



TRIBUNALE ORDINARIO DI ROMA

SEZIONE III CIVILE

R.G. N. 2089/2025

G.E. Dott.ssa Giulia Messina

\* \* \*

Causa promossa da: \*\*\*

con l'avv. \*\*\*

CREDITORE PROCEDENTE

\*\*\*

con l'avv. \*\*\*

CREDITORE INTERVENUTO

contro: \*\*\*

con l'avv. \*\*\*

DEBITORE ESECUTATO

\* \* \*

Il sottoscritto dott. Francesco Alati, Consulente tecnico d'ufficio nel procedimento in epigrafe, iscritto all'albo dei Dottori commercialisti ed Esperti contabili di Roma ed all'albo dei Consulenti tecnici del Tribunale di Roma, si prega di rassegnare la presente

RELAZIONE DI CONSULENZA TECNICA D'UFFICIO

\* \* \*

Indice

1. Premessa ..... 2

2. Quesito ..... 3

<b>3. Documentazione esaminata</b>	4
<b>4. Limiti e condizioni</b>	5
<b>5. Oggetto della perizia</b>	7
<b>6. Metodi di valutazione</b>	8
6.1. Metodo patrimoniale	9
6.2. Metodo reddituale	11
6.3. Metodi misti patrimoniali-reddituali	15
6.4. Metodo finanziario	19
6.5. Metodo dei multipli	21
6.6. Metodologia di valutazione delle società di gestione immobiliare	22
<b>7. Valutazione di C.D.V. s.r.l.</b>	24
7.1. Valori di bilancio	24
7.2. Scelta del metodo di valutazione	27
7.3. Stima col metodo patrimoniale	28
<b>8. Conclusioni della relazione tecnica d'ufficio</b>	29
<b>9. Osservazioni delle parti</b>	30
<b>10. Distinta allegati</b>	31

### 1. Premessa

In data **26.05.2025**, il sottoscritto dott. Francesco Alati, nato a Catanzaro il 02.09.1965, codice fiscale LTAFC65P02C352U, con studio a Roma, in via Sabotino 45, veniva nominato C.T.U. contabile nella causa indicata in epigrafe ed allo stesso, dopo aver accettato l'incarico e prestato il giuramento di rito all'udienza del **02.07.2025**, veniva formulato il quesito

riportato nel prosieguo dell'elaborato.

In data **21.07.2025** avevano inizio le operazioni peritali (all. A) ed il C.T.U.

prende atto della mancata costituzione in giudizio di parte debitrice

(successivamente costituitasi con l'avv. \*\*\* in data

12.09.2025) e della nomina del consulente tecnico del creditore procedente,

dott. \*\*\* con studio \*\*\* avvenuta in

data 15.07.2025.

Si riportava quindi il quesito posto dall'III.mo Giudicante con l'ordinanza del

**26.05.2025** e si prendeva visione della documentazione in atti.

Il C.T.U. invitava quindi le parti a voler formulare, via e-mail, i criteri e le

indicazioni di calcolo indicate dal quesito peritale entro il termine del

08.08.2025.

In data **18.08.2025** il C.T.U. riscontrava la comunicazione ricevuta in data

06.08.2025, via e-mail (all. B) da parte del dott. \*\*\* C.T. del

creditore procedente, contenente il seguente allegato:

- 2025.08.06 osservazioni preliminari ctp (all. B2).

Il C.T.U. sospendeva le operazioni peritali e, salvo richiesta delle parti ai fini

della conciliazione ai sensi dell'art. 199 c.p.c., si impegnava a trasmettere la

bozza di relazione tecnica entro il termine del **21.10.2025**, in conformità con

quanto disposto dall'III.mo Giudicante.

## **2. Quesito**

L'III.mo Giudicante, con l'ordinanza del **26.05.2025**, ha assegnato allo

scrivente l'incarico di rispondere al seguente quesito:

*"Dica il CTU, previo esame della documentazione in atti, quale sia il valore*

commerciale delle quote oggetto di esecuzione e se vi siano cause di prelazione in favore di eventuali altri soci”.

Si ritiene utile riportare, seppur sinteticamente, le pretese delle parti in lite.

**Pretese del creditore procedente**

La parte creditrice, come riportato nell’istanza di vendita datata **20.02.2025**

(all. 4), chiede all’Ill.mo Tribunale di “autorizzare la vendita dei beni pignorati in danno del debitore e di emettere i rituali provvedimenti conseguenziali”

poiché “l’istante è creditore, nei confronti di<sup>\*\*\*</sup> della somma

complessiva di euro 13.198,00 in virtù di sentenza passata in giudicato n.

14204/23 emessa e depositata il 05.10.23, resa nell’ambito del giudizio R.G.

n.12705/2023, dal Tribunale di Roma, in persona del Giudice Dott.<sup>\*\*\*</sup>

<sup>\*\*\*</sup> e “per la soddisfazione del credito vantato, nonché delle spese esecutive e degli interessi maturati e maturandi, è necessario procedere alla

vendita delle quote societarie della CDV srl di proprietà del debitore<sup>\*\*\*</sup>

<sup>\*\*\*</sup> pignorate”.

**3. Documentazione esaminata**

Al fine del presente incarico il C.T.U. ha esaminato la documentazione di

seguito indicata:

Creditore procedente:

1. Atto di precetto in rinnovazione del 19.11.2024

2. Titolo esecutivo:<sup>\*\*\*</sup> - sentenza n. 14204/2023 del Tribunale

di Roma (RG 12705/2023)

3. Atto di pignoramento della quota sociale della C.D.V. s.r.l. detenuta

dal sig.<sup>\*\*\*</sup>

4. Istanza di vendita delle quote societarie della C.D.V. s.r.l. di proprietà  
del debitore \*\*\* del 20.02.2025

5. Atto costitutivo C.D.V. s.r.l. del 20.02.2003

6. Visura camerale storica al 18.02.2025

7. Bilancio C.D.V. s.r.l. al 31.12.2022

8. Certificato di trascrizione del pignoramento quote presso la Camera  
di commercio di Roma

Creditore intervenuto:

9. Atto di intervento ex art. 499 c.p.c. del 12.06.2025

10. Titolo esecutivo – sentenza n. 4312/2025 del Tribunale di Roma (RG  
25835/2023).

4. Limiti e condizioni

La perizia è stata condotta sulla base della documentazione elencata al  
paragrafo 3 del presente elaborato.

Nello specifico, a supporto della consulenza estimativa lo scrivente ha  
derivato le grandezze economico/patrimoniali esclusivamente dal bilancio  
d'esercizio al 31.12.2022, il solo depositato in atti.

La scarsa e sintetica produzione documentale impedisce inoltre di  
approfondire le reali consistenze patrimoniali, sia alla data dell'ultimo  
bilancio depositato sia ad una data più prossima all'istanza di vendita  
(depositata in data 20.02.2025).

Si rileva infatti come il bilancio in atti sia stato redatto in forma abbreviata ai  
sensi dell'art. 2435 bis, c.1, c.c. e che, ricorrendone i presupposti, non è stata  
presentata la Relazione sulla gestione che avrebbe permesso di

comprendere sia il mercato di riferimento che gli accadimenti aziendali.

Trattandosi, nello specifico, di una società di gestione/locazione di immobili

di proprietà, emerge l'assenza di qualunque tipo di documentazione

attinente agli asset materiali, elemento cardine per un'appropriata

valutazione di tale tipologia di azienda. Non si conoscono numerosità,

tipologia, e ubicazione dei cespiti, informazioni di vitale importanza nella

stima del valore di un'azienda che si caratterizza come una holding

immobiliare. Altresì non è stata documentata in atti l'ingente svalutazione

delle immobilizzazioni strumentali per €432.500, avvenuta nell'esercizio

2022, riportata sinteticamente in Nota integrativa come segue: "Si

rappresenta che in un'ottica meramente prudenziale il valore delle

immobilizzazioni materiali imputabile agli immobili strumentali, oggetto di

rivalutazione civile effettuata nell'esercizio 2008 ai sensi del DL 185/2008, è

stato svalutato per la perdita di valore durevole che gli stessi hanno subito in

questi ultimi anni. Per quantificare il valore attuale è stata disposta una

perizia asseverata e la relativa svalutazione è stata direttamente coperta con

l'apposita riserva di rivalutazione formata nell'esercizio 2008."

Non è stata inoltre depositata in atti la contabilità di C.D.V. s.r.l. da cui si

sarebbero potuti comprendere nel dettaglio i fenomeni aziendali, la

tipologia di operatività, la natura dei ricavi e dei costi, le operazioni tipiche e

la tipologia, bontà e anzianità di crediti e debiti.

Altresì non sono disponibili dati prospettici relativi alla redditività futura

dell'azienda.

Si rileva infine che la società non è soggetta a revisione legale dei bilanci.

Non prevedendo il presente incarico lo svolgimento di procedure di revisione contabile sui bilanci della società, né verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di ulteriori attività o passività, non si può esprimere alcuna opinione o altra forma di giudizio sull'accuratezza, correttezza o completezza dei dati. Ne consegue che lo scrivente deve assumere come attendibili le situazioni contabili menzionate.

Il C.T.U. ha quindi stimato il valore della società C.D.V. s.r.l. in base alla documentazione in atti, sotto limiti e condizioni sopra evidenziati.

#### **5. Oggetto della perizia**

L'Ill.mo Giudicante chiede che il C.T.U., esaminati i documenti in atti, accerti il valore commerciale delle quote oggetto di esecuzione e se vi siano cause di prelazione in favore di eventuali altri soci.

Per valorizzare le singole quote societarie lo scrivente ha preliminarmente valutato l'azienda C.D.V. s.r.l. nella sua interezza. Una volta accertato il valore della società, ha poi proceduto alla valorizzazione della quota di spettanza del debitore sig. \*\*\*

La data di riferimento della presente perizia estimativa è il 31.12.2022, data dell'unico bilancio depositato in atti da parte creditrice. Proprio a causa del mancato deposito di documentazione aggiornata, come anche espresso nei limiti e condizioni alla presente perizia, il valore potrebbe divergere da quello attribuibile in data odierna e da quello alla data dell'istanza di vendita del 20.02.2025 (all. 4).

Oggetto della perizia è il valore del capitale economico della C.D.V. s.r.l.,  
con sede legale in via Castelfidardo n. 50 a Roma (RM), con partita IVA e C.F.  
07410751007 (all. 6).

Essa è stata costituita in data 20.02.2003, con capitale sociale di €15.000,00,

così composto:

1/3 - socio	***	- €5.000,00;
1/3 - socio	***	- €5.000,00;
1/3 - socia	***	€5.000,00.

L'oggetto sociale della C.D.V. s.r.l., come si legge nell'atto costitutivo del  
2003 (all. 5), è:

*"- le costruzioni edilizie sia per conto proprio sia per conto di terzi, la  
compravendita e l'amministrazione di immobili, nonché il compimento di  
tutte le operazioni industriali, commerciali, finanziarie e ipotecarie con Enti  
e con privati per il raggiungimento dello scopo sociale. La società potrà  
assumere partecipazioni e cointeressenze in altre società aventi scopi  
analoghi ed affini, nei limiti stabiliti dall'art. 2361 del Codice civile.*

[...]."

L'amministratrice unica della società, dal 03.05.2004, è la socia  
\*\*\*  
(all.6).

## 6. Metodi di valutazione

Lo scrivente riepiloga di seguito le principali metodologie di valutazione del  
capitale d'impresa che è, come noto, una quantità astratta variamente  
configurabile nel suo valore in funzione delle finalità della stima e delle

ipotesi e congetture assunte a fondamento del processo estimativo.

Al fine di rispondere in modo esauriente all'incarico affidato, lo scrivente ritiene utile svolgere una breve digressione circa i metodi utilizzati in dottrina per valutare il complesso di beni aziendali.

I fattori che influenzano la scelta del metodo valutativo sono vari, in particolare:

- il settore economico in cui l'azienda opera;
- lo status dell'azienda;
- l'identità del soggetto nel cui interesse la valutazione viene eseguita.

Si riassumono, di seguito, i principali metodi di valutazione, proposti dalla dottrina aziendalistica:

- patrimoniale;
- reddituale;
- finanziario;
- misto patrimoniale – reddituale;
- multipli di mercato.

Ognuno di detti metodi predilige un aspetto rispetto ad un altro: vale a dire il patrimonio, il risultato economico o i flussi di cassa.

Di seguito si riassumono le caratteristiche di ciascun sistema di valutazione.

#### **6.1. Metodo patrimoniale**

Il metodo di valutazione patrimoniale si fonda su grandezze c.d. *stock*. Tale sistema si basa sulla valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale, a condizione che gli stessi non varino considerevolmente col mutare della presunta capacità di reddito

dell'azienda. I metodi patrimoniali individuano il valore economico del capitale nella somma algebrica degli elementi attivi e passivi del capitale dell'impresa:

$$W = \text{valore corrente delle attività} - \text{valore corrente delle passività.}$$

Contabilmente, la differenza tra le attività e le passività individua il patrimonio netto ( $K$ ) dell'impresa. Pertanto, nella prassi si ha:

$$W = K' = \text{Patrimonio netto contabile} \pm \text{rettifiche del valore contabile.}$$

La dottrina fa una distinzione tra metodi patrimoniali semplici e metodi patrimoniali complessi. In particolare:

- il metodo patrimoniale semplice considera il valore economico del capitale d'azienda pari al valore del capitale netto opportunamente rettificato (generalmente tale metodo si applica ad aziende prive di attività produttiva, società immobiliari o di partecipazioni);

- il metodo patrimoniale complesso somma al valore del patrimonio netto rettificato il valore dei beni immateriali non contabilizzati, aventi o meno valore di mercato.

L'equazione  $W = K'$  è tuttavia corretta solo se l'impresa è in grado di produrre redditi congrui, ossia in linea con il patrimonio:

$$R = iK'$$

dove:

$R$  = reddito medio atteso;

$iK'$  = reddito congruo in quanto  $i$  è il tasso di congrua remunerazione;

Dunque  $W = K'$  solo se l'impresa conseguirà un reddito congruo.

Se invece  $R \neq iK'$  occorre apportare al patrimonio netto rettificato una

correzione reddituale, pari alla somma attualizzata dei sopra/sotto redditi attesi dell'impresa. Conseguentemente ogni volta che  $R \neq iK'$ , si avrà:

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

dove:

$W$  = valore del capitale economico;

$K'$  = valore del patrimonio netto rettificato;

$R$  = reddito medio atteso;

$i$  = tasso di congrua remunerazione del capitale;

$n$  = anni di presumibile durata del sopra reddito.

Se la correzione reddituale  $(R - K'i) a_{n|i}$  è positiva, allora si avrà un avviamento, altrimenti si avrà un *badwill*.

## 6.2. Metodo reddituale

Fra i vari metodi di valutazione un ruolo di rilievo, sia per diffusione che per supporto teorico, è rivestito dal metodo reddituale.

Tale metodo rientra nei metodi dei flussi, che consistono nell'attualizzazione di flussi che possono essere finanziari o reddituali.

Il metodo reddituale determina il valore dell'azienda sulla base della capacità della stessa di generare reddito. L'obiettivo è valutare l'azienda come complesso unitario sulla base della relazione *Redditività / Valore*.

Il valore dell'azienda viene determinato mediante l'attualizzazione dei risultati economici attesi.

L'applicazione di questo metodo richiede di porre particolare attenzione alla dimensione di redditi da attualizzare e alla scelta del tasso di capitalizzazione/attualizzazione.

Per la corretta applicazione del metodo reddituale è necessario:

- 1) Quantificare il reddito medio prospettico, considerando sia le nuove strategie programmate dall'azienda nei piani pluriennali, sia i risultati storici evidenziati nei bilanci degli esercizi precedenti
- 2) Individuare un orizzonte temporale congruo
- 3) Scegliere un tasso di attualizzazione che rispecchi sia la congiuntura economica sia i rischi affrontati dall'azienda.

Il modello reddituale presenta nella pratica vari possibili orizzonti temporali, il cui limite minimo è di pochi anni. Tale metodo afferma che il valore economico del capitale si ottiene attualizzando o capitalizzando il reddito medio prospettico per un congruo tasso di valutazione, sulla base del periodo di tempo che si stima utile, a durata indefinita o definita (es: 3, 5 o 10 anni).

A tal fine è importante definire preliminarmente cosa si intenda per reddito medio prospettico. Esso è innanzitutto un reddito normalizzato, che non coincide generalmente con l'utile di bilancio. Ai fini della normalizzazione del reddito occorre infatti tenere conto di diversi elementi, quali i componenti straordinari di reddito e quelli estranei alla gestione caratteristica, i costi latenti e ogni altro elemento che possa inficiare la significatività del risultato economico aggregato. L'obiettivo del processo di normalizzazione consiste nell'individuare la reale e stabile capacità reddituale dell'azienda, eliminando elementi di casualità, non ripetibilità e non pertinenza.

L'altro elemento da prendere in considerazione per l'applicazione del metodo reddituale è il tasso di attualizzazione, che esprime il rapporto tra

reddito e capitale che viene reputato conveniente per l'investimento nell'impresa. Esso deve considerare, in aggiunta al rendimento delle attività prive di rischio, un premio per l'investimento in attività d'impresa, che rifletta un rischio generale "di mercato" e un rischio di settore/impresa.

Esso ha la funzione di attualizzare i flussi economici presunti futuri, pertanto maggiore è il suo valore, minore sarà il valore attuale di tali flussi. Di conseguenza, maggiore sarà il rischio, più elevato dovrà risultare il tasso scelto.

Affinché, infine, si tratti di un tasso effettivamente reale, e non solo monetario, deve essere corretto dell'effetto inflazione: in periodi di forte aumento dei prezzi dovrà essere caricato di un maggior spread richiesto da tale fenomeno.

La formula di attualizzazione del reddito medio prospettico è la seguente:

a) in ipotesi di rendita perpetua (durata indefinita)

$$W = R / i$$

dove:

$R$  = reddito medio prospettico;

$i$  = tasso di attualizzazione del reddito.

b) in ipotesi di rendita limitata (durata definita):

$$W = R * a_{n|i}$$

dove:

$a_n$  = valore attuale di una rendita;

$n$  = numero di anni di esistenza dell'azienda.

In alcuni casi può essere necessario il ricorso ad un orizzonte temporale

limitato (comunque con un numero di anni non inferiore a cinque), quando, considerato il ciclo di vita dei prodotti, le tecnologie disponibili e il settore di riferimento, sia razionale aspettarsi che l'azienda cessi di esistere entro un determinato numero di anni.

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

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

dove:

$i$  = tasso di attualizzazione;

$i_1$  = *risk free rate* o tasso di rendimento di investimenti sostanzialmente privi di rischio. Esso viene, di norma, calcolato sul fondamento del rendimento medio (storico o prospettico) dei titoli di Stato a medio/lungo termine, "generalmente" privi di rischio;

$i_2$  = premio per il rischio calcolato con la tecnica del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Secondo tale approccio, il premio per il rischio viene determinato moltiplicando il *beta-factor* ( $\beta$ ) (che rappresenta la misura del rischio operativo e finanziario) per il premio medio di mercato dato dalla differenza tra il rendimento medio atteso del mercato azionario  $R(m)$  e il rendimento medio atteso degli investimenti privi di rischio  $i_1$ . Tale valore si ottiene con la seguente formula  $i_2 = \beta * (R(m) - i_1)$ . Esprime il premio di rischio legato all'azienda che si sta valutando, considerando tutte le variabili della gestione;

$scr$  = maggiorazione del tasso connessa al fatto che l'investimento in una specifica attività, anziché in un portafoglio titoli, non consente di eliminare il rischio diversificabile;

$md$  = maggiorazione del tasso correlata al fatto che *asset* non negoziati su mercati regolamentati scontano rischi di negoziabilità superiori a quelli delle azioni quotate.

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

$$WACC = i\vartheta + i(d) * (1-t) * (1-\vartheta)$$

$i$  = costo del capitale proprio, calcolato secondo la tecnica dinanzi illustrata;

$i(d) * (1-t)$  = capitale di credito, al netto delle imposte, da determinare avendo quale parametro di riferimento il costo dei finanziamenti di attività aventi analogo grado di rischio;

$\vartheta$  e  $(1-\vartheta)$  = rappresentano rispettivamente l'incidenza del costo del capitale proprio e del capitale di credito.

### 6.3. Metodi misti patrimoniali-redditali

I metodi misti tengono conto contemporaneamente:

- dell'aspetto patrimoniale, che introduce nella valutazione elementi di obiettività e verificabilità;
- dell'aspetto reddituale, essenziale ai fini della determinazione del capitale economico.

Tali metodi apportano una correzione reddituale al valore risultante

dall'applicazione dei metodi patrimoniali, così da tenere nella dovuta considerazione la capacità della società oggetto di stima di generare profitti in misura tale da garantire la remunerazione del capitale investito.

Il confronto tra redditività prospettica e redditività giudicata soddisfacente per l'azienda da valutare consente la quantificazione di un *goodwill* (*badwill*) da portare ad incremento (decremento) del patrimonio netto rettificato.

Il metodo patrimoniale – reddituale garantisce:

- a) oggettività e verificabilità delle stime, propri dell'analisi patrimoniale;
- b) razionalità dei modelli basati sui flussi;

e considera:

- a) il valore degli asset tangibili e intangibili, che il metodo reddituale non considera;
- b) la redditività prospettica dell'azienda, tralasciata dall'impostazione patrimoniale.

Nei metodi misti il valore desunto dal reddito medio prospettico e il valore del patrimonio rettificato concorrono, a diversi livelli di ponderazione, a determinare il valore del capitale economico dell'azienda. Un metodo misto che assegna uguale peso sia alla componente reddituale sia a quella patrimoniale è il c.d. metodo del valore medio, che può essere sinteticamente espresso con la formula seguente:

$$W = \frac{1}{2} (K' + R/i)$$

dove:

$W$  = valore dell'azienda;

$K'$  = valore del patrimonio netto rettificato;

$R$  = reddito medio prospettico;

$i$  = tasso di attualizzazione.

Tale formula, esposta nel seguente modo:

$$W = K' + 1/2 (R/i - K')$$

evidenzia l'espressione  $(R/i - K')$  che rappresenta il valore dell'avviamento positivo (*goodwill*) o negativo (*badwill*). In sostanza con tale metodo, il *goodwill* (o il *badwill*) è considerato per metà del suo valore.

Altre metodologie miste accordano maggiore importanza all'avviamento.

Tale, ad esempio, è il **metodo della durata limitata dell'avviamento**, o metodo anglosassone, che nel 1961 veniva ritenuto fondamentale dall'UEC<sup>1</sup>.

Il metodo prevede che il valore dell'azienda sia determinato tenendo conto:

- della consistenza del patrimonio;
- degli extraprofiti (quando il tasso di redditività è superiore al rendimento "normale" del capitale proprio).

L'attualizzazione della differenza fornisce la misura dell'avviamento e, allo stesso tempo, esprime la capacità dell'impresa di creare valore.

L'espressione analitica è:

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

dove:

$W$  = valore del capitale economico;

$K'$  = valore del patrimonio netto rettificato;

$R$  = reddito medio atteso;

$i'$  = tasso di congrua remunerazione del capitale;

<sup>1</sup> Union Européenne des Experts Comptables Economiques et financiers o più semplicemente UEC.

$i'$  = tasso di attualizzazione del sovra reddito (o della differenza tra reddito atteso e reddito normale);

$n$  = anni di presumibile durata del sovra reddito.

In merito al tasso di remunerazione normale del capitale, la dottrina dominante identifica  $i$  nel tasso di remunerazione normale del capitale che si aspettano i conferenti il capitale proprio per aver deciso di operare in un determinato settore. Il sovra reddito deriva dal conseguimento di redditi futuri in misura superiore a quella adeguata al valore del capitale netto di gestione ed è espresso sinteticamente dalla formula  $(R - K'i)$ . La durata del sovra reddito dipende sostanzialmente da fattori soggettivi e da fattori oggettivi. Nel caso in cui il profitto sia legato a condizioni di soggettività, la prassi e la dottrina indicano l'orizzonte temporale di durata del profitto compreso tra i 3 e i 5 anni. Nel caso, invece, in cui il sovra reddito dipenda da fattori oggettivi, l'orizzonte temporale può anche arrivare agli 8 – 10 anni. Altresì la determinazione del tasso di attualizzazione del sovra reddito ( $i'$ ) dovrebbe partire dai tassi di interesse per investimenti in attività finanziarie senza rischio, tipicamente i titoli di Stato con durata pari a quella per il sovra reddito ( $n$ ), trattandosi di un mezzo per trasferire i valori dal tempo  $t_i$  al tempo iniziale  $t_0$ . Tale tasso andrà poi sommato a quello che esprime la rischiosità del sovra reddito stesso. Occorre segnalare che il metodo della determinazione autonoma dell'avviamento (c.d. metodo anglosassone) nella versione originale che ne ha dato l'UEC nel 1961 fa riferimento ad un tasso di attualizzazione uguale al tasso di congrua remunerazione applicato al patrimonio netto rettificato (andando così a coincidere con il metodo

patrimoniale con correzione reddituale).

#### **6.4. Metodo finanziario**

Tale approccio considera l'azienda come un qualsiasi investimento nel mercato e ne valuta il patrimonio attualizzandone i flussi di cassa attesi sulla base della previsione dei risultati economici futuri, delle politiche di investimento e della struttura attuale e prospettica dell'indebitamento aziendale.

Secondo tali metodologie il valore del capitale economico aziendale è strettamente correlato alla capacità futura che l'azienda stessa possiede di generare flussi di cassa, e non quindi nel semplice valore del suo patrimonio al momento in cui si è proceduto alla stima dello stesso.

Il *Discounted cash flow*, conosciuto con la sigla *DCF*, è uno dei principali metodi utilizzati per la valutazione di un'azienda ed è particolarmente indicato per la valutazione delle singole aree di business di un'impresa basandosi sulla valutazione dei flussi di cassa (*cashflow* generati). Attraverso la metodologia del *DCF* si determina il valore attualizzato dei flussi di cassa che si attendono da una specifica attività, che devono essere coerenti con le aspettative di un investitore.

All'interno del metodo *DCF* si fa distinzione tra due approcci:

- *levered DCF*: corrispondono ai flussi di cassa disponibili per gli azionisti e vengono attualizzati utilizzando il *CAPM* (*capital asset pricing model*)
- *unlevered DCF*: corrispondono ai flussi di cassa disponibili per azionisti e creditori e vengono attualizzati utilizzando il *WACC* (*weighted*

average cost of capital).

La formula del *Discounted cash flow* che esprime il valore dell'azienda è la seguente:

$$\text{Equity} = \sum_{t=1}^n \left( \frac{FDCF}{(1+WACC)^t} + \frac{TV \text{ (Terminal Value)}}{(1+WACC)^n} \right) - D$$

dove:

- *Equity* = valore di mercato del patrimonio netto
- *FDCF<sub>t</sub>* = flussi di cassa operativi netti attesi nel periodo di previsione esplicita. I flussi di cassa operativi sono generati dall'attività caratteristica della società;
- *WACC* = costo medio ponderato del capitale o tasso di attualizzazione;
- *n* = numero di anni di previsione esplicita;
- *TV* o *Terminal value* = valore finale attualizzato dell'azienda, corrispondente al valore attuale dei flussi operativi relativi agli anni da *n+1* in poi (relativi, cioè, al periodo successivo a quello di esplicita previsione). Il valore finale *Terminal value* si ottiene attualizzando il flusso di cassa operativo, maggiorato o diminuito del tasso di crescita perpetuo "p", al tasso del *WACC* dell'anno dell'ultimo consuntivo relativo alla data della valutazione, ridotto del tasso di crescita "p".

$$\text{Terminal Value} = FDCF \ n \times (1+p) / (W.A.C.C. - p).$$

- *D* = PFN posizione finanziaria netta

Possiamo quindi affermare che con le metodologie finanziarie, l'attenzione dell'analista si sposta sul Rendiconto finanziario che rappresenta, assieme a

Conto economico e Stato patrimoniale, uno dei tre fondamentali prospetti di bilancio. Esso, per poter essere utile all'analista in sede di valutazione del capitale economico, deve evidenziare i reali movimenti di voci finanziarie, e quindi fenomeni che hanno dato luogo ad accadimenti di natura monetaria.

La validità della metodologia in oggetto, legata alla consistenza teorica e all'affidabilità delle previsioni effettuate, è a sua volta, funzione inversa:

- della volatilità dei flussi sui quali il modello è fondato;
- del peso del "valore terminale" (un modello che attribuisce peso determinante a questa grandezza si espone in modo importante alle incertezze che gravano sulla stima dei flussi nel lungo termine).

#### **6.5. Metodo dei multipli**

Con questa metodologia il valore di un'azienda è determinato dal mercato sulla base di valutazioni derivate da aziende confrontabili ed omogenee.

Questo metodo di valutazione è utilizzato sia come metodo di valutazione principale che come metodo di controllo della valutazione d'azienda quando si utilizzino altri metodi di valutazione come principali.

La valutazione d'azienda con il metodo dei multipli è dunque basata sul prezzo di attività comparabili (società quotate appartenenti allo stesso settore o società con transazioni comparabili), applicato ai dati di bilancio quali fatturato, margine operativo lordo (EBITDA), risultato operativo lordo (EBIT), utile netto. Il meccanismo di base di tale approccio è quello di moltiplicare tali grandezze economiche espresse dall'azienda oggetto di valutazione per un multiplo di una società comparabile o di un gruppo di società comparabili.

Procedendo in tal modo si ottiene il valore economico complessivo dell'impresa, cosiddetto *enterprise value*.

Il ragionamento è di tipo analogico; se le società selezionate possiedono caratteristiche omogenee a quelle delle società target, si possono ipotizzare analoghe relazioni di valore.

### **6.6. Metodologia di valutazione delle società di gestione immobiliare**

In questa sede è utile rappresentare quello che è il metodo di valutazione elettivo per le società caratterizzate da un ingente patrimonio immobiliare strumentale, come nel caso che ci compete.

Tali metodologie possono ricondursi a:

-metodologia comparativa:

a) criterio comparativo di mercato

b) criterio dei prezzi edonici

-metodologia del costo di ricostruzione

-metodologia economica:

a) criterio reddituale

b) criterio finanziario.

I filoni metodologici sopra descritti sono riconosciuti, nella teoria e prassi estimativa, come i più attendibili per rispondere ai diversi quesiti pratici che si presentano nel valutare i beni immobili e che, tuttavia, si fondano su medesimi principi fondamentali:

- principio di sostituzione: il valore di un bene si riferisce al prezzo che dovrebbe essere pagato per un bene perfettamente identico o di pari utilità funzionale;

- principio di equilibrio: il prezzo di un bene dipende direttamente dall'interazione di domanda ed offerta ed è quindi la sintesi del processo di negoziazione.

La metodologia economica, oltre che sui principi di sostituzione e di equilibrio, si basa sul principio di anticipazione per il quale un acquirente razionale non è disposto a pagare un prezzo maggiore del valore attuale dei benefici economici che l'immobile sarà in grado di produrre lungo la sua vita utile.

Mentre i criteri della metodologia comparativa e del costo di ricostruzione sono specifici del mercato immobiliare, la metodologia economica è del tutto assimilabile alle tecniche utilizzate nella valutazione di azienda e per qualsiasi altro bene (azioni, obbligazioni o altri beni) essendo applicabile a tutte le altre tipologie di investimento.

I criteri si basano su diverse misure di reddito atteso e sono quelli menzionati dagli IVS (*International Valuation Standards*):

- criterio reddituale (*direct capitalization*) utilizzato per convertire la previsione di reddito atteso riferito ad un singolo anno in una indicazione di valore attraverso un tasso di capitalizzazione;
- criterio finanziario (*yield capitalization*) utilizzato per convertire la serie di redditi generati da un immobile in un arco definito di tempo dal momento dell'acquisto a quello della rivendita, in un valore presente, comprensivo del valore finale di rivendita, attualizzando ogni beneficio atteso con un appropriato tasso di attualizzazione (pluralità di flussi).

Il tasso di capitalizzazione è il saggio di rendimento per una proprietà immobiliare che riflette la relazione tra le attese del reddito operativo netto di un singolo anno e il prezzo o valore totale della proprietà e viene utilizzato per convertire il reddito operativo in una indicazione di valore totale della proprietà. Esso non è una grandezza naturale espressa spontaneamente dal mercato, come il saggio di interesse, bensì una grandezza derivante dal rapporto tra il reddito ed il prezzo di mercato di un immobile; il primo deriva dal canone di affitto rilevato nel segmento di mercato degli affitti, il secondo si realizza nel segmento di mercato delle compravendite.

Nel criterio reddituale il saggio di capitalizzazione è estratto dal mercato come rapporto tra il reddito di un singolo anno diviso per il prezzo di vendita della proprietà. Reperire i saggi di capitalizzazione direttamente da transazioni di proprietà comparabili è la migliore tecnica, quando sono disponibili dati sufficienti su vendite di proprietà simili e a prezzi concorrenziali. La formula che sintetizza il suddetto procedimento è la seguente:

$$\text{Cap rate} = \text{Reddito} / \text{Prezzo}$$

Analisi e report sull'andamento e sulle grandezze dei mercati immobiliari sono un valido supporto per l'utilizzo di un tasso adeguato alla tipologia di bene e alla zona di riferimento.

## **7. Valutazione di C.D.V. s.r.l.**

### **7.1. Valori di bilancio**

Di seguito si riepilogano Conto economico e Stato patrimoniale degli esercizi 2021 e 2022 (all. 11 e 12), precisando che il bilancio 2022 è l'unico ad essere

stato allegato in atti.

RG 2089 2025 - Conto economico C.D.V. s.r.l. - rielaborazione CTU		
	2021	2022
<b>A) Valore della produzione</b>	<b>43.046 €</b>	<b>40.569 €</b>
1) ricavi delle vendite e delle prestazioni	34.779 €	40.416 €
5) altri ricavi e proventi	8.267 €	153 €
<i>contributi in conto esercizio</i>	8.226 €	- €
<i>altri</i>	41 €	153 €
<b>B) Costi della produzione</b>	<b>36.928 €</b>	<b>30.330 €</b>
6) per mat. prime, sussidiarie, di consumo e merci	- €	15 €
7) per servizi	10.818 €	3.308 €
8) per godimento beni di terzi	1.168 €	2.943 €
10) ammortamenti e svalutazioni	8.675 €	8.227 €
<i>b) delle immobilizzazioni materiali</i>	8.675 €	8.227 €
14) oneri diversi di gestione	16.267 €	15.837 €
<b>(A-B) DIFFERENZA TRA VALORE E COSTI DELLA PRODUZIONE</b>	<b>6.118 €</b>	<b>10.239 €</b>
<b>C) PROVENTI E ONERI FINANZIARI</b>	<b>- 21 €</b>	<b>- 7.888 €</b>
16) altri proventi finanziari	6 €	2 €
17) interessi e altri oneri finanziari	- 27 €	- 7.890 €
<b>(A-B+/-C) RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE</b>	<b>6.097 €</b>	<b>2.351 €</b>
20) imposte sul reddito d'esercizio	546 €	2.036 €
<i>correnti</i>	546 €	2.036 €
<b>21) UTILE/PERDITA DELL'ESERCIZIO</b>	<b>5.551 €</b>	<b>315 €</b>

**RG 2089 2025 - Stato patrimoniale C.D.V. s.r.l. - rielaborazione CTU**

	2021	2022
<b>B) IMMOBILIZZAZIONI</b>	<b>1.267.548 €</b>	<b>826.821 €</b>
I - Immobilizzazioni materiali	1.267.548 €	826.821 €
<b>C) ATTIVO CIRCOLANTE</b>	<b>153.312 €</b>	<b>140.273 €</b>
II - Crediti	137.251 €	133.125 €
<i>esigibili entro l'esercizio</i>	127.124 €	123.180 €
<i>esigibili oltre l'esercizio</i>	10.127 €	9.945 €
IV - Disponibilità liquide	16.061 €	7.148 €
<b>D) RATEI E RISCONTI</b>		- 6 €
<b>(B+C+D) TOTALE ATTIVO</b>	<b>1.420.860 €</b>	<b>967.088 €</b>
<b>A) PATRIMONIO NETTO</b>	<b>491.045 €</b>	<b>58.859 €</b>
I - Capitale	15.000 €	15.000 €
III - Riserve da rivalutazione	433.117 €	617 €
IV - Riserva legale	3.307 €	3.585 €
V - Riserve statutarie	2.127 €	7.400 €
VI - Altre riserve	31.943 €	31.942 €
IX - Utile (perdita) dell'esercizio	5.551 €	315 €
<b>D) DEBITI</b>	<b>929.815 €</b>	<b>908.229 €</b>
Esigibili entro l'esercizio successivo	105.446 €	112.410 €
Esigibili oltre l'esercizio successivo	824.369 €	795.819 €
<b>(A+D) TOTALE PASSIVO</b>	<b>1.420.860 €</b>	<b>967.088 €</b>

Per quanto ampiamente rilevato al par. 4. *Limiti e condizioni*, a causa della mancata produzione documentale di dettaglio, si evidenzia come i bilanci su esposti non siano suscettibili di specifica e appropriata valutazione.

Ne consegue che lo scrivente deve assumere come attendibili le situazioni contabili menzionate. È stato quindi stimato il valore della società C.D.V. s.r.l. in base alla documentazione in atti, sotto limiti e condizioni evidenziati al paragrafo 4.

## **7.2. Scelta del metodo di valutazione**

Alla luce della panoramica sui metodi più comunemente utilizzati per la valutazione aziendale e tenuto conto della finalità della stima in oggetto e dei limiti e condizioni emersi, il sottoscritto ha ritenuto di procedere all'applicazione, nel caso di specie, del metodo patrimoniale semplice.

Le molteplici motivazioni di tale scelta sono di seguito rappresentate:

- la mancanza di informazioni di base necessarie per l'applicazione di una metodologia appropriata alla stima del valore economico di una società operante nella gestione immobiliare, che si manifesta nella totale assenza di dati e riferimenti agli immobili strumentali di proprietà o in leasing attraverso cui la società opera;
- la mancanza di bilanci che coprano un arco temporale sufficiente affinché si possano apprezzare l'andamento degli utili e le componenti reddituali in genere, alla base dell'applicazione dei metodi di stima reddituali o misti patrimoniali-reddituali;
- il mancato deposito in atti di qualunque tipologia di informazione contabile e/o extracontabile che permetta di valutare nel dettaglio le componenti patrimoniali/finanziarie e, conseguentemente, di poter applicare metodi patrimoniali complessi basati sul valore di sostituzione degli asset, sulla valorizzazione di beni immateriali non iscritti in bilancio e che supporti un approfondimento del reale passivo aziendale;
- la mancata allegazione di piani pluriennali o budget che permettano di comprendere la capacità reddituale dell'azienda in un prevedibile

futuro e che giustificano l'applicazione di modelli reddituali, misti o finanziari.

Alla luce di quanto descritto e a causa dell'estrema sinteticità dell'unico bilancio depositato, il C.T.U. ha ritenuto di orientarsi verso un metodo patrimoniale semplice, unica metodologia possibile a valle delle criticità rappresentate.

### **7.3. Stima col metodo patrimoniale**

Per la stima del capitale economico della società alla data del 31.12.2022 il sottoscritto ha utilizzato i dati contenuti nella situazione patrimoniale della società C.D.V. s.r.l. al 31.12.2022.

La mancanza di informazioni specifiche sul contenuto dello stesso impedisce di approfondire le grandezze oggetto di stima che, come delineato al par. 4.

*Limiti e condizioni*, sono date per acquisite. La mancanza di qualunque possibile informazione di supporto ai dati di bilancio impedisce quindi di apportare alcun tipo di rettifica agli stessi.

Alla luce di quanto esposto, il valore del capitale economico di C.D.V. s.r.l. viene stimato in €58.859 (all. 13).

**RG 2089 2025 - Stima del valore di C.D.V. s.r.l. - rielaborazione CTU**

2022

Immobilizzazioni materiali	826.821 €
Crediti	133.125 €
Disponibilità liquide	7.148 €
Ratei e risconti	- 6 €
<b>A) Totale attivo</b>	<b>967.088 €</b>

Debiti	908.229 €
<b>B) Totale passivo</b>	<b>908.229 €</b>

<b>(A-B) PATRIMONIO NETTO</b>	<b>58.859 €</b>
-------------------------------	-----------------

Il valore della quota attribuibile al debitore esecutato sig. \*\*\*

\*\*\*  
ammonta quindi a €19.620, pari a 1/3 del valore di stima del capitale economico di C.D.V. s.r.l..

**8. Conclusioni della relazione tecnica d'ufficio**

Il sottoscritto C.T.U., esaminata la documentazione disponibile, espone le seguenti conclusioni in risposta al quesito posto dall'III.mo Giudicante, che per comodità si indica nuovamente:

*"Dica il CTU, previo esame della documentazione in atti, quale sia il valore commerciale delle quote oggetto di esecuzione e se vi siano cause di prelazione in favore di eventuali altri soci".*

**Per quanto sopra esposto e sotto i limiti e condizioni riportati al paragrafo**

**4, lo scrivente ha valutato il capitale economico di C.D.V. s.r.l. in**

**€58.859**

**utilizzando il metodo patrimoniale semplice.**

**RG 2089 2025 - Stima del valore di C.D.V. s.r.l. - rielaborazione CTU**

2022

Immobilizzazioni materiali	826.821 €
Crediti	133.125 €
Disponibilità liquide	7.148 €
Ratei e risconti	- 6 €
<b>A) Totale attivo</b>	<b>967.088 €</b>

Debiti	908.229 €
<b>B) Totale passivo</b>	<b>908.229 €</b>

<b>(A-B) PATRIMONIO NETTO</b>	<b>58.859 €</b>
-------------------------------	-----------------

**Il valore della quota attribuibile al debitore esecutato sig.** \*\*\*

\*\*\*

**ammonta quindi a €19.620, pari a 1/3 del valore di stima del capitale economico di C.D.V. s.r.l..**

**Su tale quota sussiste una causa di prelazione a favore degli altri soci. L'atto costitutivo del 20.02.2003 (all. 5), al capo II - Capitale sociale - soci, stabilisce infatti che: "Con l'osservanza delle norme di cui al secondo e terzo comma dell'articolo 2479 c.c., le quote sociali sono trasmissibili senza alcuna limitazione; il socio che intenda alienare a titolo oneroso, a chiunque la propria quota o parte di essa è tenuto ad offrirla per iscritto in prelazione agli altri soci che dovranno esercitare il relativo diritto entro trenta giorni".**

**9. Osservazioni delle parti**

Non sono pervenute osservazioni dalle parti in replica alla bozza del presente elaborato inviata in data 21.10.2025, per cui si confermano le conclusioni della consulenza riportate al paragrafo 8.

Consapevole della responsabilità morale e giuridica che ho assunto nello svolgimento dell'incarico, dichiaro di aver adempiuto al mio ufficio senza altro scopo che quello di far conoscere la verità e di non nascondere nulla di quanto a mia conoscenza.

Roma, 18.12.2025

Il C.T.U.  
DOTT. FRANCESCO ALATI  
ORDINE DEI DOTTORI  
COMMERCIALISTI ED ESPERTI  
CONTABILI DI ROMA  
N.AA\_006509

#### 10. Distinta allegati

- A. Verbale di inizio operazioni peritali del 21.07.2025
- B. Verbale di riscontro del 18.08.2025
  1. Atto di precetto in rinnovazione del 19.11.2024
  2. Titolo esecutivo<sup>\*\*\*</sup> - sentenza n. 14204/2023 del Tribunale di Roma (RG 12705/2023)
  3. Atto di pignoramento della quota sociale della C.D.V. s.r.l. detenuta dal sig.<sup>\*\*\*</sup>
  4. Istanza di vendita delle quote societarie della C.D.V. s.r.l. di proprietà del debitore<sup>\*\*\*</sup> del 20.02.2025
  5. Atto costitutivo C.D.V. s.r.l. del 20.02.2003
  6. Visura camerale storica al 18.02.2025
  7. Bilancio C.D.V. s.r.l. al 31.12.2022
  8. Certificato di trascrizione del pignoramento quote presso la Camera di



commercio di Roma

9. Atto di intervento ex art. 499 c.p.c. del 12.06.2025

10. Titolo esecutivo – sentenza n. 4312/2025 del Tribunale di Roma (RG

25835/2023 Istanza di vendita del 13.10.2023

11. Conto economico C.D.V. s.r.l. - rielaborazione CTU

12. Stato patrimoniale C.D.V. s.r.l. – rielaborazione CTU

13. Stima del valore di C.D.V. s.r.l.- rielaborazione CTU.