TRIBUNALE di GENOVA

Giudice Istruttore: Dott.ssa Cristina Tabacchi

****

R.G. 3693/2024

WTS S.r.l.

RELAZIONE DI STIMA DELLA QUOTA DEL 33,33% DEL CAPITALE SOCIALE

****

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Il sottoscritto **Dott. Luigi Figari**, Dottore commercialista con studio in Genova, Via XX Settembre 3/10, e-mail figari@studiolf.it, PEC luigi.figari@pec.it, nominato stimatore della quota del 33,33% della società WTS S.r.l. (di seguito per semplicità anche "**WTS**" o la "**Società**") nella causa in epigrafe si pregia di presentare di seguito la propria perizia di stima.

Sommario

1. **PREMESSA** 3
2. **VERIFICA DEL PUNTUALE ADEMPIMENTO DELLE FORMALITA' DI PIGNORAMENTO** 3
3. **LA SOCIETÀ OGGETTO DI VALUTAZIONE** 4

3.1. Descrizione della Società oggetto di valutazione 4

3.2. Brevi cenni in merito alla disciplina relativa al trasferimento delle quote prevista dallo statuto della Società 6

4. **I METODI DI VALUTAZIONE D'AZIENDA** 7

4.1. Metodo patrimoniale 8

4.2. Metodo reddituale 9

4.3. Metodo misto patrimoniale e reddituale con stima autonoma del *goodwill* 10

4.4. Metodo finanziario 12

4.5. Metodi empirici (o dei multipli di mercato) 17

5. **DESCRIZIONE DEL LAVORO SVOLTO** 18

5.1. Premessa metodologica 18

5.2. Documentazione esaminata 19

6. **LA SCELTA DEL CRITERIO DI VALUTAZIONE ADOTTATO PER LA VALUTAZIONE DI WTS S.R.L.** 19

6.1. L'applicazione del metodo misto patrimoniale reddituale con stima autonoma del *goodwill* 20

6.2. Analisi della consistenza delle poste attive e passive di WTS 20

6.3. Determinazione del valore del patrimonio netto rettificato K 31

6.4. La determinazione del Goodwill 32

6.5. Determinazione del valore attribuibile a WTS S.r.l. con il metodo misto patrimoniale reddituale con stima autonoma del *goodwill* 37

7. **CONCLUSIONI** 37

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

1. PREMESSA

In data 21 gennaio 2025, l'Ill.ma Dott.ssa Cristina Tabacchi ha nominato stimatore il sottoscritto formulando il seguente quesito (di seguito per brevità il "**Quesito**"):

"*Indichi il nominato stimatore, espletate le opportune Indagini, quale possa essere it valore effettivo e attuale della quota pari al 33,33% della società WTS S.r.l., con sede Genova, Via Trasta 14, Iscritta alla Camera di Commercio di Genova al n. 05014100820, Intestata alla società Solido S.r.l. (C.F. 02478220359).*

Autorizza per l'espletamento dell'incarico lo stimatore ad accedere all'esame dei libri sociali conservati presso la società, nonché presso qualsiasi altro ufficio ove possono risultare reperibili gli atti della società (bilanci, verbali di assemblea, situazioni patrimoniali e quant'altro) non escluso il competente ufficio dell'Agenzia delle Entrate.

Verifichi lo stimatore anche il puntuale adempimento delle formalità di pignoramento delle azioni da parte del procedente e la esistenza di eventuali clausole statutarie, vigenti, che condizionino la cessione della partecipazione azionaria (prelazione o quant'altro) riferendone nel suo elaborato.

Riferisca anche di eventuali difficoltà incontrate nell'espletamento dell'incarico".

All'udienza del 21 gennaio 2025 il sottoscritto, reso edotto dell'incarico affidatogli secondo le modalità indicate nel provvedimento di nomina, si è impegnato a bene e fedelmente eseguirlo entro la data del 20 febbraio 2025. Successivamente, su istanza n. 1 del 12 febbraio 2025 è stata concessa una proroga di trenta giorni per il deposito dell'elaborato finale, con termine ultimo entro, quindi, il 22 marzo 2025.

2. VERIFICA DEL PUNTUALE ADEMPIMENTO DELLE FORMALITA' DI PIGNORAMENTO

Alla luce della formulazione del quesito posto dall'Ill.ma Dott.ssa Tabacchi, si ritiene opportuno preliminarmente effettuare la verifica richiesta in merito al puntuale adempimento delle formalità di pignoramento da parte del creditore procedente.

Dalla lettura della visura camerale aggiornata della WTS, l'esponente stimatore ha potuto

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

verificare l'iscrizione nel registro delle imprese tenuto presso la CCIAA di Genova del pignoramento delle azioni detenute dalla società Solido S.r.l.

3. LA SOCIETÀ OGGETTO DI VALUTAZIONE

3.1. Descrizione della Società oggetto di valutazione

WTS è stata iscritta al registro delle imprese in data 14 febbraio 2011.

La Società ha attualmente sede in Genova, Via Trasta 14, ed è iscritta alla Camera di Commercio di Genova al n. 05914100820, con capitale sociale di Euro 75.000,00- interamente versato.

La Società, come previsto dall'articolo 3 dello Statuto, "*ha per oggetto:*

- *il noleggio di erogatori, impianti per il trattamento dell'acqua potabile;*
- *la commercializzazione di apparecchiature per il trattamento delle acque;*
- *la commercializzazione di impianti nel campo del trattamento delle acque sia civili che industriali;*
- *la consulenza di marketing e vendita per gli impianti per il trattamento delle acque;*
- *la commercializzazione di elettrodomestici, macchine per il caffè e componenti degli stessi;*
- *il montaggio di attrezzatura industriale, elettrica e meccanica;*
- *la commercializzazione di impianti di refrigerazione e di riscaldamento ed in particolare per acque, bevande e cibi;*
- *l'imbottigliamento di acqua e/o bevande e la loro commercializzazione e distribuzione;*
- *la commercializzazione di acque e/o bevande confezionate;*
- *la somministrazione e commercializzazione di generi alimentari.*

Nell'ambito dell'oggetto sociale la Società può compiere tutte le operazioni commerciali, industriali, finanziarie, mobiliari e immobiliari, ritenute necessarie, utili ed idonee al conseguimento delle finalità sociali.

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

La società potrà assumere partecipazioni ed interessenze, sia direttamente che indirettamente, in altre società ed imprese aventi fine analogo od affine o connesso al proprio e/o consorziarsi con le stesse".

La durata della WTS è stata fissata fino al 31 dicembre 2100.

Il capitale sociale di Euro 75.000,00- risulta essere così suddiviso:

SOCI	CODICE FISCALE	QUOTE	%
SOLIDO S.R.L.	02478220359	25.000	33,33%
GAMBARO ERIC	GMBRCE68P24D969L	47.000	62,67%
GAMBARO ALAIN SERGIO	GMBLSR71A16D969X	2.500	3,33%
POZZI FABIO	PZZFBA66T11I274R	500	0,67%
TOTALE		75.000	100,00%

La WTS è attualmente amministrata dal Sig. Eric Gambaro.

La revisione legale dei conti della WTS è affidata dal Dott. Andrea Bambrillasca a far data dal 11 luglio 2023, come indicato sulla visura camerale.

In merito all'andamento della società riscontrato negli ultimi esercizi, lo scrivente propone di seguito una sintetica rappresentazione dei dati di bilancio depositati in CCIAA relativi al 2019, 2020, 2021, 2022 e 2023:

Situazione Patrimoniale (valori in €)	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**
Immobilizzazioni immateriali	193.772	381.006	382.732	571.665	581.943
% su totale attivo	5%	11%	11%	14%	14%
Immobilizzazioni materiali	84.061	74.115	70.850	64.798	55.959
% su totale attivo	2%	2%	2%	2%	1%
Immobilizzazioni finanziarie	38.000	24.157	24.157	24.157	24.157
% su totale attivo	1%	1%	1%	1%	1%
Rimanenze	1.654.069	1.701.415	1.578.530	2.325.327	2.265.815
% su totale attivo	47%	49%	45%	56%	54%
Crediti entro es. successivo	1.528.845	941.457	1.047.872	927.140	859.935
% su totale attivo	43%	27%	30%	22%	20%
Disponibilità liquide	44.513	273.558	321.215	187.148	380.769
% su totale attivo	1%	8%	9%	4%	9%
Ratei e risconti attivi	11.771	48.834	75.081	89.094	33.564
% su totale attivo	0%	1%	2%	2%	1%
Totale attivo	**3.555.031**	**3.444.542**	**3.500.437**	**4.189.329**	**4.202.142**
Fondo TFR	47.221	57.537	73.658	64.954	82.036
% su totale attivo	1%	2%	2%	2%	2%
Debiti a breve termine	2.421.994	1.245.760	1.452.725	2.411.869	2.067.552
% su totale attivo	68%	36%	42%	58%	49%
Debiti a lungo termine	618.781	1.620.014	1.361.883	1.021.137	1.258.892
% su totale attivo	17%	47%	39%	24%	30%
Totale passività	**3.087.996**	**2.923.311**	**2.888.266**	**3.497.960**	**3.408.480**

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Situazione Patrimoniale (valori in €)	2019	2020	2021	2022	2023
Capitale sociale	75.000	75.000	75.000	75.000	75.000
Riserva legale	9.852	9.852	9.852	9.852	9.852
Altre riserve	278.794	382.181	436.383	527.317	606.518
Utile/perdita dell'esercizio	103.389	54.198	90.936	79.200	102.292
Totale patrimonio netto	**467.035**	**521.231**	**612.171**	**691.369**	**793.662**
Totale a pareggio	**3.555.031**	**3.444.542**	**3.500.437**	**4.189.329**	**4.202.142**

Situaz. Economica (valori in €)	2019	2020	2021	2022	2020
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	4.434.460	4.154.353	5.850.358	7.001.461	7.165.767
% variazione annua		-6%	41%	20%	2%
Var.rim.prod.in lavorazione	651.175	47.346	(122.885)	746.797	(59.512)
% variazione annua		-93%	-360%	-708%	-108%
Altri ricavi	81.012	138.261	184.877	123.314	227.950
Totale ricavi	**5.166.647**	**4.339.960**	**5.912.350**	**7.871.572**	**7.334.205**
Costi per acquisti	(3.795.443)	(3.058.010)	(4.092.872)	(5.745.511)	(5.141.243)
% su ricavi delle vendite	73%	70%	69%	73%	70%
MARGINE DI CONTRIBUZ.	**1.371.204**	**1.281.950**	**1.819.478**	**2.126.061**	**2.192.962**
Costi per servizi	(362.192)	(493.188)	(773.297)	(771.059)	(772.335)
% su ricavi delle vendite	7%	11%	13%	10%	11%
Godimento beni di terzi	(122.997)	(131.456)	(127.040)	(179.315)	(202.290)
% su ricavi delle vendite	2%	3%	2%	2%	3%
Oneri diversi di gestione	(11.984)	(22.725)	(32.944)	(72.003)	(31.930)
% su ricavi delle vendite	0%	1%	1%	1%	0%
Valore Aggiunto	**874.031**	**634.581**	**886.197**	**1.103.684**	**1.186.407**
% su ricavi delle vendite	17%	15%	15%	14%	16%
% variazione annua		-27%	40%	25%	7%
Costo del personale	(614.655)	(500.502)	(567.281)	(692.047)	(756.809)
% su ricavi delle vendite	-12%	-12%	-10%	-9%	-10%
EBITDA	**259.376**	**134.079**	**318.916**	**411.637**	**429.598**
Ammortamenti e accantonamenti	(73.290)	(105.366)	(137.249)	(142.313)	(187.706)
% su ricavi delle vendite	1%	2%	2%	2%	3%
EBIT	**186.086**	**28.713**	**181.667**	**269.324**	**241.892**
% su ricavi delle vendite	4%	1%	3%	3%	3%
Proventi e oneri finanziari	(29.669)	42.427	(50.399)	(134.788)	(83.060)
% su ricavi delle vendite	1%	-1%	1%	2%	1%
Imposte esercizio	(53.028)	(16.942)	(40.332)	(55.336)	(56.540)
% su ricavi delle vendite	1%	0%	1%	1%	1%
Utile / perdita dell'esercizio	**103.389**	**54.198**	**90.936**	**79.200**	**102.292**

3.2. Brevi cenni in merito alla disciplina relativa al trasferimento delle quote prevista dallo statuto della Società

In tema di trasferimento delle partecipazioni, l'articolo 7 dello statuto della Società (rubricato "*Trasferimento delle partecipazioni*") recita testualmente che "*in caso di trasferimento per atto tra vivi di quote, di diritti di opzione in sede di aumento di capitale o di diritti di prelazione di quote inoptate, spetta agli altri soci il diritto di prelazione. E' escluso*

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

il diritto di prelazione nei trasferimenti che avvengano a favore di altri soci, del coniuge, dei parenti dell'alienante entro il terzo grado e dei suoi affini entro il secondo, grado nonchè della società direttamente indirettamente controllante la società socia, oppure della società da questa direttamente o indirettamente controllata. E' pure escluso il diritto di prelazione nel caso di trasferimenti tra fiduciante e fiduciario e viceversa, ove la società fiduciaria esibisca la scritturazione del proprio registro delle intestazioni fiduciarie dal quale risulti il mandato fiduciario ed accetti espressamente l'osservanza delle norme statutarie in tema di diritto di prelazione".

4. I METODI DI VALUTAZIONE D'AZIENDA

Prima di procedere alla analitica valutazione dei beni costituenti l'Azienda, l'esponente ritiene utile, ai fini di una migliore comprensione delle scelte effettuate, illustrare brevemente i principali metodi di valutazione adottati dalla *best practice* professionale.

Il presupposto fondamentale di ogni valutazione è la scelta preliminare della soluzione metodologica più appropriata in funzione dello scopo della valutazione e della realtà specifica del bene che ne è oggetto.

Lo scopo della presente perizia è quello di individuare il valore del capitale economico della WTS S.r.l. alla data del 31 dicembre 2024, al fine di determinare il valore di mercato delle azioni detenute dal socio oggetto di esecuzioni forzata.

Secondo la prevalente dottrina, nella determinazione del valore di una azienda, il perito si deve ispirare a concetti, criteri e metodi atti ad esprimere una valutazione dotata del più alto grado possibile delle caratteristiche di razionalità, dimostrabilità, neutralità, stabilità.

Questo significa che i criteri addottati devono derivare da un processo logico chiaro e convincente, attribuendo ai fattori, compresi nelle formule applicate, grandezze supportate da dati controllabili, escludendo scelte soggettive e cercando di evitare oscillazioni di valore legate ad opinioni, più che a modifiche oggettive degli scenari.

Il valore dell'azienda deve quindi rappresentare un valore generale, intendendosi per tale il prezzo che può essere considerato come adeguato in circostanze normali, astrazione fatta dalle parti in causa, dai loro particolari interessi e dallo stato delle cose esistente.

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Il valore del capitale economico così determinato può talvolta non coincidere con il prezzo pagato in transazioni avvenute sul mercato, in quanto tale prezzo è influenzato da altri fenomeni, soprattutto esterni all'impresa, che operano a valle del giudizio del valore.

Per individuare il metodo valutativo che, a parere dell'esponente, meglio esprime la stima del valore del capitale economico della WTS alla data del 31 dicembre 2024, sono stati presi in considerazione i seguenti metodi valutativi di generale accettazione e di prevalente utilizzo:

– Metodi patrimoniali;

– Metodi reddituali;

– Metodo misto patrimoniale reddituale con stima autonoma del *goodwill*.

– Metodi finanziari;

– Metodi empirici.

4.1. Metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale consente di giungere alla valutazione del patrimonio della società tramite la riespressione a valori correnti dei cespiti e di tutti gli elementi attivi e passivi del patrimonio aziendale. Il valore dell'azienda (W) corrisponde, pertanto, al valore del patrimonio netto rettificato (K) a valori correnti, in base alla seguente formula W = K.

Tale metodo, che ha il pregio di consentire una stima del patrimonio aziendale oggettiva e riscontrabile, si caratterizza per la stima analitica a valori correnti di sostituzione: analitica, perché effettuata distintamente per ciascun elemento del patrimonio; a valori correnti, perché basata sui prezzi di mercato del momento; di sostituzione, perché l'ipotesi di base è quella del riacquisto (o della riproduzione) per gli elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi.

Nell'ambito dei metodi di valutazione patrimoniali, nella prassi professionale si distingue tra metodi patrimoniali semplici e metodi patrimoniali complessi: nei primi non sono considerati, ai fini della valutazione, i beni immateriali (salvo, eventualmente, valori immateriali per cifre modeste o trascurabili, quali ad esempio disaggi su obbligazioni, costi di aumento di capitale, ecc.); nei metodi patrimoniali complessi si considerano, per contro, anche i beni immateriali o *intangible assets* idonei a conferire all'azienda un vantaggio competitivo duraturo e stabile sul mercato.

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

4.2. Metodo reddituale

Il metodo reddituale fonda il proprio presupposto sulla capacità dell'azienda di generare un flusso reddituale riproducibile nel futuro. Il valore del patrimonio (W) viene dunque stimato, sul piano quantitativo, come funzione del reddito atteso (R).

Per ciò che concerne l'orizzonte temporale di riferimento entro il quale si stima che l'azienda sia in grado di produrre reddito, è possibile ricorrere alternativamente alla durata definita od alla durata indefinita.

Nel caso di durata definita, il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita di rata costante (R), calcolata al tasso (i), determinato in base alla seguente formula:

valore attuale del reddito con durata limitata a n anni: $W = R\ a\ \neg_{ni}$

Nel caso di durata indefinita, il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita perpetua di rata costante (R), calcolata al tasso (i), determinato in base alla seguente formula:

valore attuale del reddito perpetuo: $W = R / i$

La configurazione del reddito (R), rilevante ai fini dell'applicazione del metodo in questione, è quello prospettico medio normalizzato. Prospettico in quanto idoneo a riflettere le condizioni di redditività attesa dell'azienda; medio in quanto risultato che l'impresa è stabilmente in grado di produrre e normalizzato in quanto depurato dalle componenti straordinarie non ripetibili e comunque estranee alla gestione. Esso, in ogni caso, deve essere determinato sulla base di soluzioni razionali e comunemente accettate dal punto di vista tecnico. Ciò comporta che, nella configurazione del reddito (R), debba essere eliminata ogni componente negativa la cui rilevazione sia dettata esclusivamente dall'esigenza di ridurre il reddito imponibile ai fini dell'imposizione diretta, ovvero dall'intento di attuare determinate politiche di bilancio.

Il reddito medio normalizzato è calcolato, infatti, facendo riferimento a condizioni normali di svolgimento della gestione, considerando condizioni di indebitamento "regolari" e non eccezionali e non considerando situazioni particolarmente favorevoli o sfavorevoli determinate da componenti straordinari (plusvalenze e minusvalenze patrimoniali, rettifiche di costi e ricavi di precedenti esercizi, ecc.). Lo stesso deve, inoltre, essere determinato al netto degli oneri tributari che gravano, seppur potenzialmente, su di esso e dei compensi figurativi

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

diversi dalla remunerazione del capitale proprio e delle eventuali partecipazioni agli utili spettanti a terzi.

Il tasso di attualizzazione (i) utilizzato incorpora il compenso derivante dal semplice trascorrere del tempo (sostanzialmente pari al rendimento riconosciuto ad attività prive di rischio) ed altresì l'adeguata remunerazione del rischio sopportato.

In particolare, il tasso di puro interesse, relativo agli impieghi di capitale a rischio nullo, è determinato sostanzialmente in riferimento a titoli di debito pubblico a scadenza non breve; in periodi di inflazione il medesimo deve, peraltro, essere depurato dall'erosione monetaria creata dalla componente inflazionistica e, pertanto, assunto nella sua configurazione di tasso reale.

La maggiorazione del tasso di puro interesse a titolo di premio per il rischio di impresa è commisurata all'intensità del rischio generale d'impresa gravante sul capitale proprio, la cui stima dipende dalla valutazione dei seguenti fattori:

- condizioni generali: congiuntura economica, inflazione, situazione politico-sociale del paese ecc.

- condizioni settoriali: struttura del mercato di appartenenza, condizioni varie di instabilità del settore, ecc.

-condizioni aziendali: solidità patrimoniale, livello e composizione dell'indebitamento, situazione di liquidità con annesse condizioni di pagamento e di incasso, variabilità dei risultati operativi della gestione, parco clienti, ecc.

Il metodo reddituale, pur trovando un limite nell'aleatorietà delle stime sulle capacità reddituali dell'impresa, non altrettanto riscontrabili quanto le verifiche di valore corrente dei cespiti componenti il patrimonio sociale, è sovente necessario al fine di integrare e confrontare stime effettuate con altri metodi, i quali, spesso, attribuiscono ingiustificatamente maggior rilievo al capitale investito piuttosto che alle capacità reddituali future di quel medesimo capitale.

4.3. Metodo misto patrimoniale e reddituale con stima autonoma del *goodwill*

Questo metodo, che attua una sorta di mediazione tra i pregi e i difetti dei criteri patrimoniali e reddituali, consente di considerare, nel processo valutativo, tanto le prospettive

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

di reddito dell'azienda, quanto la sua effettiva consistenza patrimoniale: la stima sarà idonea, pertanto, a riflettere gli elementi di obbiettività e verificabilità propri dell'analisi patrimoniale (valutazione dell'attivo, ivi compresi i beni e i diritti, al netto dei capitali dei terzi investiti in azienda), senza, tuttavia, trascurare le attese reddituali, concettualmente più rappresentative del valore economico dell'azienda.

Il medesimo prevede, in concreto, la determinazione del valore del patrimonio netto della società, mediante la verifica della consistenza delle attività investite in azienda, al netto delle corrispondenti passività, a cui si aggiunge l'avviamento che rettificherà in aumento *(goodwill)* o in diminuzione *(badwill)*, il già menzionato valore patrimoniale.

L'avviamento rappresenta, in sostanza, la capacità che viene riconosciuta all'azienda di generare redditi futuri in grado di remunerare il capitale investito in misura maggiore (o minore) rispetto al tasso di remunerazione normale del capitale.

Per la capitalizzazione limitata del sovrareddito la formula utilizzata per la valutazione è la seguente:

$$\mathbf{Gw = a \neg_{ni'} (R - K\, i'')}$$

dove

Gw = valore del *goodwill*

i'' = tasso di remunerazione normale del capitale;

R = reddito medio normalizzato prospettico (determinato come indicato al punto precedente);

$a \neg_{ni'}$ = fattore di attualizzazione per il calcolo di una rendita della durata di n anni al tasso i';

K = valore patrimoniale (patrimonio netto rettificato);

n = numero di anni per i quali viene stimato il sovrareddito;

i' = tasso di attualizzazione.

La determinazione del valore complessivo dell'azienda con il metodo testé illustrato si esprime quindi con la seguente formula:

$$\mathbf{W = K + Gw}$$

dove:

W = valore del patrimonio dell'azienda;

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

K = valore patrimoniale (patrimonio netto rettificato);

Gw = valore del *goodwill*

4.4. Metodo finanziario

Il metodo finanziario del Discounted Cash Flow, ad oggi riconosciuto come il più accreditato dalle moderne teorie aziendali, correla il valore aziendale alla capacità di produrre un livello di flussi finanziari adeguato a soddisfare le aspettative di remunerazione di un investitore ed indentifica il valore d'azienda con il valore attuale dei flussi di cassa attesi.

I metodi finanziari si distinguono tra metodi unlevered e metodi levered.

La differenza tra le due tipologie di metodi finanziari risiede nella modalità di calcolo e di attualizzazione dei flussi di cassa.

I metodi Unlevered si basano sulla attualizzazione dei flussi di cassa Unlevered ovvero dei flussi di cassa disponibili per tutti coloro che apportano risorse finanziarie in azienda (possessori di azioni ordinarie, di azioni privilegiate, di obbligazioni ordinarie o convertibili, fornitori di capitale di debito). Secondo i metodi Unlevered, i flussi di cassa disponibili sono calcolati al lordo degli interessi passivi e sono scontati utilizzando quale tasso il WACC (tasso di attualizzazione, espresso come costo medio ponderato del capitale e delle risorse impiegate).

I metodi Levered si basano sulla attualizzazione dei flussi di cassa levered ovvero dei flussi di cassa disponibili per gli azionisti. Secondo i metodi Levered, i flussi di cassa disponibili sono calcolati al netto degli interessi passivi e sono scontati utilizzando quale tasso il Costo of equity che ne riflette il grado di rischio per gli azionisti.

Al fine di meglio comprendere la differenza tra tali due tipologie di metodi, che risiede nella modalità di determinazione del flusso di cassa da porre alla base della valutazione, si propone di seguito la seguente rappresentazione delle diverse modalità di calcolo dei flussi di cassa previste da ciascuno dei due metodi:

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

	Unlevered Cash Flow (UCF)		**Levered Cash Flow (LCF)**
(+)	Reddito operativo (EBIT)	(+)	Utile netto
(-)	Imposte figurative sul reddito operativo		
(+)	Ammortamenti, accantonamenti e altre voci non monetarie	(+)	Ammortamenti, accantonamenti e altre voci non monetarie
(+/-)	Variazione capitale circolante	(+/-)	Variazione capitale circolante
(-)	Investimenti in capitale fisso (al netto di eventuali disinvestimenti)	(-)	Investimenti in capitale fisso (al netto di eventuali disinvestimenti)
		(+/-)	Versamenti/rimborsi di capitale
		(+/-)	Accensione/estinzione di finanziamenti
=	**Unlevered Cash Flow (UCF)**	=	**Levered Cash Flow (LCF)**

Il metodo unlevered discounted cash flow (UDCF) consente quindi di determinare direttamente il valore del capitale operativo. Il valore del capitale netto dell'impresa viene poi ottenuto sottraendo da tale valore l'indebitamento finanziario e gli eventuali assets.

Il metodo basato sul flusso netto (LDCF) spettante agli azionisti (levered) consente invece di determinare direttamente il valore del capitale netto.

Ovviamente le due varianti di metodo portano al medesimo risultato se la dinamica del rapporto di indebitamento è correttamente riflessa nei tassi utilizzati per scontare i flussi: come accennato in precedenza, si utilizza infatti il WACC nel caso di flussi unlevered, mentre si utilizza il C.O.E. (Cost Of Equity) nel caso di flussi levered.

I metodi possono essere suddivisi in tre principali raggruppamenti:

a. Metodi finanziari analitici: caratterizzati dal fatto che la previsione dei flussi di cassa avviene anno per anno in modo analitico sino al termine della durata dell'azienda. Si applica nelle valutazioni con orizzonte temporale definito, in ipotesi di relativa prevedibilità dei flussi;
b. Metodi finanziari sintetici: si applicano per previsioni su archi temporali a lungo periodo e si qualificano come sintetici proprio perché si fondano sulla costanza di

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

alcuni dati quali i flussi di cassa, i redditi netti, i tassi di capitalizzazione. Questo metodo si applica nelle valutazioni con orizzonte temporale indefinito, nell'ipotesi che l'azienda si trovi in situazione di equilibrio finanziario duraturo;

c. Metodi finanziari analitici con terminal value: il metodo analitico con terminal value è di gran lunga il più utilizzato perché risolve il problema della previsione dei flussi. In pratica si procede ad una stima analitica dei flussi di annuali per un breve arco temporale (normalmente tra i 4 e i 7 anni) mentre per il restante periodo si effettua una stima sintetica. Il valore del capitale è dato quindi dalla somma dei flussi di cassa e dal terminal value.

Ad oggi il metodo finanziario di maggiore utilizzo nella prassi professionale è quello analitico con terminal value basato su flussi di cassa unlevered di cui al precedente punto c) ovvero il metodo della "Unlevered Discounted Cash Flow Analys". Secondo tale metodo, il valore del capitale proprio di un'azienda è dato dalla somma algebrica delle seguenti componenti:

a. il valore attuale dei flussi di cassa operativi netti che l'azienda sarà in grado di generare in futuro (il cosiddetto Enterprise Value), scontato ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (Weighted Average Cost of Capital o WACC); in genere tale calcolo prevede la determinazione del valore attuale dei flussi di cassa operativi attesi per un periodo di previsione esplicito;
b. il valore finale, corrispondente al valore attuale dei flussi successivi al periodo di previsione analitica;
c. la posizione finanziaria netta consolidata, espressa a valori di mercato (nonostante si tratti di un'approssimazione, nella prassi spesso tale valore viene identificato con la posizione finanziaria netta (PFN) risultante dall'ultimo bilancio approvato);
d. il valore di mercato di eventuali attività non inerenti alla gestione caratteristica o comunque non considerate ai fini delle proiezioni dei flussi di cassa operativi (surplus assets).

La formula che esprime il valore dell'azienda è rappresentabile algebricamente secondo la seguente formula:

$$W = [\Sigma\ OFCF\ (n) * (1 + i)^{-n} + T.V.\ ] -/+ PFN - M + SA$$

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Dove:

W:	valore di mercato del patrimonio netto o Equity;
OFCF(n) :	flussi di cassa operativi attesi per ciascuno degli n anni considerati nelle previsioni;
WACC:	tasso di attualizzazione (tasso di attualizzazione, espresso come costo medio ponderato del capitale e delle risorse impiegate)
T.V. :	*Terminal Value* o valore finale attualizzato dell'azienda, corrispondente al valore attuale di flussi di cassa relativi agli anni da n+1 in poi ovvero alla fine del periodo esplicito di previsione;
PFN :	valore netto dei debiti finanziari in essere alla data di riferimento della valutazione rettificato del valore delle attività finanziarie;
M:	minorities (valore di mercato del patrimonio netto di terzi)
SA:	surplus assets

I flussi di cassa attesi (OFCF), primo degli elementi della formula, avendo natura operativa, sono legati all'attività caratteristica della società e, partendo dal risultato operativo, possono essere determinati come segue:

(+)	Reddito operativo (EBIT)
(-)	Imposte figurative sul reddito operativo
(+)	Ammortamenti, accantonamenti e altre voci non monetarie
(+/-)	Variazione capitale circolante
(-)	Investimenti in capitale fisso (al netto di eventuali disinvestimenti)
=	**Unlevered Cash Flow (UCF)**

Come già ricordato, il tasso assunto per l'attualizzazione dei flussi di cassa attesi è rappresentato dal costo medio ponderato del capitale, che riflette il rischio specifico dell'azienda, sia operativo sia finanziario. Esso viene calcolato in base alla seguente formula:

WACC =Kd * (1-T) * D/(D+E) + Ke * E/(D+E)

Dove:

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Kd * (1-T)	Costo del debito al netto dell'effetto fiscale
Ke	Costo del capitale proprio (Costo of Equity)
D	Capitale di debito di natura finanziaria
E	Capitale proprio
T	Aliquota d'imposta

Il costo del capitale proprio, Ke, è pari al tasso di rendimento delle attività prive di rischio, incrementato di un premio per il rischio specifico, calcolato con riferimento al cosiddetto coefficiente beta, che misura il rischio sistematico dell'impresa in relazione alla volatilità del suo rendimento rispetto a quello del mercato. Il coefficiente beta viene stimato sulla base del medesimo parametro espresso da società quotate comparabili e di considerazioni relative alla specifica realtà da valutare.

Il calcolo è rappresentato nella formula sottostante:

Ke= Rf + beta * (Rm-Rf)

Dove:

Rf =	tasso di rendimento risk free, pari al rendimento delle attività prive di rischio e stimato sulla base del rendimento garantito da obbligazioni a medio-lungo termine emesse dallo Stato;
Beta =	coefficiente di volatilità o rischio sistematico, assunto come media dei beta di mercato di un campione di società comparabili;
Rm =	premio per il rischio di mercato, misurato come maggiore rendimento che gli investitori richiedono a fronte dell'investimento nel mercato azionario rispetto ad attività prive di rischio.

Il valore finale è una grandezza di sintesi che rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa operativi previsti per il periodo successivo all'orizzonte temporale esplicito di proiezione. Detto valore è determinato sulla base di due variabili principali: il flusso di cassa operativo normalizzato del primo anno dopo il periodo di previsione analitica e il tasso di crescita di tale flusso atteso in perpetuo (denominato "g").

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Il valore finale viene in genere calcolato attualizzando, secondo la formula della rendita perpetua, il flusso di cassa dell'anno n-esimo (ultimo anno di previsione esplicita), incrementato di un tasso di crescita perpetua "g". Il valore così ottenuto viene attualizzato alla data di riferimento della valutazione utilizzando il tasso Wacc.

4.5. Metodi empirici (o dei multipli di mercato)

Tra i metodi di valutazione riconosciuti dalla dottrina rientrano anche i cosiddetti "criteri empirici" che sono espressioni di valore desunte dall'esperienza di negoziazioni di imprese operanti nello stesso settore di attività ed aventi eguali caratteristiche.

Tali criteri, pur non essendo enunciazioni razionali di valori, offrono riferimenti che sul piano pratico sono giudicati utili. La loro utilizzazione nasce per imitazione di una serie di comportamenti ripetuti che, in quanto tali, dimostrano una loro valenza alla realtà di mercato.

Tali criteri empirici sono espressi da multipli di valori contabili o da formule più complesse che utilizzano parametri di diversa natura.

Ciò che comunque legittima tali criteri è l'uso che ne fa la pratica ed il credito di cui godono presso gli operatori. La letteratura anglo-sassone applica a questi criteri un'espressione che ne rende bene il significato: "Rules of Thumb" (Regole del pollice).

Secondo il Guatri, nel "Trattato sulla valutazione delle aziende", la "Rule of Thumb" è "*uno strumento di formazione del prezzo ispirato dal mercato, basato su una opinione collettiva diffusa in un settore specifico o in altri similari, indicante per quanto un'azienda può essere venduta o comprata."*

I metodi dei multipli si distinguono a seconda delle variabili su cui si basano. I principali multipli impiegati nella prassi della valutazione d'azienda sono i seguenti:

- EV/EBITDA: rapporto tra Enterprise Value (capitalizzazione di mercato più posizione finanziaria netta) e margine operativo lordo;
- EV/EBIT: rapporto tra Enterprise Value e reddito operativo;
- Price/earning (P/E): rapporto tra prezzo dell'azione e utile netto per azione;
- EV/OFCF: rapporto tra Enterprise Value e flusso di cassa operativo;
- EV/Sales: rapporto tra Enterprise Value e fatturato dell'azienda.

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

I multipli costruiti utilizzando grandezze contabili più influenzate da politiche di bilancio e fiscali, sono soggetti al rischio di distorsione e possono condurre a risultati fuorvianti; fra tutti, il P/E risente maggiormente di tali fattori (oltre a risentire del diverso livello d'indebitamento). Per questa ragione, nella prassi vengono effettuate alcune rettifiche e normalizzazioni o in alternativa si ricorre a multipli calcolati con poste meno discrezionali (ad esempio, EV/ EBITDA rispetto a EV/EBIT). L'utilizzo dell'EV/Sales, invece, è sempre meno frequente ed è confinato a casi di società con margini negativi o in fase di turnaround.

Il valore dell'azienda viene poi determinato, a seconda del settore di appartenenza, sommando l'importo ottenuto applicando i "multipli" al capitale netto ovvero all'attivo di bilancio.

5. DESCRIZIONE DEL LAVORO SVOLTO

5.1. Premessa metodologica

Quale premessa metodologica da portare all'attenzione dei fruitori della presente relazione di stima, si ritiene doveroso segnalare che tutte le valutazioni cui si farà riferimento nel prosieguo del presente elaborato, non essendo stata esperita una *due diligence* sulla corretta applicazione dei principi contabili da parte della Società, sono fondate sull'ipotesi di una corretta e completa applicazione degli stessi nella predisposizione della situazione patrimoniale, economica e finanziaria alla data di riferimento e postulando altresì che detta situazione patrimoniale, economica e finanziaria includa tutti i debiti e tutte le passività, anche latenti.

Tutte le valutazioni sono state pertanto fondate sul presupposto della veridicità della documentazione acquisita e sul presupposto della continuità aziendale. Ciò anche in considerazione del fatto che i bilanci della Società oggetto di valutazione, è assoggettata al controllo e alla revisione legale da parte di un revisore indipendente. Per quanto possa valere, inoltre, in data 4 febbraio 2025 il legale rappresentante della Società ha fornito allo scrivente un documento nel quale lo stesso ha dichiarato che "*tutti i documenti contabili e fiscali a lei forniti al fine di espletare il suo incarico di estimatore sono veritieri e corretti*" (**All. sub 1**).

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

L'esponente non ritiene pertanto necessario prendere in considerazione alcuna rettifica delle poste patrimoniali della società oggetto di valutazione che si assumono quindi rappresentative del loro valore corrente. Ciò salvo il caso in cui si renda necessario esprimere eventuali diversi valori a fini valutativi.

5.2. Documentazione esaminata

Per la stima del capitale economico della WTS alla data del 31 dicembre 2024, sono stati considerati i seguenti elementi:

- statuto della Società;
- i bilanci della Società, approvati, relativi agli esercizi 2019, 2020, 2021, 2022 e 2023 in tutte le loro componenti patrimoniali ed economiche, comprensivi di nota integrativa e relazione del revisore (ove presente);
- il patrimonio netto della società al 31 dicembre 2024, così come risultante dalla situazione contabile fornita dalla Società in data 4 febbraio 2025;
- visura camerale aggiornata 6 dicembre 2024;
- documentazione contabile ed extra-contabile ricevuta dal consulente fiscale, che sarà elencata nel prosieguo.

Tutta la documentazione viene conservata dall'esponente stimatore e risulta essere a completa disposizione.

6. LA SCELTA DEL CRITERIO DI VALUTAZIONE ADOTTATO PER LA VALUTAZIONE DI WTS S.R.L.

La Società opera nel settore del commercio all'ingrosso di prodotti per la depurazione delle acque potabili. In considerazione della natura industriale dell'attività svolta dalla Società si è ritenuto opportuno scegliere un metodo atto a considerare l'attitudine della società stessa a produrre flussi di cassa o flussi reddituali.

Al fine di determinare il valore di WTS – dal quale discende il valore della quota pari al 33,33% del capitale sociale – tenuto conto della natura commerciale dell'attività svolta e con l'obiettivo di valorizzare nel contempo sia la consistenza patrimoniale sia la componente legata all'avviamento inteso come capacità di produrre reddito, si è ritenuto di procedere

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

quindi adottando, tra i metodi sopra descritti, il metodo misto patrimoniale e reddituale con stima autonoma del *goodwill* (*cfr.* paragrafo ***4.3.***).

L'esponente stimatore non ha ritenuto di utilizzare il metodo dei multipli come metodo di comparazione, in quanto la Società opera in un settore di nicchia, relativamente al quale risulta difficile acquisire dati di negoziazioni di imprese operanti nel medesimo settore.

6.1. L'applicazione del metodo misto patrimoniale reddituale con stima autonoma del *goodwill*

L'applicazione del metodo misto con stima autonoma dell'avviamento è una evoluzione del metodo patrimoniale complesso. Si è ricordato nelle note metodologiche che, tramite tale metodo il valore dell'azienda è determinato dal valore del patrimonio rettificato e dal valore dell'avviamento, il quale crea, rispetto al reddito "normale" un surplus di reddito che viene considerato con durata limitata o attualizzando i sovrarredditi dei vari esercizi.

Per chiarezza di esposizione si riporta la formula di calcolo:

$$W = K' + Gw$$

dove

K' corrisponde al valore del Patrimonio netto rettificato;

Gw *(goodwill)* è pari all'attualizzazione del surplus di reddito calcolato secondo la formula che segue:

$$Gw = a \neg ni' (R - K' i'')$$

Alla luce di quanto esposto il valore W dell'azienda è quindi pari a:

$$W = K' + a \neg ni' (R - K' i'')$$

6.2. Analisi della consistenza delle poste attive e passive di WTS

L'approccio patrimoniale volto alla determinazione del parametro K (Patrimonio netto rettificato) non presenta particolari complessità metodologiche, richiedendo sostanzialmente un'analisi in merito alla verifica dei valori contabili attribuiti alle singole poste patrimoniali, evidenziando, se e dove ritenuto necessario, le opportune rettifiche da apportare a fini valutativi.

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Il patrimonio netto rettificato (K), alla data del 31/12/2024 sulla base della situazione contabile fornita dalla società, è determinato mediante:

- la valutazione della consistenza delle poste attive;

- la valutazione delle poste passive;

- la riespressione a valori correnti delle poste attive o passive, ove il valore contabile non sia giudicato congruo.

Al 31/12/2024 WTS presentava la seguente situazione patrimoniale:

ATTIVO	**31/12/2024**
IMMOBILIZZAZIONI	
Immobilizzazioni immateriali	
Costi di impianto e ampliamento	421,44
costi di pubblicità	72.240,14
avviamento	108.300,00
altre immobilizzazioni immateriali	336.589,36
Totale immobilizzazioni immateriali	**517.550,94**
immobilizzazioni materiali	
Impianti e macchinari	56.272,83
Totale immobilizzazioni materiali	**56.272,83**
Immobilizzazioni finanziarie	
imprese controllate	22.490,00
depositi cauzionali >12 mesi	1.760,00
Totale immobilizzazioni finanziarie	**24.250,00**
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI	**598.073,77**
ATTIVO CIRCOLANTE	
Rimanenze	**2.116.899,70**
Crediti	
Crediti verso clienti	730.718,40
Crediti tributari	132.252,75
Crediti verso altri	128.409,03
Totale crediti	**991.380,18**
Disponibilità liquide	
Denaro e valori in cassa	228.460,35
Depositi bancari e postali	50.506,71
Totale disponibilità liquide	**278.967,06**
TOTALE ATTIVO CIRCOLANTE	**3.387.246,94**
RATEI E RISCONTI	**79.602,25**
TOTALE ATTIVO	**4.064.922,96**

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

PASSIVO	31/12/2024
PATRIMONIO NETTO	
Capitale sociale	75.000,00
Riserva legale	9.852,05
Atre riserve	708.809,44
Utile (perdita) dell'esercizio	161.495,37
TOTALE PATRIMONIO NETTO	**955.156,86**
FONDO TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO	**90.347,61**
DEBITI	
Debiti verso soci per finanziamenti	13.496,59
Debiti verso banche	2.525.960,10
- esigibili entro il successivo esercizio	1.267.824,25
- esigibili oltre il successivo esercizio	1.258.135,85
Debiti verso fornitori	319.092,25
Debiti tributari	124.980,01
Altri debiti	35.889,54
TOTALE DEBITI	**3.019.418,49**
TOTALE PASSIVO	**4.064.922,96**

Le analisi condotte, i controlli campionari posti in essere, nonché l'assoggettamento a revisione legale da parte di un revisore indipendente, hanno consentito di attribuire un elevato livello di attendibilità ai dati forniti dalla società. A tale riguardo lo scrivente dà atto di aver acquisito la relazione di revisione rilasciata dal revisore indipendente Dott. Brambillasca relativa al bilancio chiuso al 31/12/2023 che si esprime rilasciando un giudizio positivo senza formulare alcun rilievo affermando che *"il bilancio d'esercizio fornisce una rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria della Società al 31 dicembre 2023, del risultato economico e dei flussi di cassa per l'esercizio chiuso a tale data in conformità alle norme italiane che ne disciplinano i criteri di redazione"*.

Ai fini della pianificazione delle verifiche da effettuare per l'espletamento del proprio mandato, lo scrivente ha ritenuto che tale aspetto sia idoneo a conferire veridicità alla situazione patrimoniale oggetto di esame.

Di seguito vengono analizzate le singole voci dell'attivo e del passivo patrimoniale.

Immobilizzazioni immateriali

Immobilizzazioni immateriali	Saldo al 31/12/2024	Rettifiche	Saldo di valutazione
Costi di impianto e ampliamento	421		421
Avviamento	108.300	(108.300)	0
Altre immobilizzazioni immateriali	408.830	175.177	584.006
Totale	**517.551**	**66.877**	**584.428**

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Costi di impianto e ampliamento

Il saldo netto contabile della categoria "Costi di impianto e ampliamento", al 31/12/2024 è pari ad Euro 421,00-. L'esponente stimatore non ritiene di apportare alcuna variazione alla luce dell'esiguo importo della posta in commento.

Avviamento

Il saldo netto contabile della categoria "Avviamento", al 31/12/2024 è pari ad Euro 108.300,00-. L'esponente stimatore ha proceduto a svalutare interamente la posta in commento, in considerazione del fatto che l'avviamento sarà oggetto di apposito calcolo separatamente (*cfr*. successivo paragrafo ***6.4.***).

Altre immobilizzazioni immateriali

Il saldo netto contabile della categoria "Altre immobilizzazioni immateriali", al 31/12/2024 è pari ad Euro 408.830,00-.

Nella voce in commento è presente il sito internet https://acquaxcasa.it, contabilizzato dalla Società in complessivi Euro 197.504,47- (importo dato dalla differenza fra i costi storici capitalizzati per Euro 426.168,66- ed il fondo ammortamento di Euro 228.664,47-). Considerato che il legale rappresentante della Società ha comunicato che detto sito permette a WTS di realizzare importanti volumi di vendita, l'esponente perito ha ritenuto di dover procedere a nominare un esperto per quantificare il valore di mercato del suddetto sito internet. Come comunicato con istanza n. 2 del 12 febbraio 2025, il sottoscritto stimatore ha acquisito la disponibilità da parte dell'Ing. Chiaiso a quantificare il valore di mercato del sito internet https://acquaxcasa.it. Le conclusioni alle quali è pervenuto l'Ing. Chiaiso nel proprio elaborato, riportate a pagina 28 dello stesso, sono le seguenti: "*Sulla base di quanto sopra, tenuto conto delle informazioni che sono state fornite dalla società allo scrivente,* ***ritengo che il più probabile valore del sito AcquaXCasa.com sia quantificabile in circa 428.000 €***" (**All. sub 2**). Alla luce di ciò, è presente un plusvalore latente di Euro 230.496-, che viene inserito fra le rettifiche per Euro 175.177-, importo al netto delle imposte latenti di Euro 55.319-. Si precisa che le plusvalenze rilevate in sede di applicazione dei metodi patrimoniali, con la riespressione in termini correnti dei valori non monetari, vengono in genere ridotte per tener conto dei carichi fiscali latenti. Si tratta, a evidenza, di carichi potenziali, così come potenziali sono le plusvalenze cui si riferiscono. È tuttavia indispensabile evidenziare tali elementi

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

correttivi dal momento che, all'atto dell'eventuale realizzazione dei valori positivi (anche determinati come somma algebrica di plusvalenze e minusvalenze), insorge in modo automatico e con preciso rapporto di causa-effetto (anche se in genere con effetto ulteriormente differito), l'obbligo di sopportare oneri fiscali.

Nella presente relazione di stima si è ritenuto ragionevole inserire carichi fiscali sulle plusvalenze ad aliquota pari al 24%, ossia pari all'Ires prevista per gli anni 2025 e seguenti.

Immobilizzazioni materiali

Immobilizzazioni materiali	Saldo al 31/12/2024	Rettifiche	Saldo di valutazione
Impianti e macchinari	56.273		56.273
Totale	**56.273**	**0**	**56.273**

Impianti e macchinari

Il saldo netto contabile della categoria "Impianti e macchinari", al 31/12/2024 è pari ad Euro 56.273.

Ai fini dei riscontri valutativi sul valore delle immobilizzazioni materiali iscritte nell'attivo patrimoniale della società, lo scrivente ha preso a riferimento il libro cespiti. Preso atto dell'esistenza degli *asset* e dell'eterogeneità degli stessi, l'esponente stimatore ritiene di non dover procedere a porre in essere una stima dei beni e quindi non viene apportata alcuna rettifica all'importo indicato in contabilità.

Immobilizzazioni finanziarie

Immobilizzazioni finanziarie	Saldo al 31/12/2024	Rettifiche	Saldo di valutazione
Partecipazioni			
Imprese controllate	22.490	81.976	104.466
Altre immobilizzazioni finanziarie	1.760		1.760
Totale	**24.250**	**81.976**	**106.226**

In merito alle voci di cui sopra si segnala quanto segue:

"Partecipazioni in imprese controllate"

La voce è riferita alla partecipazione detenuta in GWS Industries S.r.l. (in seguito anche "GWS"). La società ha sede in Genova, Via Trasta 14, capitale sociale € 95.000,00 i.v. La quota posseduta dalla Società corrisponde al 24,90% del capitale sociale della GWS. La relativa partecipazione risulta iscritta nell'attivo patrimoniale in base al criterio del costo salvo perdita durevole.

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

In relazione a tale società partecipata lo scrivente ha acquisito copia dello statuto dal quale si evince quanto segue:

- la società partecipata GWS ha durata sino al 31/12/2050 salvo proroga o anticipato scioglimento ed è amministrata da un Consiglio di amministrazione costituito da 3 membri nelle persone del Sig. Eric Gambaro, del Sig. Luigi Da Ros e del Sig. Gazmed Demiri;
- la Società partecipata GWS he per oggetto *"la produzione e la commercializzazione di prodotti e/o servizi innovatici ad alto valore tecnologico e più specificamente:*
  - *l'attività di ricerca, sviluppo, produzione e commercializzazione di impianti per il trattamento delle acque potabili nonché l'attività di assistenza e manutenzione su impianti per il trattamento delle acque potabili;*
  - *l'installazione e manutenzione di impianti termo idraulici, idrico sanitari, a gas, antincendio e impianti elettrici".*

La consistenza patrimoniale di GWS risultante dal bilancio di verifica al 31/12/2024, che evidenzia un patrimonio netto pari ad Euro 423.541,98-, permette di constatare che il valore di iscrizione della partecipazione in GWS nel bilancio di WTS al 31/12/2024 risulta inferiore alla corrispondente quota di patrimonio netto alla medesima data, pari ad Euro 105.462-, a fronte di un valore di iscrizione in bilancio pari ad Euro 22.490-.

Alla luce di ciò è presente un plusvalore latente di Euro 82.972-, che viene inserito fra le rettifiche per Euro 81.976- al netto delle imposte latenti di Euro 996- (si prevede che in caso di cessione della partecipazione, si possa usufruire del regime *participation exemption* – PEX).

"Altre immobilizzazioni finanziarie"

Il saldo netto contabile della categoria "Altre immobilizzazioni finanziarie" al 31/12/2024 è pari ad Euro 1.760 e si riferisce a depositi cauzionali di durata superiore a 12 mesi.

Considerato l'importo, lo scrivente non ha svolto alcuna verifica e non ritiene di operare alcuna rettifica.

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Rimanenze

Rimanenze	Saldo al 31/12/2024	Rettifiche	Saldo di valutazione
Rimanenze di prodotti finiti	2.116.900		2.116.900
Totale	**2.116.900**	**0**	**2.116.900**

Il saldo netto contabile della voce "Rimanenze" al 31/12/2024 è pari ad Euro 2.116.900. La voce si riferisce alle rimanenze di prodotti finiti.

Dato il peso significativo delle rimanenze sul totale attivo della Società, lo scrivente ha proceduto ad effettuare un sopralluogo presso la sede della WTS per verificare l'esistenza fisica e le condizioni delle stesse. Al contempo, su richiesta dell'esponente, la Società ha fornito l'inventario dei beni in formato *excel* e la stampa di alcune schede articolo. Dalle informazioni acquisite è emerso che la valorizzazione delle rimanenze avviene con il metodo del LIFO.

Dalle informazioni raccolte è altresì emerso che l'anzianità del magazzino è di circa un anno e che lo stesso ruota periodicamente. Alla luce di ciò, lo scrivente non ritiene di operare alcuna rettifica.

Crediti iscritti nell'attivo circolante

Crediti iscritti nell'attivo circolante	Saldo al 31/12/2024	Rettifiche	Saldo di valutazione
verso clienti	730.718		730.718
crediti tributari	132.253		132.253
verso altri	128.409		128.409
Totale crediti	**991.380**	**0**	**991.380**

Crediti verso clienti

Il saldo netto contabile della categoria "Crediti verso clienti", al 31/12/2024 è pari ad Euro 730.718,00- e si riferisce a crediti commerciali verso clienti per Euro 634.508,75-, effetti all'incasso per Euro 32.369,36-, fatture da emettere per Euro 48.000,00- e crediti verso Pozzi per Euro 15.840,29-. Considerato che la Società non ha appostato alcun fondo svalutazione per i crediti e che nulla viene detto in merito nelle note integrative dei bilanci, non si proceder ad effettuare alcuna rettifica alla posta in commento.

Crediti tributari

Il saldo netto contabile della categoria "Crediti tributari", al 31/12/2024 è pari ad Euro 132.253,00- e si riferisce all'acconto Ires per Euro 23.901,00-, all'acconto Irap per Euro

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

8.352,50-, all'erario c/Ires a credito per Euro 512,12, all'erario c/ritenute subite per Euro 885,37- e ai crediti verso assicurazioni per Euro 98.601,76-.

Ai fini dei riscontri valutati, la Società ha fornito la stampa dell'estratto dei versamenti relativi all'anno 2024 dell'Agenzia delle Entrate. In relazione al credito Ires lo scrivente dà atto che in data 6 dicembre 2024 e in data 31 dicembre 2024 sono state pagati gli acconti Ires di Euro 11.950,50- ciascuno, per complessivi Euro 23.901,00-. In relazione al credito Irap lo scrivente da atto che in data 6 dicembre 2024 e in data 31 dicembre 2024 sono state pagati gli acconti Ires di Euro 4.176,25- ciascuno, per complessivi Euro 8.352,50-.

Ai fini dei riscontri valutati, la Società ha fornito la scheda contabile dei crediti verso assicurazioni che riporta un saldo al 31/12/2024 di Euro 98.601,76- e si riferisce a polizze vita, polizza Unibonus e pagamenti diversi.

Alla luce di quanto sopra, non viene effettuata alcuna rettifica alle poste contabili in commento.

Crediti verso altri

Il saldo netto contabile della categoria "Crediti verso altri", al 31/12/2024 è pari ad Euro 128.409,00- e si riferisce ai crediti verso dipendenti per anticipi T.F.R. per Euro 6.500,00-, a crediti per cauzioni per Euro 17.700,00- e ad accantonamento T.F.R. per Euro 104.209,03-.

Ai fini dei riscontri valutativi, la Società ha fornito allo scrivente n. 3 estratti conto relativi a n. 3 depositi di risparmio n. 412154, n. 414815 e n. 412139 accesi presso Banca Passadore & C. dai quali si evince che l'accantonamento T.F.R. è pari ad Euro 104.209,03-. L'importo iscritto in contabilità risulta pertanto confermato.

Disponibilità liquide

Disponibilità liquide	Saldo al 31/12/2024	Rettifiche	Saldo di valutazione
Depositi bancari e postali	50.507		50.507
Denaro e altri valori in cassa	228.460		228.460
Totale	**278.967**	**0**	**278.967**

Depositi bancari e postali

Il saldo netto contabile della categoria "Depositi bancari e postali", al 31/12/2024 è pari ad Euro 50.507-. Detto importo coincide con il saldo dell'estratto conto al 31/12/2024. Alla luce di quanto sopra, non viene effettuata alcuna rettifica alla posta contabile.

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Denaro e valori in cassa

Il saldo netto contabile della categoria "Denaro e valori in cassa", al 31/12/2024 è pari ad Euro 228.460,00-. L'esponente stimatore ha proceduto ad effettuare la conta fisica della giacenza di cassa di Genova. Nella voce in commento sono presenti i conti Paypal e il conto anticipi Ri.Ba. acceso presso Unicredit. L'esponente stimatore non ritiene di dover apportare alcuna modifica alla voce in commento.

Ratei e risconti attivi

Ratei e risconti attivi	Saldo al 31/12/2024	Rettifiche	Saldo di valutazione
Risconti attivi	79.602		79.602
Totale	**79.602**	**0**	**79.602**

Il saldo netto contabile della categoria "Ratei e risconti attivi", al 31/12/2024 è pari ad Euro 79.602-. Si precisa che sono state fornite dalla Società le schede contabili relative ai ratei ed ai risconti passivi. L'esponente non ritiene di operare alcuna rettifica alla posta in commento.

Fondo Trattamento di Fine Rapporto

Fondo Trattamento di Fine Rapporto	Saldo al 31/12/2024	Rettifiche	Saldo di valutazione
F.do TFR	90.348		90.348
Totale	**90.348**	**0**	**90.348**

Il saldo netto contabile della categoria "Fondo Trattamento di Fine Rapporto", al 31/12/2024 è pari ad Euro 90.348,00-. La voce è stata confrontata con la documentazione ricevuta dal consulente del lavoro, che ha confermato l'importo sopra indicato. Alla luce di quanto sopra, non viene effettuata alcuna rettifica alla posta contabile in commento.

Debiti

Debiti	Saldo al 31/12/2024	Rettifiche	Saldo di valutazione
debiti verso soci per finanziamenti	13.497		13.497
debiti verso banche			
- esigibili entro il successivo esercizio	1.258.136		1.258.136
- esigibili oltre il successivo esercizio	1.267.824		1.267.824
totale debiti verso banche	2.525.960		2.525.960
debiti verso fornitori	319.092		319.092
debiti tributari	124.980	57.844	182.824
altri debiti	35.890		35.890
Totale	**3.019.418**	**57.844**	**3.077.262**

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Debiti verso soci per finanziamenti

Il saldo netto contabile della categoria "Debiti verso soci per finanziamenti", al 31/12/2024 è pari ad Euro 13.496,59-. In merito a detta posta non viene effettuata alcuna rettifica.

Debiti verso banche

Il saldo netto contabile della categoria "Debiti verso banche", al 31/12/2024 è pari ad Euro 2.525.930,10-.

I debiti verso le banche esigibili entro il successivo esercizio ammontano ad Euro 1.267.824,25-. Ai fini dei riscontri valutativi, la Società ha fornito copia degli estratti dei conti correnti e da tale raffronto emerge che il valore di bilancio risulta allineato ai valori indicati sugli estratti conto. Non viene pertanto effettuata alcuna rettifica.

I debiti verso le banche esigibili oltre il successivo esercizio ammontano ad Euro 1.258.135,85-. Ai fini dei riscontri valutativi detto valore iscritte nel passivo patrimoniale della società, lo scrivente ha preso a riferimento i contratti di mutuo e i relativi piani di ammortamento alla data del 31 dicembre 2024. Da tale raffronto emerge che il valore di bilancio risulta allineato ai valori indicati nei documenti pervenuti dagli istituti di credito e, pertanto, non viene effettuata alcuna rettifica alla posta in commento.

Debiti verso fornitori

Il saldo contabile del conto "Debiti verso fornitori" al 31/12/2024 è pari ad Euro 319.092,25. L'esponente stimatore ha chiesto alla Società di produrre l'elenco dei fornitori. A seguito delle analisi poste in essere, non viene effettuata alcuna rettifica alla posta in commento.

Debiti tributari e previdenziali

Il saldo contabile del conto "Debiti tributari e previdenziali" al 31/12/2024 è pari ad Euro 124.980,01- e si riferisce all'iva per Euro 78.226,14-, alle ritenute dei professionisti per Euro 1.726,44-, alle ritenute dipendenti per Euro 17.924,91, ai contributi INPS per Euro 26.970,50- e all'Inail per Euro 132,02-.

Relativamente ai debiti sopra menzionati, fatta eccezione per l'Iva di cui si dirà nel prosieguo, ai fini dei riscontri valutativi sul valore delle voci sopra menzionate iscritte, lo scrivente ha preso a riferimento le schede contabili fornite dalla Società ed i relativi pagamenti

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

degli F24 a gennaio 2025. Da tale raffronto emerge che il valore di bilancio risulta allineato ai valori indicati negli F24 pagati a gennaio 2025 e pertanto si procede a confermare gli importi indicati nella situazione di riferimento.

Con riferimento all'Iva, invece, dalla situazione contabile al 31 dicembre 2024 emerge un debito di Euro 78.226,14- relativo ai mesi di ottobre, novembre e dicembre, che la Società sta pagando poco per volta. Dalle informazioni raccolte è emerso che è stato notificato a WTS solamente un avviso bonario da parte dell'Agenzia delle Entrate relativo all'Iva del 3° trimestre dell'anno 2023, il cui pagamento a rate è stato definito (l'ultima rata aveva scadenza al 28 febbraio 2025). L'esponente stimatore non ritiene di apportare alcuna variazione alla posta in commento.

Infine, con la finalità di porre in essere controlli quanto più completi, su richiesta dell'esponente stimatore la società ha inoltre fornito la dichiarazione dei redditi 2024/2023 e la dichiarazione Irap 2024/2023 dalle quali emerge un debito Ires di Euro 15.414,00- e un debito Irap di Euro 7.925,00-, interamente pagati.

Si precisa che lo scrivente stimatore ha proceduto ad inserire le imposte (presunte) dell'esercizio relativo all'anno 2024 pari ad Euro 57.844. Con riferimento al calcolo delle stesse, si rinvia a quanto illustrato al successivo paragrafo ***6.4.***.

Altri debiti

Il saldo contabile del conto "Altri debiti" al 31/12/2024 è pari ad Euro 35.889,54, e si riferisce a debiti verso dipendenti. Dall'analisi del mastrino prodotto dalla Società emerge che il debito risulta essere stato regolarmente pagato nell'anno 2025 e, pertanto, non vengono effettuate rettifiche alla posta in commento.

Ulteriori verifiche

Verifiche in merito alla sussistenza di passività potenziali

Come in precedenza specificato, la data di riferimento della presente stima è il 31 dicembre 2024. L'assoggettamento a revisione legale della Società nonché i controlli a campione effettuati dal sottoscritto non hanno evidenziato la necessità di apportare alcuna rettifica ai dati di bilancio a tale data con l'eccezione delle rettifiche relative alle immobilizzazioni immateriali e alle immobilizzazioni finanziarie esplicitamente menzionate in precedenza.

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Tuttavia, al fine di verificare l'assenza di rischi o di debiti eventualmente sorti successivamente a tale data, ma che potrebbero influenzare il valore attribuito alla Società e, di conseguenza, alla quota oggetto di pignoramento da parte di terzi, in sede di redazione della presente relazione lo scrivente dà atto di avere effettuato gli ulteriori accertamenti di seguito riportati.

In materia fiscale e previdenziale

Al fine di verificare l'insussistenza ad oggi di debiti di natura fiscale o previdenziale, lo scrivente ha richiesto alla Società di produrre l'evidenza dell'interrogazione all'area riservata online di Agenzia delle entrate-Riscossione. La stampa dell'esito dell'accesso effettuato dalla Società in data 8 gennaio 2025 consegnata al sottoscritto, testimonia l'assenza di documenti da saldare a titolo di cartelle esattoriali.

Sempre su richiesta dello scrivente stimatore, WTS ha prodotto il certificato rilasciato dall'I.N.P.S. e dall'Inail che attesta la regolarità dei pagamenti da parte della Società.

Infine, la Società ha prodotto il certificato di sussistenza dei requisiti previsti dall'art. 17-bis, comma 5, D. Lgs. 9 luglio 1997, n. 241 (*c.d.* DURF), dal quale non emergono posizioni a debito.

Alla luce di quanto sopra esposto, non vengono effettuate rettifiche.

6.3. Determinazione del valore del patrimonio netto rettificato K

Al termine delle illustrazioni effettuate nei precedenti paragrafi, il patrimonio netto rettificato alla data del 31/12/2024, presenta il valore di Euro 1.046.166- come di seguito indicato:

Patrimonio Netto	**Euro**
Capitale	75.000
Riserva legale	9.852
Altre riserve	708.809
Utile (perdita) dell'esercizio	161.495
Saldo al 31/12/2024	**955.157**

Rettifiche	
Rettifiche (imm.ni immateriali, imm.ni finanziarie e debiti tributari)	91.009
Totale Rettifiche	**91.009**

Patrimonio netto rettificato	**1.046.166**

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

6.4. La determinazione del Goodwill

L'avviamento *(goodwill)* è calcolato come pari all'attualizzazione del surplus di reddito e pertanto

$$Gw = a \neg_{ni,} (R - K\, i'')$$

Determinazione dei parametri

Determinazione del reddito medio prospettico

Ai fini della determinazione del reddito medio prospettico normalizzato da utilizzare per l'individuazione del sovrareddito, si ritiene opportuno riferirsi ai redditi storici muovendo dal presupposto che il reddito medio conseguito negli ultimi quattro esercizi (dal 2021 al 2024) sia rappresentativo delle prospettive future di redditività della Società. Dall'analisi è stato escluso l'anno 2020 per ovvie ragioni legate alla non ordinarietà di detto esercizio causate dalla pandemia legata al Covid-19.

Peraltro, la procedura di normalizzazione dei redditi impone di operare le rettifiche ai risultati contabili. In questo caso lo scrivente ha provveduto a determinare il reddito medio normalizzato apportando al risultato netto degli esercizi considerati le seguenti rettifiche:

Rettifiche	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**
Sopravvenienze attive	22.305	9.290	19.136	21.224
Sopravvenienze passive	19.557	6.756	1.991	56.505
	(2.749)	**(2.534)**	**(17.145)**	**35.281**

Nella voce "Sopravvenienze attive" sono inserite le voci "sopravvenienze attive", "sopravvenienze attive non imponibili" e "altre sopravvenienze" indicate nella situazione contabile al 31 dicembre 2024 fornita allo scrivente, mentre nella voce "sopravvenienze passive" sono inserite le voci "altri oneri di gestione indeducibili", "sopravvenienze passive" e "oneri straordinari" indicate nella situazione contabile al 31 dicembre 2024 fornita allo scrivente. Il reddito medio normalizzato relativo agli esercizi in commento risulta essere pertanto il seguente:

	2021	**2022**	**2023**	**2024**
Utile dell'esercizio	90.936	79.200	102.292	103.651
Rettifiche	(2.749)	(2.534)	(17.145)	35.281
Risultato normalizzato	**88.187**	**76.666**	**85.147**	**138.932**

Relativamente all'anno 2024, si precisa che la situazione fornita dalla Società indica il valore dell'utile *ante* imposte pari ad Euro 161.495-. Al fine di uniformare il dato dell'utile

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

dell'esercizio dell'anno 2024 ai dati dell'utile dell'esercizio degli anni 2021, 2022 e 2023, lo scrivente stimatore ha proceduto a quantificare il peso in percentuale delle imposte sull'utile *ante* imposte per gli anni 2021 (30,72%), 2022 (41,13%) e 2023 (35,60%) e a determinare la media dei tre valori, ottenendo la percentuale del 35,82%. Detto valore è stato applicato sull'utile *ante* imposte dell'anno 2024 ed è stato quantificato in Euro 103.651- il valore stimato dell'utile dopo le imposte dell'anno 2024.

Alla luce delle predette rettifiche si determina un reddito normalizzato pari ad Euro 97.233- da utilizzare quale parametro per la valutazione del sovrareddito.

Alla luce dei dati e delle informazioni raccolte in merito al portafoglio ordini attualmente in essere, si ritiene che l'assunzione del parametro R, determinato quale media storica normalizzata, possa considerarsi ragionevole in quanto supportata dall'attuale andamento della produzione.

Determinazione del tasso (i'')

Il sovrareddito da attualizzare ai fini della determinazione del valore di avviamento, nella formula precedentemente esposta è pari a (R – K i'').

Determinati come sopra esposto i parametri R e K, è necessario stimare il tasso (i''). Detto tasso, da applicare al patrimonio netto rettificato (K), è il tasso che consente di determinare la misura del reddito differenziale in quanto tasso idoneo ad esprimere una misura di rendimento soddisfacente tenuto conto del grado di rischio che l'azienda incontra.

La dottrina prevalente identifica tale tasso con il "costo del capitale proprio" o "*C.O.E. – Cost of Equity*".

Il costo del capitale proprio "C.O.E." è pari al tasso di rendimento delle attività prive di rischio, incrementato di un premio per il rischio specifico, calcolato con riferimento al cosiddetto coefficiente beta che misura il rischio sistematico dell'impresa in relazione alla volatilità del suo rendimento rispetto a quello del mercato. Il coefficiente beta viene stimato sulla base del medesimo parametro espresso da società quotate comparabili e di considerazioni relative alla specifica realtà da valutare.

Il calcolo è rappresentato nella formula sottostante:

C.O.E. = Rf + beta * (Rm-Rf)

Dove:

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Rf =	tasso di rendimento *risk free*, pari al rendimento delle attività prive di rischio e stimato sulla base del rendimento garantito da obbligazioni a medio-lungo termine emesse dallo Stato;
Beta =	coefficiente di volatilità o rischio sistematico, assunto come media dei beta di mercato di un campione di società comparabili;
Rm =	premio per il rischio di mercato, misurato come maggiore rendimento che gli investitori richiedono a fronte dell'investimento nel mercato azionario rispetto ad attività prive di rischio.

Tale formula misura quindi il tasso considerato come sommatoria del tasso di riferimento degli investimenti senza rischio, aumentato del tasso di rischio, al fine di remunerare il surplus di rischio in relazione all'attività considerata.

Il tasso "rf "di rendimento delle attività prive di rischio

Tale tasso è quello utilizzato per riportare, al momento della data di riferimento della valutazione, valori che si manifesteranno monetariamente in futuro. Si tratta di un tasso puramente finanziario, senza alcun apprezzamento per il rischio.

In conformità all'orientamento della dottrina prevalente e della prassi professionale, per determinare il tasso degli investimenti privi di rischio si fa normalmente riferimento al rendimento dei titoli di Stato o garantiti dallo Stato.

Il tasso "rm" di rendimento di "mercato" ed il premio per il rischio di mercato (rm - rf)

Il tasso rm è il rendimento atteso dal portafoglio complessivo del mercato azionario. Il tasso rm viene utilizzato nel modello del CAPM per esprimere il cosiddetto premio per il rischio di mercato, dato dalla differenza tra lo stesso rm e rf.

Nel contesto statunitense, l'indicatore riferito al panel *"Standard & Poor's 500*" è il più diffuso per ottenere tali misurazioni. Nel contesto italiano, viceversa, non sono disponibili stime univoche di lungo periodo del rendimento medio atteso dal portafoglio complessivo "rm".

In conformità all'orientamento della dottrina prevalente e della prassi valutativa, il premio di mercato generalmente adottato nei paesi occidentali si colloca in un intervallo variabile a

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

seconda del Paese di riferimento, del tipo di mercato, e dell'arco temporale considerato per la stima del rendimento di mercato e del tasso risk free.

Ai fini della presente valutazione viene assunto un premio per il rischio di mercato Italia pari al 7,26[1].

Stima del coefficiente β

Il coefficiente beta è un coefficiente atto a misurare il grado di rischio specifico dell'azienda in relazione al grado di rischiosità medio del settore.

Per le aziende quotate l'indice beta è un indicatore della volatilità dei loro corsi azionari in rapporto alla volatilità dei corsi azionari del settore e viene calcolato come rapporto tra lo scarto quadratico medio delle variazioni dei corsi azionari dell'azienda e lo scarto quadratico medio delle variazioni degli indici di Borsa settoriali.

Ai fini della presente stima è stato adottato un coefficiente beta pari a 7,67 prendendo quale riferimento il settore "*Food Wholesalers*" di Damodaran[2].

Determinazione del costo del capitale proprio

Avendo quindi proceduto alla determinazione dei singoli parametri, la determinazione del costo del capitale proprio (C.o.e.) espresso in termini nominali, viene determinata come segue:

Determinazione del C.o.e. = rf + β (rm-rf)	
rf	3,65%
rm	7,26%
rm-rf	3,61%
β	0,767
C.o.e. nominale	6,42%

Alla luce del calcolo sopra riportato viene quindi determinato un C.o.e. nominale in misura pari al 6,42%.

Determinazione del tasso di attualizzazione (i') e dell'orizzonte temporale (n)

In merito alla determinazione del tasso di attualizzazione (i'), la dottrina ha elaborato quattro differenti impostazioni:

a. secondo la scuola americana, il tasso (i') è il tasso di attualizzazione valido per la specifica impresa;

[1] Fonte *Damodaran, Country Default Spreads and Risk Premiums*, 9 gennaio 2025.
[2] Fonte *Damodaran, beta by sector*, 5 gennaio 2025

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

b. secondo la classica impostazione dell'UEC, si tratta di un tasso particolarmente elevato poiché deve scontare il rischio peculiare di cessazione del sovrareddito. L'impostazione classica originale, in particolare, stimava il tasso (i') coincidente con il tasso (i'') o C.O.E. di cui si è già detto;

c. secondo altri autori, il tasso (i') deve essere inteso come il puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo. In base a questa impostazione il tasso (i') è dunque un mezzo per trasferite i valori dal tempo t_n al tempo iniziale t_0 e, come tale, è indipendente da problemi di rischio specifico dell'impresa ricollegandosi in tal modo a parametri finanziari senza rischio;

d. secondo altri autori, il tasso di cui al punto precedente deve essere almeno aumentato della componente "maggiorazione per l'investimento azionario".

Secondo autorevole dottrina[3], la soluzione preferibile oscilla tra la soluzione (c) e la soluzione (d). Infatti, pur essendo convincente la soluzione (d), non si può fare a meno di considerare che, in questo modo, i rischi di impresa sarebbero compresi nel calcolo due volte: una volta nel calcolo di (i'') e una volta nel calcolo di (i').

Alla luce di quanto appena riportato e avuto riguardo alla prassi professionale, l'esponente condivide l'orientamento in base al quale il tasso (i') deve essere inteso come il puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo e determinato in assenza di problemi di rischio specifico e quindi in misura pari al 3,65% corrispondente alla redditività degli investimenti *free risk*.

Per quanto concerne la determinazione di n, ossia della durata attesa del sovrareddito, la dottrina è solita fissare tale parametro in un arco di tempo variabile tra i 3 ed i 5 anni con riguardo, soprattutto, alle attività aziendali per le quali la redditività è influenzata dalla capacità del titolare.

Tale valore viene solitamente ridotto a tre anni per le aziende in condizioni di precario equilibrio economico ed innalzato anche fino a dieci anni per le imprese in situazioni di ordinario equilibrio.

Nel caso della società oggetto della presente valutazione, è sicuro elemento da considerare la pluriennale presenza sul territorio genovese, le peculiari competenze maturate

[3] Si veda in proposito "Trattato sulla valutazione delle aziende" di Luigi Guatri - Edizioni EGEA 1998

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

ed il posizionamento sul mercato della stessa. Alla luce delle considerazioni sopra esposte, pur mantenendo un approccio prudenziale, si ritiene pertanto corretto adottare un arco temporale pari ad anni cinque.

Determinazione valore dell'avviamento (*goodwill*)

Alla luce di quanto esposto, sviluppando la ricordata formula:

$$Gw = a \neg_{ni'} (R - K' \times i'')$$

e assumendo, anche sulla base di quanto in precedenza esposto:

il valore di **K** precedentemente calcolato con il metodo patrimoniale pari ad Euro	1.046.166
il valore di **R** pari ad Euro	97.233
il valore di **i''** che esprime il costo del capitale proprio pari a	6,42%
il valore di **i'**, che esprime il tasso di attualizzazione pari a	3,65%
un numero di anni **n** pari a	5
Gw - (Goodwill o avviamento)	**135.100**

il valore dell'avviamento **Gw** della società in esame sarà pari ad **Euro 135.100-**.

6.5. Determinazione del valore attribuibile a WTS S.r.l. con il metodo misto patrimoniale reddituale con stima autonoma del *goodwill*

Alla luce di quanto esposto, sviluppando la ricordata formula:

$$W = K + Gw$$

e assumendo, anche sulla base di quanto in precedenza esposto:

il valore di **K,** calcolato con il metodo patrimoniale semplice, pari ad Euro	1.046.166
il valore di **Gw**, calcolato come sopra descritto, pari ad Euro	135.100
	1.181.266

il valore del capitale economico della società in esame, calcolato con il metodo misto patrimoniale reddituale con stima autonoma dell'avviamento, sarà pari ad **Euro 1.181.266-**.

7. CONCLUSIONI

Come illustrato nelle premesse, l'Ill.ma Dott.ssa Cristina Tabacchi ha formulato il seguente Quesito: "*Indichi il nominato stimatore, espletate le opportune Indagini, quale possa essere it valore effettivo e attuale della quota pari al 33,33% della società WTS S.r.l., con sede Genova, Via Trasta 14, Iscritta alla Camera di Commercio di Genova al n. 05014100820, Intestata alla società Solido S.r.l. (C.F. 02478220359)*".

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Il valore della partecipazione del 33,33% della WTS S.r.l., calcolato attraverso il metodo misto patrimoniale e reddituale con stima autonoma del *goodwill* ammonta ad Euro 393.754,87- e quindi, arrotondando per semplicità per difetto, ad

Euro 390.000,00- (trecentonovantamila/00).

Considerato che la cessione della quota avverrà nell'ambito di una procedura esecutiva mobiliare, l'esponente non ritiene di applicare alcuno sconto di minoranza al valore sopra riportato.

****

Il sottoscritto ritiene di avere espletato il mandato ricevuto sulla base delle informazioni fornite dalla società e con la dovuta coscienza professionale.

Ringraziando con perfetta osservanza.

Genova, 15 marzo 2025

Dott. Luigi Figari

(firmato digitalmente)

Allegati:

1. Dichiarazione rilasciata dal legale rappresentante di WTS
2. Relazione dell'Ing. Andrea Chiaiso

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009