassi
medi rilevati dalla Banca d'Italia per conto del Ministro

dell'Economia e delle Finanze per la categoria dei mutui ipotecari a tasso variabile. La rettifica da operare ai dati contabili ammonta complessivamente a € 42.875,31, come risulta dal conteggi esposti nella tabella che segue;

Tabella 4

Debito al 31/12/2016				597.593,52
dal	al	gg.	Tasso	Interessi
01/01/2017	31/03/2017	90	2,52	3.713,27
01/04/2017	30/06/2017	91	2,47	3.680,03
01/07/2017	30/09/2017	92	2,43	3.660,22
01/10/2017	31/12/2017	92	2,45	3.690,34
01/01/2018	31/03/2018	90	2,43	3.580,65
01/04/2018	30/06/2018	91	2,41	3.590,64
01/07/2018	30/09/2018	92	2,34	3.524,66
01/10/2018	31/12/2018	92	2,28	3.434,28
01/01/2019	31/03/2019	90	2,27	3.344,89
01/04/2019	30/06/2019	91	2,33	3.471,45
01/07/2019	30/09/2019	92	2,38	3.584,91
01/10/2019	31/12/2019	92	2,39	3.599,97
Totale interessi				42.875,31

2. non si dispone di documentazione da cui poter rilevare la descrizione completa, comprensiva della consistenza e dello stato di conservazione, degli immobili iscritti tra le rimanenze. Non è pertanto possibile procedere ad una stima autonoma del valore di mercato dei predetti immobili. Le valutazioni che seguono sono quindi fondate sul presupposto della correttezza della stima indicata in bilancio alla data del 31.12.2019 di riferimento della valutazione;

3. la società ha subito nel 2020 un pignoramento immobiliare da parte della UniCredit e dichiara, nella nota integrativa al bilancio 2019, che quest'ultima "procederà alla vendita degli immobili ancora intestati alla società". In altri termini, sembrerebbe che la stessa Società reputi inevitabile l'esecuzione immobiliare che, come noto, ha una notevole incidenza sul valore di realizzo degli immobili a causa delle spese procedurali in prededuzione (spese legali sostenute dal creditore procedente, compenso per il perito stimatore, spese per pubblicità obbligatoria e facoltativa, compenso del professionista delegato alla vendita, compenso del custode giudiziario);

4. in un recente studio dei costi delle procedure esecutive individuali⁶, l'ammontare delle spese di esecuzione in prededuzione, quantificato sulla base di un valore di stima dell'immobile di € 125 mila, è risultato pari a circa € 21.300. Aggiornando i valori dei compensi professionali ivi indicati in funzione del valore degli immobili qui in esame, si perviene ad una stima delle spese di esecuzione di circa € 31 mila.

Tenuto conto di quanto sopra esposto, il valore del patrimonio netto rettificato risulta pari a € 75.136, come di seguito specificato.

⁶ T6 (2016), «Studio dei costi delle procedure esecutive individuali», Associazione Tavolo di Studio sulle Esecuzioni Immobiliari (T.S.E.I.), n. 2-16, 22 giugno 2016, reperibile su <http://www.osservatoriot6.com/>

Tabella 5

	Al 31.12.2019
Patrimonio netto contabile	149.011
Stima interessi passivi maturati	(42.875)
Stima spese esecuzione immobiliare	(31.000)
Patrimonio netto rettificato	75.136

Il valore della quota di pertinenza della fallita xxxxx

S.r.l., pari al 49,96% del capitale sociale della xxxxx

S.r.l., alla data del 31.12.2019 dell'ultimo bilancio approvato, viene quindi

stimato pari a € 37.538, che si arrotonda a € **37.500**.

3.3. Valutazione della quota nella xxx

La società xxxxx, con sede in Gravina in Puglia alla via Pietro Ianora n.

26, è stata costituita il 23.11.1987. Il capitale sociale di nominali €

1.446.705 risulta interamente sottoscritto e versato come segue:

- Società xxxx. per l'importo di € 528.705;
- Società xxxx, per l'importo di € 445.230;
- Società xxxxper l'importo di € 445.230;
- Sig. xxxx, per l'importo di € 27.540.

La società è attiva dal 23.11.1987 e svolge prevalentemente l'attività di

“estrazione di ghiaia e sabbia, estrazione di pietre per calce e cementi e di

dolomite, estrazione di altri minerali e prodotti di cava (quarzo, quarzite,

sabbie silice, ecc.). (giusta delibera n. 1871 del 12.4.1990 - Regione Basilicata)".

Lo stabilimento produttivo, dove viene svolta l'attività di estrazione e commercializzazione di inerti, è sito in Matera alla Contrada "Alvino" Strada Prov. Ginosa – Laterza.

Nella sede sociale, risulta svolta anche l'attività secondaria di "trasporto merci su strada per conto di terzi".

La società è iscritta all'Albo Autotrasportatori della Provincia di Bari e all'Albo Nazionale Gestori Ambientali della sezione di Bari.

Nel 2019, il numero medio di lavoratori dipendenti era di 11 unità.

Dall'esame dei bilanci del periodo 2016-2018 emerge che il valore della produzione si è ridotto di circa il 25% nell'anno 2018 rispetto al biennio precedente.

Nella tabella che segue, è evidenziata la composizione del valore della produzione nel corso del periodo 2016/2018.

Tabella 6

Seda S.r.l.	2016	2017	2018
(+) Ricavi delle vendite e prestazioni	979.944	1.062.121	700.644
(+/-) Variazioni rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti	18.200	(61.500)	(21.600)
(+) Altri ricavi	50.843	54.523	106.815
Valore della produzione	1.048.987	1.055.144	785.859

Al fine di evidenziare l'andamento economico della gestione, nella tabella che segue, è riportato il conto economico riclassificato secondo lo schema del valore aggiunto, unitamente ai più significativi indici di redditività della gestione.

Tabella 7

Conto Economico a valore aggiunto			
Anni	2016	2017	2018
(+) Ricavi	979.944	1.062.121	700.644
(+/-) Var. rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti e dei lavori in corso su ordinazione	18.200	(61.500)	(21.600)
(+) Altri ricavi	50.843	54.523	106.815
Valore della produzione	1.048.987	1.055.144	785.859
(-) Acquisti di mat. prime, sussid., di consumo e di merci	(344.291)	(304.659)	(149.042)
(-) Acquisti di servizi	(140.425)	(140.238)	(85.756)
(-) Godimento beni di terzi	(10.035)	(2.048)	0
(+/-) Variazione rimanenze materie prime	(4.296)	(2.831)	3.493
(-) Oneri diversi di gestione	(63.107)	(79.190)	(91.047)
Costi della produzione	(562.154)	(528.966)	(322.352)
VALORE AGGIUNTO	486.833	526.178	463.507
(-) Costi del personale	(387.752)	(386.233)	(337.020)
MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)	99.081	139.945	126.487
(-) Ammortamenti	(78.275)	(80.310)	(85.110)
(-) Accanton. e sval. attivo corrente	(1.626)	(2.059)	(1.751)
RISULTATO OPERATIVO (EBIT)	19.180	57.576	39.626
(-) Oneri finanziari	(40.274)	(32.773)	(39.323)
(+) Proventi finanziari	11	(2)	0
Saldo gestione finanziaria	(40.263)	(32.775)	(39.323)
(-) Oneri straordinari	0	0	0
(+) Proventi straordinari	0	0	0
Saldo gestione straordinaria	0	0	0
RISULTATO PRIMA IMPOSTE	(21.083)	24.801	303
(-) Imposte sul reddito	(14.482)	(23.004)	(1.232)
RISULTATO NETTO	(35.565)	1.797	(929)

Indici di Redditività			
Anni	2016	2017	2018
ROE = Risultato netto / Patrimonio netto	-3,1%	0,2%	-0,1%
ROI = Risultato operativo / Capitale investito	0,43%	1,27%	0,86%
ROS = Risultato operativo / Ricavi	2,0%	5,4%	5,7%
Turnover = Ricavi / Capitale investito	0,2	0,2	0,2

Gli indici evidenziano una insufficiente redditività della gestione nell'intero periodo considerato.

Il ROE (*Return on Equity*) esprime il tasso di rendimento, al netto delle imposte, del capitale proprio. Il valore medio nel periodo considerato è *negativo*, largamente al disotto del tasso di rendimento atteso, tenuto conto del rischio associato all'investimento nel capitale proprio della xxxx, di cui si dirà nel prosieguo.

Il ROI (*Return on Investment*) esprime la redditività tipica aziendale in forma di rapporto tra il reddito operativo ed il capitale investito. Il ROI si mantiene sempre al disotto del costo medio del denaro e denota quindi una insufficiente redditività della gestione caratteristica.

Gli ulteriori indicatori (il ROS, che esprime il tasso di redditività dei ricavi di vendita, ed il c.d. "*turnover*" del capitale investito, che è un indice di rotazione del capitale investito) costituiscono, con il ROI, il cosiddetto "triangolo Du Pont", sintetizzato dalla relazione $ROI = ROS \times turnover$.

Nel caso in esame, la redditività dei ricavi (espressa dall'indice ROS) evidenzia un notevole miglioramento tra il 2016 e il 2018 ma è "frenata" dal basso *turnover*, dato dal rapporto tra ricavi e capitale investito.

L'insufficiente redditività della gestione dipende quindi anche dal ridotto volume di ricavi che la gestione caratteristica è in grado di generare in rapporto al valore del capitale investito.

In conclusione, la redditività della gestione risulta, già dall'analisi di bilancio, insufficiente a remunerare adeguatamente il capitale investito.

Nella tabella che segue, è riportato lo stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio della liquidità/esigibilità, con esclusione dell'anno 2016 per il quale non si dispone del dettaglio dei debiti e dei crediti.

Stato patrimoniale riclassificato		
Anni	2017	2018
Immobilizzi materiali netti	1.544.832	1.712.814
Immobilizzi immateriali netti	0	0
Immobilizzi finanziari	1.619.142	1.619.142
Immobilizzi commerciali	267.079	267.079
TOTALE ATTIVO A LUNGO	3.431.053	3.599.035
Rimanenze	218.928	194.790
Crediti commerciali a breve	409.906	348.493
Altri crediti a breve	359.470	355.387
Ratei attivi	32.418	69.442
Liquidità differite	801.794	773.322
Attività finanziarie a breve termine	0	0
Cassa, Banche e c/c postali	64.342	31.162
Liquidità immediate	64.342	31.162
TOTALE ATTIVO A BREVE	1.085.064	999.274
TOTALE ATTIVO	4.516.117	4.598.309
Capitale sociale	1.446.705	1.446.705
Riserva legale	0	0
Altre riserve	-1	-3

Stato patrimoniale riclassificato		
Anni	2017	2018
Versamenti in conto futuro aumento di capitale	0	0
Utili (perdite) portati a nuovo	-334.967	-333.170
Utile (perdita) dell'esercizio	1.797	-929
Patrimonio netto	1.113.534	1.112.603
Fondi per rischi e oneri	0	0
Trattamento di fine rapporto	205.387	225.395
Debiti esigibili oltre i 12 mesi	929.032	852.247
Altri debiti finanziari a lungo termine	0	0
Altri debiti finanziari a m/l termine	0	0
TOTALE DEBITI A LUNGO	1.134.419	1.077.642
TOTALE DEBITI A LUNGO + PN	2.247.953	2.190.245
Debiti verso banche entro i 12 mesi	506.953	368.026
Debiti finanz. breve vs imprese del gruppo	924.887	914.887
Debiti commerciali a breve termine	212.987	416.149
Debiti a breve termine	571.830	668.648
Altri debiti a breve termine	51.507	40.354
TOTALE DEBITI A BREVE	2.268.164	2.408.064
RISCONTI PASSIVI	0	0
TOTALE PASSIVO	4.516.117	4.598.309
Rapporto Corrente (Attivo a breve/Debiti a breve)	47,8%	41,5%
Indice di liquidità Immediata (Acid Test)	38,2%	33,4%

Gli indici di liquidità denotano una situazione di tensione finanziaria con tendenza al peggioramento: l'indice di liquidità immediata, pari al rapporto tra liquidità (immediate e differite) e passivo corrente è pari, al 31.12.2018, al 33,4% e quindi notevolmente inferiore al valore di equilibrio del 100%.

La stima della quota di partecipazione posseduta dalla xxx

xxxxxxl valore nominale di

€ 528.705, è stata eseguita alla data del 31.12.2018 dell'ultimo bilancio depositato.

In considerazione della finalità della valutazione, dell'attività svolta dalla Seda e di quanto emerso dall'analisi di bilancio, il metodo di valutazione più appropriato appare quello misto patrimoniale-reddituale.

Il primo parametro del predetto metodo di valutazione, costituito dal patrimonio netto rettificato alla data del 31.12.2018, viene quantificato in € 1.112.603, pari al patrimonio netto contabile rilevabile dal bilancio, non avendo la Seda prodotto l'ulteriore documentazione richiesta e non emergendo, dai documenti disponibili, elementi per eventuali rettifiche dei dati contabili.

Per la valorizzazione della capacità reddituale dell'azienda, il metodo misto patrimoniale-reddituale richiede di quantificare il reddito medio atteso, espressivo di una redditività concretamente dimostrata per il passato.

In considerazione della tipologia e delle dimensioni dell'azienda oggetto di valutazione, si ritiene opportuno utilizzare il "*metodo dei risultati storici*", previa "*normalizzazione*" dei dati di bilancio.

Il processo di "*normalizzazione*" dei risultati storici è finalizzato ad individuare la reale e stabile capacità reddituale dell'azienda, senza tener

conto di eventuali elementi reddituali di carattere straordinario, ovvero generati da mere "politiche di bilancio".

Nel caso di specie, sono stati presi in considerazione i risultati economici conseguiti dalla Seda dal 2016 al 2018, a partire dal Risultato Operativo (EBIT), da cui sono stati sottratti i soli oneri finanziari netti, ottenendo il Risultato ante gestione straordinaria e imposte. Si è proceduto quindi a calcolare una media ponderata di tale Risultato, attribuendo ai valori dei vari esercizi pesi crescenti in funzione del tempo. In tal modo, i risultati più recenti "pesano" maggiormente sulla media rispetto a quelli più remoti. Su quest'ultimo valore, sono state quindi quantificate le imposte "teoriche" nella misura del 28,82%⁷.

Sulla base delle suesposte considerazioni e dei calcoli evidenziati nella tabella che segue, il reddito medio normale atteso della SEDA, al netto delle relative imposte dirette, viene stimato in € **1.518**.

Tabella 8 - Stima del reddito medio normale atteso

	2016	2017	2018	Media ponderata
RISULTATO OPERATIVO (EBIT)	19.180	57.576	39.626	
Saldo gestione finanziaria	(40.263)	(32.775)	(39.323)	
RISULTATO ANTE GESTIONE STRAORDINARIA E IMPOSTE	(21.083)	24.801	303	2.132
Pesi	0,80	0,90	1,00	
(-) Imposte sul reddito				614

⁷ Il tax rate tiene conto di una aliquota IRAP del 4,82% e di una aliquota IRES del 24%, al netto della riduzione entrata in vigore nel 2018. Occorre infatti tenere presente che la stima del reddito medio atteso è espressione di una redditività futura, anche se fondata su dati storici. È corretto pertanto applicare l'aliquota attesa di imposta piuttosto che le aliquote storiche registrate nel passato

	2016	2017	2018	Media ponderata
Reddito medio atteso				1.518

L'applicazione del metodo patrimoniale-reddituale richiede, inoltre, di quantificare:

- il costo del capitale (c.o.e.) per il calcolo del reddito ritenuto adeguato al volume degli investimenti, da confrontare con il reddito medio atteso dell'azienda per evidenziare il reddito differenziale (“*sovra reddito*” o “*sotto reddito*”);
- il tasso di attualizzazione del reddito differenziale, la cui configurazione dipende dal “segno” del medesimo reddito differenziale.

In merito alla componente inflattiva, quando i flussi reddituali vengono espressi in termini reali, senza tener conto quindi delle variazioni dovute all'inflazione attesa, dovranno essere applicati tassi reali, per assicurare la necessaria coerenza (logica e metodologica) tra flussi e tassi.

Per quanto già indicato al paragrafo 2.3, si è proceduto quindi alla quantificazione del tasso che esprime il costo del capitale, previa stima di ciascuna delle sue componenti come segue:

- Rendimento investimenti privi di rischio: si è assunto il tasso medio di rendimento dei BTP decennali per l'anno 2018, pari al **2,54%**

(fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze – Dipartimento del Tesoro – Archivio tassi di interesse);

- Premio per il rischio di mercato: il premio per il rischio di mercato (*Equity Risk Premium, ERP*) è commisurato alla differenza tra il rendimento atteso del mercato azionario ed il rendimento dell'investimento risk free. Si tratta di un dato non direttamente osservabile, la cui stima può avvenire attraverso l'analisi di dati storici, l'uso d'indagini qualitative (survey), oppure attraverso metodologie che utilizzano dati previsionali, come ad esempio il *dividend growth model*. Nel caso di specie, la sottoscritta ha preso in considerazione l'aggiornamento relativo all'anno 2018 dell'annuale rilevazione dei premi per il rischio di mercato utilizzati in 59 paesi, a cura di P. Fernandez, J. Aguirreamalloa e P. Linares⁸: per l'Italia, il valore medio del premio per il rischio di mercato risulta pari al **6,100%**;
- *Size premium*: il premio per il maggior rischio dell'investimento in imprese di piccola dimensione, nella versione "raw", è stato quantificato con riferimento al mercato statunitense in uno studio di

⁸ Pablo Fernandez, Javier Aguirreamalloa and Pablo Linares, Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 59 countries in 2018: a survey with more than 5 answers, IESE Business School University of Navarra, April 4, 2018

Ibboston riferito al periodo 1926-2000⁹. Nel caso di specie, la sottoscritta ha preso in considerazione il valore rilevato per le società con più bassa capitalizzazione (*micro-cap stocks*), pari al **5,400%**.

Infine, per il calcolo del tasso reale di interesse, a partire da quello nominale, è stato preso in considerazione un tasso atteso di inflazione pari all'**1,900%**, in linea con le stime della Banca d'Italia per il periodo fra 3 e 5 anni, aggiornate al 14 gennaio 2019¹⁰.

Sulla base dei valori precedentemente commentati, **il costo del capitale proprio (c.o.e.)** in termini reali viene stimato pari all'**11,914%**, come specificato nella tabella che segue.

Tabella 9

Descrizione	Tassi
Tasso risk free	2,540%
Premio per il rischio di mercato (ERP)	6,100%
Size premium	5,400%
Costo del capitale nominale	14,040%
Inflazione attesa	1,900%
Costo del capitale reale	11,914%

⁹ Ibboston Associates, Stock, Bonds, Bills and Inflation, Valuation edition, 2001 (citato da L. Guatri, M. Bini, *op.cit.*).

¹⁰ Fonte: Banca d'Italia, Indagini sulle aspettative di inflazione e di crescita – 4° trimestre 2018, reperibile su www.bancaditalia.it/statistiche/

Il valore del patrimonio netto rettificato, quantificato in € **1.112.603**, ed il costo del capitale stimato nel precedente paragrafo pari al **11,914%** consentono di quantificare il reddito annuo da considerare “adeguato” al livello del capitale investito e allo specifico rischio assunto dall’investitore. Detto reddito risulta pari a € $1.112.603 \times 11,914\% =$ € **132.556**, a fronte di un reddito medio atteso per l’azienda in esame pari al minor importo di € **1.518**. Il reddito differenziale risulta quindi, nel caso di specie, *negativo* per un importo di € **131.038** (*sotto reddito*).

Viene pertanto confermata per altra via la conclusione già evidenziata dall’analisi di bilancio, ovvero che la capacità reddituale della Seda S.r.l. è insufficiente per una adeguata remunerazione del capitale investito, tenuto conto anche del grado di rischio assunto dall’investitore.

Tale situazione si traduce, nell’applicazione del metodo patrimoniale-reddituale, in una riduzione del patrimonio netto rettificato per un importo pari al valore attuale del c.d. “*sotto reddito*”.

Per l’attualizzazione del reddito differenziale, occorre utilizzare il tasso che esprime il puro compenso finanziario del tempo, cioè il tasso di interesse privo di rischio da assumere, nel caso di specie, in termini reali.

Il tasso di attualizzazione viene pertanto quantificato pari allo **0,628%**, come specificato nella tabella che segue.

Tabella 10

Descrizione	Tassi
Tasso risk free	2,540%
Inflazione attesa	1,900%
Tasso di attualizzazione reale	0,628%



La durata del periodo di attualizzazione, secondo la prassi più diffusa, può variare fra 3 e 5 anni, sul presupposto che le condizioni generatrici dei redditi differenziali non possono durare a lungo. Nel caso in esame, avendo rilevato un reddito differenziale negativo, appare ragionevole selezionare la durata minima del periodo di attualizzazione di **3 anni**.

Il valore di mercato del patrimonio sociale della SEDA alla data del 31.12.2018 risulta quindi pari a € 724.377, come specificato nella tabella che segue.

Tabella 11

	Importi
Capitale netto rettificato (K)	€ 1.112.603
Costo del capitale (i'')	11,914%
Reddito "adeguato" al capitale investito e al livello di rischio ($i'''K$)	€ 132.556
Reddito medio atteso (R)	€ 1.518
Reddito differenziale ($R-i'''K$)	-€ 131.038
Periodo di attualizzazione (n)	3
Tasso di attualizzazione (i)	0,628%
Valore attuale redditi differenziali	-€ 388.226
Valore del capitale economico (W)	€ 724.377

Il valore della quota di pertinenza del socio xxxxx pari al 36,55% del capitale sociale, alla data del 31.12.2018 dell'ultimo



bilancio approvato, viene stimato pari a € 724.377 x 36,55% = € 264.760, che si arrotonda a € **265.000**.



3.4. Valutazione della quota nella xxx

La società xxxxx con sede in Gravina in Puglia alla via Archimede n. 24, è stata costituita il 02.08.1991. Il capitale sociale di € 6.000.000, versato per l'importo di € 5.085.113¹¹, è stato sottoscritto come segue:

- xxxx per l'importo di € 2.905.900;
- xxxxx per l'importo di € 1.511.039;
- Sig. xxxx, per l'importo di € 640.636,50
- Sig. xxxxx per l'importo di € 640.636,50;
- Sig. xxxxx per l'importo di € 301.788.

La società è attiva dal 04.02.1992 e svolge prevalentemente un'attività agricola di *“coltivazione di uva su fondi agricoli condotti direttamente con annesso la raccolta, trasformazione, lavorazione, conservazione e commercializzazione del prodotto finito (vino)”*.

Nella sede legale viene altresì svolta l'attività di *“raccolta, trasporto, lavorazione, trasformazione delle uve conferite dai soci della*
“xxx

¹¹ Il residuo versamento di € 914.887 è dovuto dal socio Seda S.r.l.



xxxx” e da eventuali terzi usando gli stessi impianti della cooperativa; conservazione, collocamento e commercializzazione nonché utilizzazione dei prodotti e sottoprodotti ottenuti dalle lavorazioni sociali. La commercializzazione all'ingrosso avviene nello stesso luogo di produzione.”

Nel 2019, il numero medio di lavoratori dipendenti era di 19 unità.

Al fine di evidenziare l'andamento economico della gestione, nella tabella che segue, è riportato il conto economico riclassificato secondo lo schema del valore aggiunto, unitamente ai più significativi indici di redditività della gestione.

Conto Economico a valore aggiunto			
Anni	2017	2018	2019
(+) Ricavi	592.784	531.008	425.293
(+/-) Var. rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti e dei lavori in corso su ordinazione	(133.875)	201.763	(93.734)
(+) Contributi in conto esercizio	85.262	144.086	226.446
(+) Altri ricavi	159.734	115.205	349.335
Valore della produzione	703.905	992.062	907.340
(-) Acquisti di mat. prime, sussid., di consumo e di merci	(237.117)	(188.519)	(170.004)
(-) Acquisti di servizi	(244.787)	(200.467)	(189.835)
(-) Godimento beni di terzi	(1.395)	(6.883)	0
(+/-) Variazione rimanenze materie prime	(17.639)	26.903	(30.250)
(-) Oneri diversi di gestione	(144.944)	(166.085)	(528.103)
Costi della produzione	(645.882)	(535.051)	(918.192)
VALORE AGGIUNTO	58.023	457.011	-10.852
(-) Costi del personale	(316.019)	(302.345)	(258.711)
MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)	(257.996)	154.666	(269.563)
(-) Ammortamenti	(148.689)	(237.391)	(176.724)
(-) Accanton. e sval. attivo corrente	0	0	(2.830)

Conto Economico a valore aggiunto

Anni	2017	2018	2019
RISULTATO OPERATIVO (EBIT)	(406.685)	(82.725)	(449.117)
(-) Oneri finanziari	(6.211)	(7.327)	(19.979)
(+) Proventi finanziari	3.118	44	150
Saldo gestione finanziaria	(3.093)	(7.283)	(19.829)
(-) Oneri straordinari	0	0	0
(+) Proventi straordinari	0	0	0
Saldo gestione straordinaria	0	0	0
RISULTATO PRIMA IMPOSTE	(409.778)	(90.008)	(468.946)
(-) Imposte sul reddito	0	0	0
RISULTATO NETTO	(409.778)	(90.008)	(468.946)

Indici di Redditività

Anni	2017	2018	2019
ROE = Risultato netto / Patrimonio netto	-7,0%	-1,7%	-8,8%
ROI = Risultato operativo / Capitale investito	-4,21%	-0,82%	-4,61%
ROS = Risultato operativo / (Ricavi+Contributi)	-60,0%	-12,3%	-68,9%
Turnover = (Ricavi+Contributi) / Capitale investito	0,1	0,1	0,1

Gli indici evidenziano una insufficiente redditività della gestione nell'intero periodo considerato.

Il ROE (*Return on Equity*) esprime il tasso di rendimento, al netto delle imposte, del capitale proprio. Il valore medio nel periodo considerato è *negativo*, largamente al disotto del tasso di rendimento atteso, tenuto conto del rischio associato all'investimento nel capitale proprio della xxxx di cui si parlerà nel prosieguo.

Il ROI (*Return on Investment*) esprime la redditività tipica aziendale in forma di rapporto tra il reddito operativo ed il capitale investito. Anche

detto indice di bilancio è negativo nel triennio 2017/2019, largamente al disotto del costo medio del denaro, e denota quindi una insufficiente redditività della gestione caratteristica.

Gli ulteriori indicatori (il ROS, che esprime il tasso di redditività dei ricavi di vendita, ed il c.d. "turnover" del capitale investito, che è un indice di rotazione del capitale investito) costituiscono, con il ROI, il cosiddetto "triangolo Du Pont", sintetizzato dalla relazione $ROI = ROS \times turnover$.

Nel caso in esame, tenuto conto della tipologia di attività svolta e dell'incidenza dei contributi in conto esercizio sui risultati reddituali, entrambi gli indici sono stati calcolati sommando i ricavi delle vendite ed i contributi in conto esercizio.

Anche tenendo conto dei contributi, la redditività dei ricavi (espressa dall'indice ROS) è negativa, con un forte peggioramento nel 2019 rispetto all'esercizio precedente.

In conclusione, la redditività della gestione risulta, già dall'analisi di Bilancio, largamente insufficiente a remunerare adeguatamente il capitale investito.

Nella tabella che segue, è riportato lo stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio della liquidità/esigibilità.

Stato patrimoniale riclassificato			
Anni	2017	2018	2019
Immobilizzi materiali netti	6.034.467	6.344.774	6.389.889
Immobilizzi immateriali netti	482.327	482.169	633.861
Immobilizzi finanziari	28.630	28.630	28.630
Immobilizzi commerciali	0	0	0
TOTALE ATTIVO A LUNGO	6.545.424	6.855.573	7.052.380
Rimanenze	1.067.051	1.276.774	1.152.482
Crediti commerciali a breve	359.498	391.303	373.353
Altri crediti a breve	1.652.600	1.561.974	1.090.507
Ratei attivi	0	0	0
Liquidità differite	2.012.098	1.953.277	1.463.860
Attività finanziarie a breve termine	0	0	0
Cassa, Banche e c/c postali	28.508	40.797	64.733
Liquidità immediate	28.508	40.797	64.733
TOTALE ATTIVO A BREVE	3.107.657	3.270.848	2.681.075
TOTALE ATTIVO	9.653.081	10.126.421	9.733.455
Capitale sociale	6.000.000	6.000.000	6.000.000
Riserva legale	0	0	0
Altre riserve	1	0	2
Versamenti in conto futuro aumento di capitale	0	0	0
Utili (perdite) portati a nuovo	-160.008	-569.786	-659.794
Utile (perdita) dell'esercizio	-409.778	-90.008	-468.946
Patrimonio netto	5.430.215	5.340.206	4.871.262
Fondi per rischi e oneri	0	0	0
Trattamento di fine rapporto	0	0	0
Debiti esigibili oltre i 12 mesi	2.812.278	2.774.665	2.737.961
Altri debiti finanziari a lungo termine	0	0	0
Altri debiti finanziari a m/l termine	0	0	0
TOTALE DEBITI A LUNGO	2.812.278	2.774.665	2.737.961
TOTALE DEBITI A LUNGO + PN	8.242.493	8.114.871	7.609.223
Debiti verso banche entro i 12 mesi	885.757	888.663	906.463
Debiti finanz. breve vs imprese del gruppo	0	0	0
Debiti commerciali a breve termine	205.483	651.640	663.813
Debiti a breve termine	266.710	390.010	504.127
Altri debiti a breve termine	52.638	73.040	49.829
TOTALE DEBITI A BREVE	1.410.588	2.003.353	2.124.232
RISCONTI PASSIVI	0	8.197	0
TOTALE PASSIVO	9.653.081	10.126.421	9.733.455
Rapporto Corrente (Attivo a breve/Debiti a breve)	220,3%	163,3%	126,2%
Indice di liquidità Immediata (Acid Test)	144,7%	99,5%	72,0%

Si è provveduto a calcolare gli indici di liquidità, in calce alla tabella, per l'intero periodo considerato.

Tali indici denotano un peggioramento nel corso del trimestre considerato.

In particolare, l'indice di liquidità immediata, pari al rapporto tra liquidità (immediate e differite) e passivo corrente, nel 2019 è inferiore al valore di equilibrio del 100%. In tale situazione, eventuali ritardi nell'incasso dei crediti possono più facilmente provocare difficoltà nel puntuale pagamento degli impegni a breve termine.

La stima della quota di partecipazione posseduta dalla fallita x xxxxxx del valore nominale di € 2.905.900, è stata eseguita alla data del 31.12.2019 dell'ultimo bilancio approvato.

In considerazione della finalità della valutazione, dell'attività svolta dalla Winery e di quanto emerso dall'analisi di bilancio, il metodo di valutazione più appropriato appare quello misto patrimoniale-reddituale.

Il primo parametro del predetto metodo di valutazione, costituito dal patrimonio netto rettificato alla data del 31.12.2019, viene quantificato in € 4.871.262, pari al patrimonio netto contabile rilevabile dal bilancio, non emergendo, dai documenti disponibili, sufficienti elementi per eventuali rettifiche dei dati contabili.

Per la valorizzazione della capacità reddituale dell'azienda, il metodo misto patrimoniale-reddituale richiede di quantificare il reddito medio atteso, espressivo di una redditività concretamente dimostrata per il passato.

In considerazione della tipologia e delle dimensioni dell'azienda oggetto di valutazione, si ritiene opportuno utilizzare il "metodo dei risultati storici", previa "normalizzazione" dei dati di bilancio.

Il processo di "normalizzazione" dei risultati storici è finalizzato ad individuare la reale e stabile capacità reddituale dell'azienda, senza tener conto di eventuali elementi reddituali di carattere straordinario, ovvero generati da mere "politiche di bilancio".

Nel caso di specie, sono stati presi in considerazione i risultati economici conseguiti dalla xxxxx dal 2017 al 2019, da cui sono stati sottratti i soli oneri finanziari netti, ottenendo il Risultato ante gestione straordinaria e imposte. Si è proceduto quindi a calcolare una media ponderata di tale Risultato, attribuendo ai valori dei vari esercizi pesi crescenti in funzione del tempo. In tal modo, i risultati più recenti "pesano" maggiormente sulla media rispetto a quelli più remoti. Su quest'ultimo valore, sono state quindi quantificate le imposte "teoriche" nella misura del 28,82%, nel caso di specie pari a zero in quanto il reddito medio atteso è negativo.

Sulla base delle suesposte considerazioni e dei calcoli evidenziati nella tabella che segue, il reddito medio normale atteso dell'xxxx viene stimato in perdita per € **325.102**.

Tabella 12 - Stima del reddito medio normale atteso

	2017	2018	2019	Media ponderata
RISULTATO OPERATIVO (EBIT)	(406.685)	(82.725)	(449.117)	
Saldo gestione finanziaria	(3.093)	(7.283)	(19.829)	
RISULTATO ANTE GESTIONE STRAORDINARIA E IMPOSTE	(409.778)	(90.008)	(468.946)	(325.102)
Pesi	0,80	0,90	1,00	
(-) Imposte sul reddito				0
Reddito medio atteso				(325.102)

L'applicazione del metodo patrimoniale-reddituale richiede, inoltre, di quantificare:

- il costo del capitale (c.o.e.) per il calcolo del reddito ritenuto adeguato al volume degli investimenti, da confrontare con il reddito medio atteso dell'azienda per evidenziare il reddito differenziale (“*sovra reddito*” o “*sotto reddito*”);
- il tasso di attualizzazione del reddito differenziale, la cui configurazione dipende dal “segno” del medesimo reddito differenziale.

In merito alla componente inflattiva, quando i flussi reddituali vengono espressi in termini reali, senza tener conto quindi delle variazioni dovute

all'inflazione attesa, dovranno essere applicati tassi reali, per assicurare la necessaria coerenza (logica e metodologica) tra flussi e tassi.

Per quanto già indicato al paragrafo 2.3, si è proceduto quindi alla quantificazione del tasso che esprime il costo del capitale, previa stima di ciascuna delle sue componenti come segue:

- Rendimento investimenti privi di rischio: si è assunto il tasso medio di rendimento dei BTP decennali per l'anno 2019, pari al **1,94%** (fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze – Dipartimento del Tesoro – Archivio tassi di interesse);
- Premio per il rischio di mercato: il premio per il rischio di mercato (*Equity Risk Premium, ERP*) è commisurato alla differenza tra il rendimento atteso del mercato azionario ed il rendimento dell'investimento risk free. Si tratta di un dato non direttamente osservabile, la cui stima può avvenire attraverso l'analisi di dati storici, l'uso d'indagini qualitative (survey), oppure attraverso metodologie che utilizzano dati previsionali, come ad esempio il dividend growth model. Nel caso di specie, la sottoscritta ha preso in considerazione l'aggiornamento relativo all'anno 2019 dell'annuale rilevazione dei premi per il rischio di mercato utilizzati in 69 paesi, a cura di P. Fernandez, J. Aguirreamalloa e P.

Linares¹²: per l'Italia, il valore medio del premio per il rischio di mercato risulta pari al **6,300%**;

- *Size premium*: il premio per il maggior rischio dell'investimento in imprese di piccola dimensione, nella versione "raw", è stato quantificato con riferimento al mercato statunitense in uno studio di Ibboston riferito al periodo 1926-2000¹³. Nel caso di specie, la sottoscritta ha preso in considerazione il valore rilevato per le società con più bassa capitalizzazione (*micro-cap stocks*), pari al **5,400%**.

Infine, per il calcolo del tasso reale di interesse, a partire da quello nominale, è stato preso in considerazione un tasso atteso di inflazione pari allo **0,800%**, in linea con le stime della Banca d'Italia per il periodo fra 3 e 5 anni, aggiornate al 15 gennaio 2020¹⁴.

Sulla base dei valori precedentemente commentati, **il costo del capitale proprio (c.o.e.)** in termini reali viene stimato pari al **12,738%**, come specificato nella tabella che segue.

¹² Pablo Fernandez, Javier Aguirreamalloa and Pablo Linares, Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 69 countries in 2019: a survey with more than 8 answers, IESE Business School University of Navarra, April 23, 2019

¹³ Ibboston Associates, Stock, Bonds, Bills and Inflation, Valuation edition, 2001 (citato da L. Guatri, M. Bini, *op.cit.*).

¹⁴ Fonte: Banca d'Italia, Indagini sulle aspettative di inflazione e di crescita – 4° trimestre 2019, reperibile su www.bancaditalia.it/statistiche/

Tabella 13

Descrizione	Tassi
Tasso risk free	1,940%
Premio per il rischio di mercato (ERP)	6,300%
Size premium	5,400%
Costo del capitale nominale	13,640%
Inflazione attesa	0,800%
Costo del capitale reale	12,738%

Il valore del patrimonio netto rettificato, quantificato in € **4.871.262**, ed il costo del capitale stimato nel precedente paragrafo pari al **12,738%** consentono di quantificare il reddito annuo da considerare “adeguato” al livello del capitale investito e allo specifico rischio assunto dall’investitore. Detto reddito risulta pari a € $4.871.262 \times 12,738\% =$ € **620.501**, a fronte di un reddito medio atteso negativo per l’azienda in esame pari ad € **325.102**.

Il reddito differenziale risulta quindi, nel caso di specie, *negativo* per un importo di € **945.603**, c.d. “*sotto reddito*”.

Tale situazione si traduce, nell’applicazione del metodo patrimoniale-reddituale, in una riduzione del patrimonio netto rettificato per un importo pari al valore attuale del “*sotto reddito*”.

Per l’attualizzazione del reddito differenziale, occorre utilizzare il tasso che esprime il puro compenso finanziario del tempo, cioè il tasso di interesse privo di rischio da assumere, nel caso di specie, in termini reali.

Il tasso di attualizzazione viene pertanto quantificato pari all'**1,131%**, come specificato nella tabella che segue.



Tabella 14

Descrizione	Tassi
Tasso risk free	1,940%
Inflazione attesa	0,800%
Tasso di attualizzazione reale	1,131%



La durata del periodo di attualizzazione, secondo la prassi più diffusa, può variare fra 3 e 5 anni, sul presupposto che le condizioni generatrici dei redditi differenziali non possono durare a lungo. Nel caso in esame, avendo rilevato un reddito differenziale negativo, appare ragionevole selezionare la durata minima del periodo di attualizzazione di **3 anni**.

Il valore di mercato del patrimonio sociale della xxxxx alla data del 31.12.2019 risulta quindi pari a € 2.097.429, come specificato nella tabella che segue.



Tabella 15

Capitale netto rettificato (<i>K</i>)	€ 4.871.262
Costo del capitale (<i>i''</i>)	12,738%
Reddito "adeguato" al capitale investito e al livello di rischio (<i>i''K</i>)	€ 620.501
Reddito medio atteso (<i>R</i>)	-€ 325.102
Reddito differenziale (<i>R-i''K</i>)	-€ 945.603
Periodo di attualizzazione (<i>n</i>)	3
Tasso di attualizzazione (<i>i</i>)	1,131%
Valore attuale redditi differenziali	-€ 2.773.833
Valore del capitale economico (<i>W</i>)	€ 2.097.429



Il valore della quota di pertinenza del socio xxxxx pari al 48,43% del capitale sociale, alla data del 31.12.2019 dell'ultimo



bilancio approvato, viene stimato pari a € 2.097.429 x 48,43% = € 1.015.785, che si arrotonda a € **1.016.000**.



4. Conclusioni

Sulla scorta di tutto quanto fin qui esposto e in adempimento al mandato conferito, il “*valore reale e concreto*” delle partecipazioni detenute dalla società fallita xxxxxxviene stimato come segue:

Tabella 16

Società	Data di riferimento	Valore aziendale	Quota di pertinenza	Valore Quota di pertinenza di
Ambito 8 Taranto società consortile a r.l.	09/12/2019	-386.663	50,80%	0
Parco della Vittoria S.r.l.	31/12/2019	75.136	49,96%	37.500
Seda S.r.l.	31/12/2018	724.377	36,55%	265.000
Winery società agricola a r.l.	31/12/2019	2.097.429	48,43%	1.016.000
Totale				1.318.500



In riferimento agli accertamenti peritali svolti, la sottoscritta, nel ritenere di avere adempiuto con diligenza all'incarico conferito, ringrazia per la fiducia accordata e si dichiara disponibile per ogni qualsivoglia chiarimento.

Bari, 15.01.2021

Il Perito estimatore

Caminia D'Ecclesiis



Allegati:

- 1) Provvedimento di nomina del Tribunale di Bari;
- 2) Pec richiesta documentazione;
- 3) Pec del 04.08.2020 della società Ambito8;
- 4) Bilancio d'esercizio al 31.12.2016 xxx;
- 5) Situazione contabile al 31.12.2017 xxx
- 6) Situazione contabile al 31.12.2018 xxx
- 7) Situazione contabile al 09.12.2019 xxx
- 8) Libro giornale dell'anno 2017 xxxx
- 9) Libro giornale dell'anno 2018 xxxx
- 10) Libro giornale dell'anno 2019 xxxx
- 11) Lettera accompagnatoria del liquidatore, sig. xxxx;
- 12) Pec del 03.12.2020 società xxxx
- 13) Situazione contabile al 31.12.2017 società x
- 14) Situazione contabile al 31.12.2018 società xxx
- 15) Situazione contabile al 31.12.2019 società xxx
- 16) Libro giornale dell'anno 2017 società xxx
- 17) Libro giornale dell'anno 2018 società xxx
- 18) Libro giornale dell'anno 2019 società xxx
- 19) Bilancio d'esercizio al 31.12.2019 società xxxx
- 20) Visura storica della società xxxx
- 21) Visura storica della società xxx
- 22) Bilancio d'esercizio al 31.12.2017 società xxx xxx
- 23) Bilancio d'esercizio al 31.12.2018 società xxxx
- 24) Visura storica della società xxx
- 25) Bilancio d'esercizio al 31.12.2017 società xxx
- 26) Bilancio d'esercizio al 31.12.2018 società xxx



- 27) Visura storica della società x
- 28) Bilancio d'esercizio al 31.12.2017 x
- 29) Bilancio d'esercizio al 31.12.2018x
- 30) Pec società x del 21.12.2020;
- 31) Situazione Contabile 2017 x
- 32) Situazione Contabile 2018 x
- 33) Situazione Contabile 2019 x;
- 34) Libro Giornale 2017 x
- 35) Libro Giornale 2018 x
- 36) Libro Giornale 2019 x
- 37) Bilancio al 31.12.2019 x

