

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®  
**TRIBUNALE DI CUNEO**

ASTE  
GIUDIZIARIE®  
**Liquidazione Controllata**  
**N.R.G 14/2023:**

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

**[REDACTED] S.R.L.**

**GIUDICE DELEGATO:**

**Dott.ssa Natalia Fiorello**

ASTE  
GIUDIZIARIE®  
**CURATORE:**

**Dott. Marco Pautassi**

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®  
**RELAZIONE DI STIMA**  
**DELLA QUOTA SOCIALE**  
**DELLA SOCIETA'**

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

**[REDACTED] SRL**

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®



# ESPERTO ESTIMATORE: Dott. Matteo RELLECKE NASI

## Sommario

<b>1. CONFERIMENTO DELL'INCARICO.....</b>	<b>4</b>
<b>2. INDIVIDUAZIONE DELL'UNIVERSO DOCUMENTALE.....</b>	<b>4</b>
<b>3.1. OGGETTO SOCIALE.....</b>	<b>5</b>
<b>3.2. CAPITALE SOCIALE.....</b>	<b>5</b>
<b>3.3. AMMINISTRAZIONE.....</b>	<b>6</b>
<b>4. SVOLGIMENTO DELL'INCARICO.....</b>	<b>6</b>
<b>4.1. FINALITÀ DELL'INCARICO.....</b>	<b>6</b>
<b>4.2. APPROCCIO RICHIESTO ALL'ESPERTO ESTIMATORE.....</b>	<b>6</b>
<b>4.3. SVOLGIMENTO DELL'INCARICO.....</b>	<b>7</b>
<b>5. L'OGGETTO DELLA VALUTAZIONE.....</b>	<b>7</b>
<b>5.1. LA PARTECIPAZIONE.....</b>	<b>7</b>
<b>5.1.1. DESCRIZIONE DELL'AZIENDA.....</b>	<b>7</b>
<b>5.1.2. LA SITUAZIONE PATRIMONIALE DI RIFERIMENTO.....</b>	<b>9</b>
<b>6. I METODI DI VALUTAZIONE E LA LORO SCELTA.....</b>	<b>10</b>
6.1. BREVE DISAMINA DEI METODI VALUTATIVI.....	10
6.2. <i>Il metodo patrimoniale semplice.....</i>	11
6.3. <i>Il metodo patrimoniale complesso.....</i>	11
6.4. <i>Il metodo reddituale.....</i>	11
6.5. <i>Il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento.....</i>	12
6.6. <i>Il metodo misto con valutazione controllata delle immobilizzazioni.....</i>	12
6.7. <i>Il metodo misto EVA.....</i>	12
6.8. <i>Il metodo Discounted Cash Flow.....</i>	13
6.9. <i>I metodi dei multipli.....</i>	13
<b>7. SCELTA DEL METODO VALUTATIVO.....</b>	<b>15</b>
<b>8. APPLICAZIONE DEL METODO DI VALUTAZIONE.....</b>	<b>16</b>
<b>8.1. INDIVIDUAZIONE DEL METODO.....</b>	<b>16</b>
<b>8.2. VALORE DEGLI ELEMENTI PATRIMONIALI DIVERSI DA QUELLI IMMATERIALI.....</b>	<b>16</b>
<b>8.3. VALORE DEGLI ELEMENTI PATRIMONIALI IMMATERIALI (INTANGIBILE).....</b>	<b>16</b>
<b>8.3.1. INDIVIDUAZIONE DEI METODI DI VALUTAZIONE.....</b>	<b>16</b>
<b>8.3.2. VITA RESIDUA DEGLI INTANGIBILE ASSUNTA NELLA VALUTAZIONE.....</b>	<b>17</b>
<b>8.3.3. RICAVI CUI APPLICARE IL TASSO DI EXTRA-REDDITIVITÀ.....</b>	<b>18</b>
<b>8.3.4. TASSO DI CRESCITA DEI RICAVI E DEI FLUSSI DI EXTRA-REDDITO.....</b>	<b>18</b>
<b>8.3.5. LA DETERMINAZIONE DEL FLUSSO ANNUO DI EXTRA-REDDITO.....</b>	<b>18</b>
<b>8.3.6. LA DETERMINAZIONE DEL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE. CONSIDERAZIONI PRELIMINARI.....</b>	<b>18</b>
<b>8.3.7. IL TASSO DI REMUNERAZIONE DEGLI INVESTIMENTI PRIVI DI RISCHIO.....</b>	<b>21</b>





**8.3.8. IL PREMIO PER IL RISCHIO.....21**

**8.3.9. COEFFICIENTE  $\beta$ .....22**

**9. IL VALORE DELLA SOCIETÀ.....23**

**10. CONCLUSIONI.....24**



Firmato Da: RELLECKE NASI MATTEO Emesso Da: Info Camere Qualified Electronic Signatures CA Serial#: 11613



### **1. Conferimento dell'incarico.**

Il sottoscritto Dott Matteo RELLECKE NASI, con Studio a Vicoforte (CN), Via Collarei, 38, tel 0174/563799, Posta Elettronica studionasi@gmail.com, PEC: studionasi@pec.it, ha ricevuto dal Giudice Delegato della liquidazione controllata in epigrafe, su istanza del Liquidatore Dott. Marco Pautassi stesso, incarico di predisporre una relazione di stima della quota sociale del 5% della società ██████████ srl al fine di un'eventuale vendita all'asta tenuto conto delle clausole statutarie.

Alla luce della documentazione esaminata e delle informazioni acquisite, il sottoscritto Esperto Estimatore rassegna la presente Relazione che si articola – per ragioni di chiarezza – in capitoli e paragrafi.

### **2. Individuazione dell'universo documentale.**

Nell'espletamento dell'incarico, il sottoscritto Esperto Estimatore ha esaminato – in particolare – la seguente documentazione:

- Provvedimento nomina del Liquidatore Dott. Marco Pautassi (doc. all. 1);
- Provvedimento nomina dei professionisti coadiuvatori del Liquidatore (doc. all. 2);
- Ricorso del Sig. ██████████ per l'apertura della L.C. ██████████ (doc. all. 3);
- Visura camerale storica di L.C. ██████████ (doc. all. 4);
- Bilancio d'esercizio al 31/12/2023 di ██████████ (doc. all. 5);
- Visura catastale terreni (doc. all. 6);
- Visura catastale fabbricati (doc. all. 7);
- Valutazione delle quote di partecipazione (doc. all. 8);
- Valutazione delle quote immobiliari dell'Arch. Loredana Prieri (doc. all. 9);
- Documentazione fotografica allegata alla valutazione dell'Arch. Prieri Loredana (doc. all. 10);

La ██████████ è stata costituita in data 23/02/2012 ed ha sede a Barge (CN), in Via Carlo Alberto 85.

La società risulta iscritta presso il Registro delle Imprese di Cuneo nella Sezione Ordinaria a far data del 27/02/2023.

I dati riportati sono stati desunti dalla visura storica della Società.

### 3.1. Oggetto sociale.

L'oggetto sociale ha la seguente formulazione:

*“l'attività di coltivazione di cave nel suo complesso e più specificatamente l'attività di escavazione, estrazione e la lavorazione di materiali di pietra e di cave, nonché il commercio di pietre e materiali lapidei grezzi o lavorati, nonché le lavorazioni di movimento terra, costruzione di strade e lavori edili in genere. Essa potrà compiere qualunque operazione mobiliare, immobiliare, industriale e finanziaria finalizzata esclusivamente al raggiungimento dell'oggetto sociale; potrà dare ed assumere rappresentanze ed agenzie con o senza deposito, potrà pure dare ed assumere partecipazioni in società costituite o costituende, in Italia ed all'estero, acquistare azioni, obbligazioni e titoli di qualsiasi genere, per qualsiasi finalità, causale ed oggetto, in esse operazioni espressamente comprese la concessione di garanzie reali e/o personali a favore proprio e/o di terzi, nonché svolgere attività finanziarie, purché in via non prevalente e non nei confronti del pubblico e di fare in genere qualsiasi attività e/o operazione finalizzata esclusivamente al raggiungimento dell'oggetto sociale. La società non potrà svolgere attività di intermediazione immobiliare (di cui all'art. 1 del D.L. 23 luglio 1996 N. 415) né rilasciare garanzie nei confronti del pubblico (di cui all'art. 106 del D.L. 1° settembre 1993 N. 385), né procedere alla raccolta del risparmio verso il pubblico, né svolgere attività professionali di tipo protetto, né l'esercizio di qualsiasi tipo di attività fiduciaria”.*

### 3.2. Capitale sociale.

Il capitale sociale, pari ad euro 10.000,00, risulta ripartito nel modo seguente:

- Sig.ra [REDACTED] [REDACTED] per euro 9.500,00, pari al 95%.
- Sig.re [REDACTED] (CN), [REDACTED] per euro 500,00, pari al 5%.

### **3.3. Amministrazione.**

L'amministrazione e la legale rappresentanza della Società, come indicato nella visura storica, è affidata congiuntamente alla [REDACTED]

## **4. Svolgimento dell'incarico.**

### **4.1. Finalità dell'incarico**

Su istanza del curatore, Dott. Marco Pautassi, il Giudice, Dott.ssa Natalia Fiorello, ha nominato lo scrivente per la redazione di una perizia di valutazione della quota sociale del 5% del lotto 2 e lotto 5 della [REDACTED]

La valutazione è stata effettuata assumendo come riferimento l'ultimo bilancio approvato al 31 dicembre 2023.

### **4.2. Approccio richiesto all'esperto estimatore.**

Nell'affrontare qualsiasi valutazione, l'Esperto Estimatore è chiamato in primo luogo ad individuare le finalità che intende perseguire. Egli deve scegliere, tra le diverse soluzioni metodologiche, quella che meglio delle altre:

- consenta di raggiungere lo scopo della valutazione (cessione/acquisizione di un'azienda; conferimento in natura; fusione o scissione, ecc.);
- si attagli alla realtà specifica del bene o dei beni oggetto di valutazione.

A tal riguardo, il sottoscritto Esperto Estimatore prende atto che le relazioni di stima rese in sede di procedure concorsuali sono volte a tutelare interessi che, apparentemente, possono rivelarsi come confliggenti: la massimizzazione dell'attivo fallimentare e la celerità nella sua dismissione.

In tale contesto si tratta, inoltre, di pervenire ad una valutazione quanto più possibile astratta (o *stand alone*), che prescindano cioè dal contesto in cui l'Azienda versa in capo alla Società in stato di crisi o andrà a collocarsi in capo all'eventuale acquirente; razionale, nel senso che poggi su uno schema logico, chiaro e condivisibile; obiettiva, e cioè che sia agevolmente dimostrabile; stabile, nel senso che non dipenda da elementi rapidamente mutevoli.

In pratica, l'Esperto Estimatore, nella scelta metodologica:

- deve privilegiare i metodi che conducono a risultati quanto più possibile oggettivi, considerando l'azienda in modo indipendente dal soggetto che risulta titolare della stessa (e, cioè, dalla Società in stato di crisi);
- deve fondarsi su metodi che determinino il valore dell'Azienda in funzione del contemperamento delle esigenze di massimizzazione dell'attivo e della celerità nella sua dismissione.

Nel caso di specie, il valore dell'azienda stimato dall'Esperto Estimatore non necessariamente coincide con il prezzo di acquisto proposto dal promissario acquirente, attesa la differenza sostanziale fra "valore" e "prezzo", così come posta in chiara evidenza dall'ampia dottrina, prima economica e poi aziendalistica, formatasi nel corso del tempo.

#### ***4.3. Svolgimento dell'incarico.***

Il sottoscritto Esperto Stimatore tiene a precisare che i valori degli elementi dell'attivo e del passivo che compongono la Società oggetto di stima sono stati desunti alla situazione contabile al 31 dicembre 2023.

Inoltre, come più sopra chiarito, la valutazione della Società è stata espressa in ipotesi "stand alone", considerando cioè lo stesso nelle sue condizioni attuali, ossia prescindendo da ogni valutazione in ordine alle possibili sinergie con eventuali altre attività eventualmente esercitate da Competitor, potenziali acquirenti.

#### ***5. L'oggetto della valutazione.***

##### ***5.1. La partecipazione***

###### ***5.1.1. Descrizione dell'azienda.***

Oggetto di valutazione è la quota sociale del 5% della [REDACTED] al fine della stessa liquidazione mediante vendita all'asta tenuto conto delle clausole statutarie.

Si fa presente che in data 8 luglio 2024 il Giudice Delegato aveva emesso provvedimento nomina dei professionisti coadiuvatori del Liquidatore (già citato doc. all. 2) e che quindi è stata redatta valutazione delle quote immobiliari dell'Arch. Loredana Prieri con studio in via Alessandria n. 4 a Mondovì; [REDACTED] [REDACTED] doc. all. 9) che ha prodotto altresì la relativa

documentazione fotografica allegata alla sua valutazione (doc. all. 10).

In particolare di interesse per la valutazione della [REDACTED] sono i beni immobili contenuti nel lotto 2 e lotto 5.

Il lotto:

- n. 2 è composto dai seguenti beni immobili:
  - appartamento ubicato a Bagnolo Piemonte (CN) – Via Bruschi n. 12, identificato al catasto dei Fabbricati Fg. 36, Part. 328, Sub. 2, Categoria A3 – Fg. 36, Part. 328, Sub. 1, Categoria E, valore di stima del bene pari ad euro 20.760,00;
  - appartamento ubicato a Bagnolo Piemonte (CN) – Via Bruschi n. 12, identificato al catasto dei Fabbricati Fg. 36, Part. 328, Sub. 3, Categoria A3 – Fg. 36, Part. 328, Sub. 1, Categoria E, valore di stima del bene pari ad euro 10.140,00;
  - appartamento ubicato a Bagnolo Piemonte (CN) – Via Bruschi n. 12, identificato al catasto dei Fabbricati Fg. 36, Part. 328, Sub. 1, Categoria E – Fg. 36, Part. 328, Sub. 4, Categoria A3, valore di stima del bene pari ad euro 18.354,00;
  - appartamento ubicato a Bagnolo Piemonte (CN) – Via Bruschi n. 12, identificato al catasto dei Fabbricati Fg. 36, Part. 328, Sub. 5, Categoria A3 – Fg. 36, Part. 328, Sub. 1, Categoria E, valore di stima del bene pari ad euro 800,00;
  - fabbricato rurale ubicato a Bagnolo Piemonte (CN) – Via Bruschi n. 12, identificato al catasto dei Fabbricati Fg. 36, Part. 580, Sub. 3, Categoria C7 – Fg. 36, Part. 580, Sub. 2, Categoria F2 – Fg. 36, Part. 580, Sub. 1, Cat. E, valore di stima del bene pari ad euro 5.310,00;

- terreno ubicato a Bagnolo Piemonte (CN) – Via Bruschi n. 12, identificato al catasto dei Terreni - Fg. 36, Part. 146, Qualità Prato irriguo arborato - Fg. 36, Part. 331, Qualità Prato irriguo arborato - Fg. 36, Part. 335, Qualità Seminativo arborato - Fg. 36, Part. 353, Qualità Vigneto - Fg. 36, Part. 355, Qualità Seminativo arborato - Fg. 36, Part. 356, Qualità Prato irriguo arborato - Fg. 36, Part. 357, Qualità Prato irriguo arborato - Fg. 36, Part. 358, Qualità Prato irriguo arborato, valore di stima del bene pari ad euro 9.324,00;

- n. 5 è composto dal seguente bene immobile:
  - cava ubicata a Bagnolo Piemonte (CN) – Via Cave, identificato al catasto dei Terreni - Fg. 4, Part. 45, Qualità Pascolo - Fg. 4, Part. 46, Qualità Pascolo, valore di stima del bene pari ad euro 1.117.716,00.

### 5.1.2. La Situazione Patrimoniale di riferimento.

La composizione della Società oggetto di valutazione è stata desunta dalla situazione contabile al 31 dicembre 2023 che reca, in particolare, i seguenti valori:

	VALORI CONTABILI
<b>ATTIVO</b>	
<b>B) Immobilizzazioni</b>	
<b>B.I – Immobilizzazioni immateriali</b>	€ 32.105,00
<b>B.II – Immobilizzazioni materiali</b>	€ 288.790,00
<b>B.III - Immobilizzazioni finanziarie</b>	€ 22.890,00



<b>Totale immobilizzazioni</b>	<b>€ 343.785,00</b>
<b>C) Attivo circolante</b>	
C.I – Rimanenze	€ 130.464,00
C.II – Crediti	€ 349.643,00
C.IV – Disponibilità liquide	€ 8.856,00
<b>Totale attivo circolante</b>	<b>€ 488.963,00</b>
<b>D) Ratei e risconti attivi</b>	<b>€ 12.744,00</b>
<b>Totale attivo</b>	<b>€ 845.492,00</b>
<b>PASSIVO</b>	
<b>A) Patrimonio netto</b>	
I - Capitale	€ 89.282,00
IX - Utile (perdita) dell'esercizio	€ 15.319,00
<b>totale patrimonio netto</b>	<b>€ 104.601,00</b>
C) Trattamento di fine rapporto subordinato	€ 11.371,00
D) Debiti	€ 729.520,00
E) Ratei e risconti passivi	
<b>Totale passivo</b>	<b>€ 845.492,00</b>

## 6. I metodi di valutazione e la loro scelta.

### 6.1. Breve disamina dei metodi valutativi.

Di seguito vengono succintamente esaminati i principali metodi di valutazione, al fine di individuare la compatibilità con il caso di specie.

### **6.2. Il metodo patrimoniale semplice.**

Il metodo patrimoniale semplice consiste nella valutazione di beni composti, tenuto conto degli elementi dell'attivo e del passivo che li compongono.

### **6.3. Il metodo patrimoniale complesso.**

Il metodo patrimoniale complesso costituisce un'integrazione del metodo patrimoniale semplice, in quanto consente di attribuire un valore separato a taluni beni intangibili. Esso assume particolare significato in presenza di ingenti valori di beni immateriali, ammesso che la relativa stima possa essere effettuata autonomamente, attraverso moltiplicatori di mercato o processi simili; oppure ove ricorra la necessità di determinare, con riferimenti oggettivi, il concorso di taluni beni intangibili nella formazione del valore. Attraverso tale metodo il valore del capitale economico è determinato sommando il valore degli elementi intangibili (non risultanti dalla situazione patrimoniale di riferimento) al patrimonio netto rettificato:

$$W = PNR + V.IMM$$

ove:

W = valore del capitale economico

PNR = valore del patrimonio netto rettificato

V.IMM = valore delle immaterialità non contabilizzante, aventi o non aventi valore di mercato

### **6.4. Il metodo reddituale.**

Utilizzando il metodo reddituale puro, il valore di un bene è determinato unicamente in funzione dei redditi che, in base alle attese, esso sarà in grado di produrre.

Tale metodo è indicato per beni ed aziende operanti in condizioni di equilibrio economico stabile e duraturo, senza particolari problemi finanziari e che sfruttano adeguatamente la loro capacità produttiva. Eventuali beni estranei al processo produttivo debbono ovviamente essere separatamente valutati mediante metodi appropriati.

A seconda delle prospettive future e dei dati di cui si dispone, i metodi reddituali possono trovare applicazione secondo tre modalità di calcolo differenti, che possono essere sintetizzate come segue:

- attualizzazione del reddito medio normale atteso: tale processo corrisponde all'ipotesi di durata indefinita nel tempo del reddito atteso e si traduce in una formula valutativa che corrisponde al valore attuale di una rendita perpetua;
- attualizzazione del reddito medio normale atteso per un periodo definito di anni: essa poggia sull'ipotesi di una durata limitata nel tempo del reddito e conduce, in buona sostanza, al valore attuale di una rendita annua posticipata di durata pari ad un numero limitato di anni;
- attualizzazione dei redditi analiticamente previsti per un certo numero di anni, completata dalla determinazione di un valore terminale stimato sulla base del reddito atteso al termine del periodo oggetto di previsione analitica: si tratta, come è agevole rilevare, di un metodo di valutazione composito rispetto a quelli in precedenza indicati.

#### **6.5. Il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento.**

Il metodo in questione si fonda sul presupposto che il reddito prospettico comprenda una quota di sovra-reddito (o sotto-reddito) destinata a venire meno nel tempo.

#### **6.6. Il metodo misto con valutazione controllata delle immobilizzazioni.**

Tale metodo è indicato per la valutazione di aziende in difficoltà o appartenenti a settori in crisi, per le quali il rinnovo degli impianti non è conveniente. In queste condizioni, l'investitore si pone, infatti, quale limite temporale di sfruttamento, quello della vita utile degli impianti; momento a partire dal quale gli stessi – non presentando più alcuna utilità – perdono ogni significativo valore. Si tratta di un metodo compatibile solo con le realtà aziendali che non sono in grado di ripristinare un'adeguata redditività.

#### **6.7. Il metodo misto EVA.**

Il metodo *EVA* (*Economic Value Added*) nasce come metodo di determinazione delle *performance* aziendali e, successivamente, viene applicato anche come criterio di

valutazione. Il risultato della valutazione differisce da quanto determinabile sulla base del risultato di bilancio in quanto essa:

- muove dalla grandezza di reddito residuale (Nopat: Net Operating Profit After Tax) al fine di tenere conto del costo derivante dall'uso di tutti i capitali investiti, sia propri sia di terzi;
- fa riferimento ad una nozione di reddito normalizzato, vale a dire corretto al fine di minimizzare le distorsioni derivanti dall'applicazione dei principi e delle convenzioni contabili.

Costituisce una variante del metodo EVA, il metodo *RAB* (*Regulated Asset Base*) che trova applicazione nei segmenti di attività soggetti a regolamentazione, per i quali il volume dei ricavi riconosciuti è determinato in base al capitale riconosciuto dall'autorità di regolamentazione.

#### **6.8. Il metodo Discounted Cash Flow.**

Il metodo finanziario – conosciuto con il nome di *DCF* (*Discounted Cash Flow*) – è il metodo di valutazione più diffuso, consistente nell'attualizzazione dei flussi di cassa. Si tratta di un metodo di generale applicazione, in grado di attribuire un valore a qualsiasi bene, indipendentemente dalle sue caratteristiche. È, infatti, indubbio che il valore effettivo di ogni bene o complesso di beni corrisponde ai flussi di cassa che questo genererà in futuro.

Per converso, l'affidabilità delle stime circa la misura e il tempo in cui le risorse finanziarie si genereranno deve, nella pratica, fare i conti con la difficoltà di previsione dei flussi finanziari ed impone pertanto l'attenta verifica del risultato attraverso metodi di controllo.

#### **6.9. I metodi dei multipli.**

Il metodo dei multipli consente di determinare il valore di una società sulla base dei prezzi negoziati per titoli rappresentativi di quote del capitale di imprese comparabili in base al rapporto tra la loro capitalizzazione borsistica e parametri diversi, quali, a seconda dei casi, l'utile netto, l'*EBIT*, l'*EBITDA*, il *Cash Earning*, il fatturato, il *Book Value*.

Le valutazioni così condotte si fondano su due ipotesi principali:

- la sussistenza di un rapporto di proporzionalità diretta tra le variazioni del valore della società e quelle della grandezza economica scelta come parametro di performance;
- la sostanziale analogia dei saggi di crescita attesi, dei flussi di cassa aziendali e del tasso di rischio tra la realtà oggetto di valutazione e quelle comparabili.

Quando entrambe le due ipotesi siano verificate, il metodo dei multipli fornisce una misura del prezzo addirittura più attendibile rispetto a quella ottenuta con i metodi basati sui flussi finanziari (*DCF*), poiché evita le stime proprie del metodo finanziario e assume direttamente dal mercato, attraverso appunto i multipli, le attese di crescita dei risultati e l'apprezzamento del rischio.

Il suo momento critico risiede nell'elevata variabilità dei risultati che ne derivano, in conseguenza della volatilità dei corsi di borsa. Al fine di attenuare tale volatilità occorre porre una particolare attenzione nella selezione e nel calcolo dei multipli, distinguendosi tra:

- multipli correnti (multipli spot), determinati confrontando il corso medio di borsa con le grandezze dell'ultimo bilancio disponibile;

$$P_0 / E_{TO}$$

ove:  
 $E_{TO}$  = utili per azione dell'ultimo esercizio

- multipli trailing, determinati confrontando il corso medio di borsa dell'ultimo anno con i risultati desunti dai dodici mesi precedenti alla data di riferimento assunta ai fini del calcolo degli indici. Essi vengono ricavati dai dati diffusi dalle società quotate mediante la disamina delle ultime quattro relazioni finanziarie trimestrali o dell'ultima relazione finanziaria semestrale;

$$P_0 / E_{LTM}$$

ove:  
 $E_{LTM}$  = (*LTM: Last Twelve Months*) utili per azione del periodo relativo ai 12 mesi precedenti

- multipli leading, determinati confrontando il corso medio di borsa con i risultati attesi per l'esercizio successivo ed i seguenti, sulla base dei consensi



delle previsioni degli analisti. Trattasi in genere di consensus forecast pubblicati da associazioni di analisti finanziari come l'IBES (International Brokers Estimate Service) e Datastream. Questi multipli però sono soggetti a una seria restrizione, in quanto non riconoscono la differenza fra crescita che genera valore e crescita che non ne genera e presentano, pertanto, una difficoltà applicativa sotto il profilo logico. L'unico contesto in cui essi possono assumere significato riguarda le società c.d. Value per le quali è prevista crescita degli utili senza reinvestimento degli stessi;

$$P_0/E_T$$

ove:

$E_T$  = utili per azione attesi per l'esercizio successivo

Occorre distinguere infine tra:

- multipli che si riferiscono al valore di mercato del solo capitale (Equity Value), quali il P/E (Price/Earning), il P/CE (Price/Cash Earning), il P/BV (Price/Book Value);
- multipli che hanno quale punto di riferimento il valore totale dell'impresa (EV: Enterprise Value), quali l'EV/EBIT, l'EV/EBITDA, l'EV/Sales.

È opportuno ancora osservare che il fatturato e il *Book Value*, non rappresentano di per sé la capacità di creare valore e, diversamente dalle grandezze riferite ai risultati economici, sono in grado di determinare il valore della società solo in via indiretta e, pertanto, quando non si presentino rilevanti asimmetrie di redditività tra le diverse realtà comparate.

In ogni caso, occorre osservare che i multipli di mercato risentono sia della crescita attesa, sia dei livelli di *payout* e di *ROE*.

### **7. Scelta del metodo valutativo.**

Tenuto conto dell'ampia varietà di metodi sopra illustrata, la scelta del metodo di valutazione da applicarsi alle Aziende *de quibus* è stata effettuata avendo riguardo alle caratteristiche patrimoniali e operative delle stesse e alle peculiari finalità della stima.

### **8 Applicazione del metodo di valutazione.**

#### **8.1. Individuazione del metodo.**

Ai fini dell'applicazione del metodo patrimoniale complesso viene attribuito ai singoli beni, diversi dagli *intangibile*, un valore corrispondente a quello sopra descritto, nell'ipotesi di un'impresa in funzionamento. Quanto invece ai beni immateriali (Avviamento nella sua più ampia accezione), il sottoscritto Esperto Estimatore ha adottato un metodo improntato sulla determinazione di un tasso di *extra-redditività*, teso a quantificare il contributo degli *intangibile* alla generazione del reddito complessivo.

Il valore dell'Azienda può essere dunque espresso con la formula seguente:

$$V = PNR + M$$

ove:

V = valore dell'Azienda

PNR = patrimonio netto rettificato (esclusi i beni immateriali e le poste finanziarie)

M = valore degli *intangibile*.

#### **8.2. Valore degli elementi patrimoniali diversi da quelli immateriali.**

Alla luce di quanto sopra rappresentato il valore del patrimonio netto della Società viene quantificato in misura pari ad euro 34.720,00, così come indicato nel bilancio al 31 dicembre 2023.

#### **8.3. Valore degli elementi patrimoniali immateriali (intangibile).**

##### **8.3.1. Individuazione dei metodi di valutazione.**

Nella scelta metodologica il sottoscritto Esperto Estimatore ha privilegiato metodi che consentissero di condurre a risultati quanto più possibile oggettivi, prescindendo da eventuali ulteriori vantaggi (soprattutto in termini di sinergie) che potrebbero derivare in capo al potenziale acquirente.

Nella valutazione degli *intangibile*, potrebbero rendersi astrattamente applicabili i seguenti metodi:

- metodi basati sui costi di riproduzione;
- metodi economico-redдитuali o finanziari;

- metodi sintetici.

I metodi basati sui costi di riproduzione, frequentemente utilizzati per *intangibile* di diversa natura (quali brevetti e *software*), non trovano invece agevole impiego per l'avviamento inteso nella sua più ampia accezione, a causa della varietà e della complessità della struttura dei costi per lo sviluppo di tale bene immateriale.

Tali metodi, inoltre, risultano di complessa applicazione, a causa delle difficoltà di definire il costo teorico delle campagne pubblicitarie necessarie alla *captatio benevolentiae* generata nei confronti della clientela.

I metodi analitici (economico-reddituali o finanziari) tendono a quantificare l'apporto che gli *intangibile* forniscono alla redditività aziendale e, conseguentemente, ai flussi finanziari. Attraverso tali metodi, il valore degli *intangibile* è fatto pari al valore attuale dei redditi differenziali procurati dagli stessi per un determinato numero di anni. L'elemento critico di tali metodi risiede nella difficoltà di determinare i redditi differenziali attesi durante la vita utile dell'*intangibile* in questione, tenendo conto dei costi per sostenere gli stessi.

### **8.3.2. Vita residua degli *intangibile* assunta nella valutazione.**

Proseguendo nel processo valutativo, occorre ora stimare la vita utile residua (*n*) dell'avviamento nella sua più ampia accezione. A tal riguardo, il sottoscritto Esperto Estimatore ritiene accettabile – pur tenuto conto della capacità attrattiva dell'avviamento medesimo, nonché della sua significativa caratterizzazione – assumere una vita utile residua non illimitata, ma di ricondurla nei limiti di **4 anni**.

Tale scelta è motivata da ragioni assolutamente prudenziali, tenuto conto che la dottrina anglosassone, muovendo dal presupposto che l'avviamento è un bene di durata illimitata, suggerisce di considerare illimitata la “rendita” che ne consegue.

Al riguardo, occorre inoltre tenere conto che l'avviamento non è soggetto a meccanismi di obsolescenza tecnologica, né può considerarsi esposto – quantomeno in misura apprezzabile – al degrado derivante da modificazioni dei gusti e delle abitudini dei consumatori.

### **8.3.3. Ricavi cui applicare il tasso di extra-redditività.**

Ulteriore elemento occorrente è quello dei ricavi (S) ai quali applicare il tasso di extra-redditività.

### **8.3.4. Tasso di crescita dei ricavi e dei flussi di extra-reddito.**

Ai fini della presente valutazione occorre inoltre tenere conto del tasso nominale di crescita  $g_m$  dei ricavi, comprensivo del tasso di inflazione atteso, compatibile con le proiezioni macro-economiche e con le prospettive del settore. Per le ragioni prudenziali sopra illustrate, tale tasso viene assunto in misura pari a zero euro.

### **8.3.5. La determinazione del flusso annuo di extra-reddito.**

In via preliminare, il sottoscritto Esperto Estimatore rileva che i principi contabili internazionali, in materia di *impairment test*, precisano che nella stima dei flussi economici o finanziari non è opportuno tenere conto delle imposte sul reddito (I.A.S. n. 36, § 43). Lo I.A.S.B. ha giustificato il ricorso a flussi economici o finanziari prima delle imposte con l'esigenza di evitare complessi calcoli iterativi, sulla base della considerazione che l'attualizzazione dei flussi al netto delle imposte ad un tasso di attualizzazione anch'esso al netto delle imposte, in teoria, conduce allo stesso risultato della attualizzazione dei flussi prima delle imposte mediante tassi di attualizzazione lordi (v. § B68 – B72 dell'appendice B allo I.A.S. n. 36).

Occorre peraltro ribadire che i premi sistematici per il rischio sono espressi in grandezze al netto dell'imposta. Pertanto, laddove per la determinazione del tasso di attualizzazioni si adotti – come nel caso di specie – una metodologia C.A.P.M. (*Capital Asset Pricing Model*), occorre tenere conto anche di flussi economici al netto delle imposte. Per tale ragione, il sottoscritto Esperto Estimatore ha tenuto conto di flussi di *royalty* al netto delle imposte.

### **8.3.6. La determinazione del tasso di attualizzazione. Considerazioni preliminari.**

In ordine al tasso di attualizzazione, non può non rilevarsi che il tema se esso vada assunto al netto o al lordo delle imposte è oggetto di vivaci dibattiti in dottrina. Sul punto è stato osservato che «si può dimostrare che se si trascurano le imposte personali, il tasso risk free da utilizzare ai fini del calcolo del cost of equity deve essere al lordo di

imposta, mentre se si considerano le imposte personali, il tasso da utilizzare dovrebbe essere pari a un tasso defiscalizzato per il fattore  $(1 - t_c)/(1 - t_a)$  (dove:  $t_c$  = aliquota fiscale societaria e  $t_a$  = aliquota fiscale personale sui proventi dei titoli di Stato)»<sup>1</sup>.

Peraltro, si deve osservare che i premi sistematici per il rischio sono espressi al netto delle imposte, in quanto calcolati quale differenza tra il rendimento delle azioni, al netto delle imposte a carico di un investitore privato, rispetto a quello dei titoli di Stato, sempre al netto delle relative imposte gravanti sull'investitore privato. Occorre infatti tenere conto che il processo di defiscalizzazione consistente nella divisione dei tassi per  $(1 - t)$ , laddove  $t$  è l'aliquota d'imposta applicabile, in realtà non è sempre applicabile e richiede alcune accortezze in sede di impiego. È stato, al riguardo, osservato<sup>2</sup> che esso è esente da imprecisioni solo se i flussi economici generati sono costituiti da rendite perpetue e il rapporto dell'indebitamento sull'*Equity* si mantiene costante per tutto il periodo di osservazione<sup>3</sup>. Più ci si discosta da tale situazione e più sono probabili imprecisioni e disallineamenti, il cui superamento può avere luogo comparando il risultato dell'applicazione di tassi *post-tax* con quello dei tassi *pre-tax*, al fine di assumere, attraverso iterazioni successive, un tasso *pre-tax*, affinché il risultato che ne deriva non si discosti da quello determinato con i tassi *post-tax*.

La rimozione più agevole di tale problema si ha solo applicando un tasso di attualizzazione al netto del carico impositivo ed è questo l'approccio che viene adottato ai fini della presente stima, attraverso l'assunzione di tassi *risk free* al netto del corrispondente carico fiscale, nella misura del 12,50% attualmente in vigore.

Sempre in ordine alla scelta del tasso di attualizzazione, che deve esprimere i rischi associabili all'investimento, il sottoscritto Esperto Estimatore – per ragioni di prudenza – ritiene di non tenere conto della leva finanziaria e, pertanto, procede ad una

<sup>1</sup> GUATRI, *op. cit.*, pag. 81. L'espressione  $i = r_f + \beta \times (r_e - r_f)$  ha valenza unicamente in assenza di imposte. Peraltro, laddove l'aliquota personale delle imposte sui redditi di capitale (dividendi e *capital gains*) è allineata a quella sugli interessi, essa può sostanzialmente essere applicata senza particolari precauzioni. Infatti, dal seguente approccio sottostante alla costruzione del tasso:

$$i = r_f \times (1 - t_c) / [(1 - t_c) \times (1 - t_{pc}) / (1 - t_{pa})] + [r_e - r_f \times (1 - t_c) / [(1 - t_c) \times (1 - t_{pc}) / (1 - t_{pa})]] \times \beta$$

ove

$t_c$  = aliquota dell'imposta sulle società

$t_{pc}$  = aliquota dell'imposta delle persone fisiche sui redditi di capitale

$t_{pa}$  = aliquota dell'imposta delle persone fisiche sugli interessi

ci si può agevolmente avvedere che quando  $t_{pc}$  è pari a  $t_{pa}$  si ritorna alla formula iniziale.

<sup>2</sup> MASSARI, *Finanza aziendale Valutazione*, Milano, 1998, pag. 70.

<sup>3</sup> Nelle "*basis for conclusions*" dello IAS 36 (§ BCZ85) si rileva, ad esempio, che il tasso di attualizzazione *pre-tax* non è sempre pari al tasso di attualizzazione *post-tax* lordizzato attraverso l'aliquota *standard* delle imposte e, a tal riguardo, riportano un esempio numerico.



valutazione dell'avviamento attraverso un processo *equity side*, in quanto un approccio *assets side* non consente di capire quale parte del valore sia riferibile al bene in quanto tale e quale parte alla scelta di finanziamento, tenuto conto dell'incertezza in ordine alla struttura finanziaria del potenziale Acquirente.

In tale processo, il sottoscritto Esperto Estimatore ha tenuto conto della misura del costo del capitale proprio del settore specifico, mediante la Metodologia C.A.P.M. (*Capital Asset Pricing Model*), sulla base della formula di seguito rappresentata:

$$i = r_f + \beta \cdot r_p$$

Ove:

$r_f$  = rendimento dei titoli privi di rischio (al netto del carico impositivo)

$\beta$  = coefficiente di rischio specifico proprio del settore

$r_p$  = premio per il rischio sistematico riconosciuto dal mercato

Peraltro, è noto che – in matematica finanziaria – per la determinazione di un tasso composto non è consentito procedere alla mera somma o sottrazione dei tassi che lo compongono, ma occorre procedere attraverso operazioni di moltiplicazione e divisione dei relativi coefficienti. Pertanto, ancorché esposta nella sua formulazione sostanziale, ai fini dei calcoli la formula applicata è quella finanziariamente corretta:

$$i = [(1 + r_f) \cdot (1 + \beta \cdot r_p)] - 1$$

La tecnica alternativa, conosciuta come Metodologia WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), che corrisponde al Costo Medio Ponderato del Capitale, inteso come il costo che la Società deve sostenere per raccogliere risorse finanziarie presso soci e terzi finanziatori, non avrebbe alcun senso nel caso di specie<sup>4</sup>; infatti, nella prospettiva della cessione dell'Azienda ad economie terze, a nulla rileva il costo del debito proprio della

<sup>4</sup> Si tratta di una media ponderata tra il costo del capitale proprio ed il costo del debito, con "pesi" rappresentati dai mezzi propri e dai debiti finanziari complessivi. La formula può essere come di seguito rappresentata:

$$WACC = K_e \cdot E / (D + E) + K_d \cdot (1 - t) \cdot D / (D + E)$$

ove:

$K_e$  = Costo del capitale proprio (determinato con metodologia CAPM di cui nel seguito)

E = Patrimonio netto

D = Indebitamento finanziario

$K_d$  = Costo dell'indebitamento finanziario

t = aliquota fiscale



### 8.3.7. Il tasso di remunerazione degli investimenti privi di rischio.

Il saggio normale di remunerazione degli investimenti senza rischio, o comunque caratterizzati da rischio così basso da poter essere considerato sostanzialmente nullo, è rappresentato, per prassi comunemente accettata, dal tasso di interesse dei titoli fruenti del *rating* più elevato e tipicamente dal rendimento dei titoli di Stato. Al riguardo, la dottrina prevalente, anche di matrice nordamericana, caldeggia l'utilizzo di tassi relativi a titoli di durata superiore a cinque anni, sconsigliando comunque il riferimento a titoli di lungo termine.

Ai fini della determinazione del rendimento nominale degli investimenti *free risk*, è stato assunto un tasso al lordo d'imposta del 2,50%, che corrisponde ad un tasso al netto d'imposta del 2,19%.

### 8.3.8. Il premio per il rischio.

Come già detto, l'intensità del rischio d'impresa è composta da un rischio sistematico  $r_p$  pari ad  $(r_e - r_f)$  e da un coefficiente di rischio specifico " $\beta$ " e può essere meglio illustrata dalla seguente formula:

$$\text{premio per il rischio specifico} = (r_e - r_f) \cdot \beta$$

Ove:

$r_e$  = tasso di rendimento degli investimenti azionari

$r_f$  = rendimento dei titoli privi di rischio

$\beta$  = coefficiente di rischio specifico

Il rischio sistematico è proprio di ciascun mercato azionario e viene stimato nella misura del differenziale, rispetto al rendimento degli investimenti privi di rischio, del rendimento degli investimenti azionari per periodi di tempo anche molto prolungati: al riguardo la dottrina americana propone la determinazione del rendimento azionario sulla base di periodi anche superiori a 60 anni<sup>5</sup>, laddove quella italiana ritiene ragionevole il

<sup>5</sup> R.A. BREALEY-S.C. MYERS, *Principi di finanza aziendale*, Milano, 1993, pag. 126: «Anche 63 anni di dati non ci danno la sicurezza che il periodo sia veramente rappresentativo e che le medie non siano distorte da alcuni rendimenti isolatamente alti o bassi».



riferimento a periodi più contenuti<sup>6</sup>.

Sulla base delle considerazioni teoriche anzi riportate, il sottoscritto Esperto Estimatore ha tenuto conto dei seguenti valori di riferimento:

- media aritmetica del premio proprio del rischio azionario in Usa nel periodo 1977 – 1996: 6,4%;
- media aritmetica ponderata del premio proprio del rischio azionario in Italia nel periodo 1983 – 1997: 3,77%;
- media aritmetica ponderata del premio proprio del rischio azionario in Italia come determinata nel 1998 dalla Banca Commerciale Italiana: *range* tra il 3,5% ed il 5%;
- premio per il rischio determinato muovendo dal premio proprio del mercato nordamericano e rettificandolo in relazione al rischio-paese. Tale premio è assunto per l'Italia nella misura del 6,10%<sup>7</sup>.

Alla luce di quanto sopra, il sottoscritto Esperto ritiene di assumere il premio per il rischio degli investimenti azionari, al netto del rendimento degli investimenti *risk free*, nella misura del 6%, superiore – per ragioni prudenziali e attesa la crisi generale – di un punto percentuale rispetto al livello massimo del mercato italiano.

### 8.3.9. Coefficiente $\beta$

Il rischio specifico  $\beta$  è, come si è detto, correlato alla singola impresa e consiste nella misurazione della sensibilità del corso dei titoli ai movimenti del mercato. Il portafoglio costituito da tutte le azioni del mercato presenta un  $\beta$  pari ad 1; i titoli con  $\beta$  maggiore di 1 tendono ad amplificare i movimenti globali del mercato, presentando livelli di rischio più elevati, al contrario valori di  $\beta$  compresi tra 0 ed 1 sono associati a titoli che tendono a smorzare i movimenti del mercato e sono quindi meno rischiosi.

Nel caso di specie, tenuto conto delle peculiarità del mercato, il sottoscritto Esperto ritiene di assumere un  $\beta$  pari a 1.

<sup>6</sup> L. GUATRI, *op. cit.*, pag. 83: «Il periodo di 10-15 anni sembra il riferimento più ragionevole. Periodi più ampi stabilizzano ... i valori: ma è evidente il pericolo di confrontare dati non omogenei rispetto alla realtà odierna».

<sup>7</sup> Cfr. ZANDA-LACCHINI-ONESTI, *op. cit.*, pag. 115.

**9. Il valore della Società.**

Ad avviso dello scrivente perito il valore della Società può essere assunto nella misura pari al patrimonio netto rettificato come segue sostituendo i valori contabili delle immobilizzazioni materiali con quelli di stima del valore della perizia dell'Arch Prieri:

	VALORI CONTABILI	VALORI RETTIFICATI SULLA BASE DELLA PERIZIA DELL'ARCH PRIERI (LOTTE 2 E 5)
<b>ATTIVO</b>		
<b>B) Immobilizzazioni</b>		
B.I - Immobilizzazioni materiali	€ 32.105,00	€ 32.105,00
B.II - Immobilizzazioni materiali	€ 288.790,00	€ 1.196.960,00
B.III - Immobilizzazioni finanziarie	€ 22.890,00	€ 22.890,00
<b>Totale immobilizzazioni</b>	<b>€ 343.785,00</b>	<b>€ 1.251.955,00</b>
<b>C) Attivo circolante</b>		
C.I - Rimanenze	€ 130.464,00	€ 130.464,00
C.II - Crediti	€ 349.643,00	€ 349.643,00
C.IV - Disponibilità liquide	€ 8.856,00	€ 8.856,00
<b>Totale attivo circolante</b>	<b>€ 488.963,00</b>	<b>€ 488.963,00</b>
<b>D) Ratei e risconti attivi</b>	<b>€ 12.744,00</b>	<b>€ 12.744,00</b>
<b>Totale attivo</b>	<b>€ 845.492,00</b>	<b>€ 1.753.662,00</b>
<b>PASSIVO</b>		
<b>A) Patrimonio netto</b>		
I - Capitale	€ 89.282,00	
IX - Utile (perdita) dell'esercizio	€ 15.319,00	
<b>totale patrimonio netto</b>	<b>€ 104.601,00</b>	<b>€ 1.012.771,00</b>
<b>C) Trattamento di fine rapporto subordinato</b>	<b>€ 11.371,00</b>	<b>€ 11.371,00</b>
<b>D) Debiti</b>	<b>€ 729.520,00</b>	<b>€ 729.520,00</b>
<b>E) Ratei e risconti passivi</b>		
<b>Totale passivo</b>	<b>€ 845.492,00</b>	<b>€ 740.891,00</b>



**10. conclusioni**

Dall'applicazione del metodo sopra enunciato, ovvero il patrimonio netto rettificato basato sui valori al 31 dicembre 2023, il sottoscritto Esperto Estimatore ritiene di poter stimare il valore della Società [REDACTED] pari ad euro 1.012.771,00 (ovvero ad euro 1.753.662,00 di attivo rettificato al netto di euro 740.891,00 di passività), il cui 5% dal punto di vista matematico corrisponde ad euro 50.638,55.

Tenuto conto del possibile sconto di minoranza da applicarsi alle partecipazioni di minoranza si ritiene che il valore del 5% della partecipazione nella [REDACTED] possa essere di euro 50.000,00 (euro cinquantamila/00).

\*\*\*

Il sottoscritto Esperto Estimatore resta a disposizione per ogni e qualsiasi chiarimento e ringrazia per la fiducia accordatagli.

Con osservanza.

Cuneo, li 11 novembre 2024

L'ESPERTO ESTIMATORE

Dott. Matteo Rellecke Nasi



Allegati: *ut supra*

