

Dott. Giuseppe Cappuccio
Dottore commercialista e revisore legale



TRIBUNALE DI ROMA



SEZIONE III CIVILE



Consulenza tecnica d'ufficio



RGE 9010 2020 pendente tra



Fino 1 Securitisation S.r.l.

e



XXXXXXXXXX



(Giudice dott.ssa Chiara Aytano)



Giuseppe Cappuccio
Dottore commercialista – Revisore contabile
00141 Via Val d'Ala 26 – Roma
E-mail: g.cappuccio@studiocappuccio.com
Pec: giuseppe.cappuccio@pec.commercialisti.it



Giuseppe Cappuccio – Via Val d'Ala n. 26 – g.cappuccio@studiocappuccio.com –
giuseppe.cappuccio@pec.commercialisti.it

1



Indice:

1. INTRODUZIONE	3
2. LE OPERAZIONI PERITALI	4
3. BREVE CRONISTORIA DEL CONTENZIOSO	5
4. NATURA E LIMITI DELL'INCARICO	6
5. ESISTENZA DI CAUSE DI PRELAZIONE IN FAVORE DEI SOCI	7
6. CENNI SULLE METODOLOGIE DI STIMA DELLE AZIENDE	8
Il metodo fondamentale	9
I metodi alternativi	13
7. LA METODOLOGIA DI STIMA ADOTTATA	16
8. LA STIMA DEL VALORE DELLA SOCIETÀ AL 31.12.2023	17
Il tasso di congrua remunerazione	17
Stima del patrimonio netto rettificato della Società	19
Stima della correzione reddituale della Società	20
Stima del valore economico della Società e delle quote oggetto di esecuzione	22
9. RISPOSTE ALLE OSSERVAZIONI DELLE PARTI	23
Risposta osservazioni C.T.P. debitore esecutato:	23
10. CONCLUSIONI	26

1. INTRODUZIONE

In data 20.09.2022 il Giudice del Tribunale Ordinario di Roma, dott.ssa Chiara Aytano, nell'ambito del procedimento (nel seguito anche solo il "Procedimento") a carico del sig. xxxxxx e a valere sulle quote da quest'ultimo detenute in Immobiliare Cassia Antica S.r.l. (nel seguito più semplicemente la "Società" o "Cassia Antica") per il tramite della Società fiduciaria denominata xxxxxxxxxx, ha nominato il dott. Giuseppe Cappuccio, nato a Bassano del Grappa (VI) il 26.7.1984, dottore commercialista con studio in xxxx, xxxxxxxxxx (e-mail: gxxxxxxxxxxxxx, pec: xx), iscritto all'Ordine dei dottori commercialisti ed esperti contabili di Roma al numero AA_xxxxx, quale consulente tecnico d'ufficio (il "C.T.U.") ed ha disposto di procedersi all'espletamento di perizia tecnica d'ufficio (la "Perizia") volta a rispondere al seguente quesito (il "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"

In data 20.09.2022 avveniva il giuramento del sottoscritto C.T.U. presso le aule della terza sezione civile del Tribunale di Roma.

Con riferimento all'oggetto dell'incarico la S.V. Ill.ma:

- fissava l'inizio delle operazioni peritali al 18.10.2023 ore 12:30 presso lo studio del C.T.U.;
- assegnava i seguenti termini:
 - 18.02.2024 per inviare alle parti la bozza preliminare della relazione;
 - 18.03.2024 per inviare al C.T.U. eventuali osservazioni;
 - 18.04.2024 per l'invio della relazione definitiva.

Veniva fissata infine l'udienza al 18.06.2024 ore 11:00 per l'esame della consulenza tecnica.



2. LE OPERAZIONI PERITALI

Le operazioni peritali sono iniziate in data 18.10.2023 (**all. 1**) e termineranno con la trasmissione della presente pre-relazione entro la data del 18.02.2024 e con la successiva trasmissione delle osservazioni delle parti entro il 18.03.2024 (all'esito della cui ricezione lo scrivente depositerà la relazione finale entro il termine del 18.04.2024).

Si ricorda, in via preliminare, che, in virtù della documentazione agli atti del fascicolo del procedimento, le parti risultano così rappresentate:

- L'Avvocato Elio Ludini per conto del creditore procedente Fino 1 Securitization Srl, ;
- Avv.ti Andrea Pietrolucci e Andrea Cicolani nonché il Dott. Roberto D'Ayala Valva quale C.T.P. per conto del debitore esecutato Sig. xxxxxxx;





3. BREVE CRONISTORIA DEL CONTENZIOSO

In data 15.07.2020 veniva iscritto a ruolo il pignoramento per il tramite dell'Avv.to Elio Ludini delle quote della Società facente capo al Sig. xxxxxxxx detenute in amministrazione fiduciaria da xxxxxxxx.

Successivamente in data 17.07.2020 il creditore procedente Fino 1 Securization S.r.l. depositava istanza di vendita.

In data 21.03.2021 il debitore esecutato, Sig. xxxxxxxxxx, proponeva, per il tramite degli Avvocati Andrea Pietrolucci ed Andrea Cicolani, ricorso in opposizione all'esecuzione eccependo l'illegittimità di quest'ultima in forza delle nullità delle fidejussioni, al tempo rilasciate dal signor xxxxxx, da cui genera la pretesa creditoria azionata in via monitoria dalla cedente Unicredit S.p.a. a favore della Fino 1 Securization S.r.l., in quanto meramente riproduttiva dello schema ABI, come previsto dall'ordinanza della Corte di Cassazione 29810/2017.

In data 13.07.2021 il GE Dr. Giuseppe Lauropoli respinge l'istanza di sospensione dell'esecuzione proposta dal debitore esecutato, in quanto la parte esecutata avrebbe dovuto far valere in sede di opposizione a decreto ingiuntivo le censure relative al titolo su cui si fonda il credito azionato.

Nell'udienza del giorno 11.04.2022 il Giudice, considerata la necessità di esperire consulenza tecnica d'ufficio, nominava quale consulente d'ufficio il Dott. Giuseppe Cappuccio.

Durante l'udienza del 20.09.2022 avveniva il giuramento del sottoscritto C.T.U. in cui il Giudice conferiva incarico al predetto assegnandogli il 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"*



4. NATURA E LIMITI DELL'INCARICO

Al fine di rispondere al quesito, lo scrivente ha proceduto dapprima ad analizzare una situazione economico finanziaria al 31.12.2018⁽¹⁾ successivamente si è proceduto ad utilizzare tale situazione per procedere alla stima del valore economico, al 31.12.2023, della Immobiliare Cassia Antica S.r.l., società con sede in Roma, via Nomentana 994 CAP 00137, capitale sociale € 100.000 i.v., iscritta al Registro delle Imprese di Roma, codice fiscale e partita Iva n. 09747041003.

Nella Tabella 1 viene riportata la situazione patrimoniale al 31.12.2018 della Società.

Tabella 1

ATTIVO			PASSIVO		
	2018	2017		2018	2017
Immobilizzazioni			Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato	19.770,00	9.883,00
Immobilizzazioni Immateriali	4.174	6.262	Debiti		
Immobilizzazioni materiali	17.475	599	Esigibili entro l'esercizio successivo	194.934	76.885,00
Totale Immobilizzazioni	21.649	6.861	Esigibili oltre l'esercizio successivo	959.287	964.487,00
Attivo Circolante			Totale Debiti	1.154.221	1.041.372
Rimanenze	949.480	949.480	Ratei e risconti passivi	-	-
Crediti esigibili entro l'esercizio successivo	287.136	203.998	Totale Passivo	1.173.991,00	1.051.255,00
Disponibilità Liquide	27.390	1.748	Patrimonio netto	112.199,00	110.832,00
Totale Attivo circolante	1.264.006	1.155.226	Totale Passivo e Patrimonio netto	1.286.190,00	1.162.087,00
Ratei e risconti attivi	535				
Totale Attivo	1.286.190	1.162.087			

La stima è stata effettuata sulla base dei dati e delle informazioni rese disponibili dalle banche dati pubbliche, con le avvertenze e le precisazioni di seguito riepilogate.

Lo scrivente ritiene opportuno fare presente che le stime contenute nel presente documento devono essere interpretate alla luce dei seguenti presupposti e limitazioni:

- la valutazione è stata effettuata sulla base delle condizioni economiche e di mercato attuali, nonché alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili. A questo proposito, non può non essere tenuta in debita considerazione la difficoltà di svolgere previsioni nell'attuale contesto economico e finanziario;
- la stima non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e imprevedibile (ad es. nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale ad oggi ignote e degli scenari politici e sociali);

¹ La scelta di prendere a riferimento la data del 31 dicembre 2018 deriva dalla circostanza che quest'ultima rappresenta la data dell'ultimo bilancio depositato presso il Registro delle Imprese dalla Società.

- sebbene la stima del valore sia da considerare accurata e completa da un punto di vista sostanziale, nulla di quanto contenuto nella relazione deve essere ritenuto una promessa o una rappresentazione dei risultati futuri della Società;
- le informazioni che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della stima sono state rese disponibili dalla Società mediante il deposito presso il Registro delle Imprese della Camera di Commercio di Roma;
- la determinazione del valore della Società è stata effettuata con riferimento alla Situazione Patrimoniale del Bilancio 2018; lo scrivente non ha effettuato alcun *audit* sui dati ivi contenuti e, pertanto, resta ferma la responsabilità della Società per qualsiasi errore od omissione concernenti tali dati e per qualsiasi errore od omissione che dovessero emergere in sede di valutazione a seguito del loro impiego;
- le conclusioni cui lo scrivente è pervenuto sono basate sul complesso delle valutazioni contenute nel presente documento e, pertanto, nessuna parte dello stesso potrà comunque essere utilizzata disgiuntamente rispetto al documento nella sua interezza;
- la stima del valore della Società è stata effettuata prescindendo dalle sinergie e dalle economie/diseconomie che potrebbero derivare alla Società dal suo inserimento nell'economia di un eventuale specifico soggetto acquirente che operi in contesti economici affini.

I documenti esaminati ai fini dell'espletamento dell'incarico sono i seguenti:

- bilancio d'esercizio al 31.12.2018 (**all. 2**)
- bilancio d'esercizio al 31.12.2017 (**all. 3**);
- visura storica della Società (**all. 4**);
- atto costitutivo della società del 15.6.2017 (**all. 5**);
- altra documentazione ritenuta utile.

5. ESISTENZA DI CAUSE DI PRELAZIONE IN FAVORE DEI SOCI

Lo statuto sociale della Immobiliare Cassia Antica Srl all'art.7 espressamente prevede:
"(Omissis) Le quote sociali sono trasferibili per atto tra vivi e per successione a causa di morte. Nel caso di alienazione a titolo oneroso della partecipazione sociale o di parte di essa, spetta agli altri soci il diritto di prelazione all'acquisto a parità di condizioni. A tal fine, il socio che intende alienare deve comunicare agli altri soci, a mezzo di lettera raccomandata con ricevuta di ritorno, la proposta, il prezzo e la modalità di alienazione; il diritto di prelazione deve essere esercitato, a pena decadenza, entro trenta giorni dalla ricezione della comunicazione, a mezzo lettera raccomandata spedita all'offerente. In caso di concorso da parte dei soci nell'esercizio del diritto di prelazione, l'acquisto sarà effettuato in proporzione delle rispettive partecipazioni sociali (Omissis). (all.5)

In conclusione le quote sociali della Immobiliare Cassia Antica, in caso di trasferimento per atto tra vivi, sono soggette al diritto di prelazione spettante agli altri soci da esercitarsi entro 30 giorni dalla comunicazione scritta che deve essere inviata dal socio cedente a mezzo di lettera raccomandata a/r all'offerente così come espressamente previsto dall'art. 7 dello statuto sociale.

6. CENNI SULLE METODOLOGIE DI STIMA DELLE AZIENDE

È concorde opinione della dottrina che il valore di un'attività imprenditoriale sia funzione della sua capacità di produrre ritorni economici per l'investitore in capitale di rischio.

Ne consegue che il metodo di stima del valore del capitale di un'azienda dovrebbe essere fondato sull'attualizzazione dei ritorni che l'impresa sarà in grado di produrre in futuro.

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

Il metodo di attualizzazioni dei flussi (c.d. metodo fondamentale), pur essendo l'unico metodo razionale (in quanto coerente con la logica sottostante alla nozione di valore economico) e universale (in quanto, da una parte, di condivisa applicazione in ambito nazionale e internazionale e, dall'altra parte, utilizzabile per tutti i fini che riguardano le valutazioni d'impresa), può, tuttavia, rivelarsi di applicazione assai complessa a causa delle difficoltà insite, da un lato, nella formulazione delle previsioni in ordine ai ritorni economico-finanziari che l'impresa si prevede sarà in grado di produrre nel medio-lungo termine e, dall'altro lato, nella scelta dei parametri che concorrono a formare il tasso di attualizzazione.

Tali difficoltà, quando privano l'applicazione del metodo fondato sull'attualizzazione dei flussi dei connotati di razionalità, obiettività e generalità – intesi nel senso che viene loro attribuito dalla dottrina prevalente in materia ⁽²⁾ –, portano la prassi valutativa a suggerire l'applicazione di metodologie alternative al metodo di attualizzazione dei flussi, basate sulla valorizzazione delle consistenze patrimoniali dell'impresa.

² Secondo la prevalente dottrina i termini sopra esposti assumono il seguente significato: *razionalità*: la stima del valore del capitale economico deve derivare da un processo logico, chiaro e convincente e, come tale, largamente condivisibile; *obiettività (o dimostrabilità)*: il processo di valutazione deve essere fondato su dati affidabili, credibili e controllabili; *generalità (o neutralità)*: la stima del valore economico del capitale deve prescindere da effetti contingenti di domanda e offerta, dalle caratteristiche delle parti interessate alla negoziazione e dalla forza contrattuale e abilità negoziale che esse esprimono.

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

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

Nel seguito, vengono illustrati il metodo fondamentale e i principali metodi alternativi, in modo da definirne, pur in estrema sintesi, caratteristiche e modalità applicative.

Il metodo fondamentale

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

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

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

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

dove:

W è il valore del complesso aziendale oggetto di stima;

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

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

i è il tasso di attualizzazione dei flussi netti attesi;

VBA è il valore dei beni accessori ⁽³⁾.

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

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

dove:

W è il valore del complesso aziendale oggetto di stima;

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

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

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

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

VBA è il valore dei beni accessori ⁽⁴⁾.

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

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

³ Al riguardo si precisa che i flussi attesi non debbono considerare se non componenti tipici della gestione aziendale e che eventuali beni accessori (partecipazioni, immobili non strumentali, crediti finanziari, investimenti temporanei di liquidità, cassa eccedente) devono essere separatamente valutati rispetto al complesso aziendale, applicando criteri *ad hoc*.

⁴ Cfr. nota precedente.

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

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

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

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

dove:

i è il tasso di attualizzazione;

i_1 è il *risk free rate* o tasso di rendimento di investimenti sostanzialmente privi di rischio. Tale saggio viene, di norma, calcolato sul fondamento del rendimento medio (storico o prospettico) dei titoli di Stato a medio/lungo termine, in quanto si ritiene che tali titoli costituiscano una attendibile *proxy* del rendimento di un *asset* privo di rischio;

i_2 è il premio per il rischio calcolato con la tecnica del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Secondo tale metodica valutativa, il premio per il rischio viene determinato moltiplicando il *beta-factor* (β)⁽⁵⁾ (che rappresenta la misura del rischio operativo e finanziario del complesso aziendale) per il premio medio di mercato (dato dalla

⁵ Nel caso di complessi aziendali non quotati, per i quali non sia disponibile il *beta-factor* di mercato, è possibile utilizzare, quale *proxy*, il beta medio di un campione di imprese comparabili con il complesso aziendale oggetto di stima.

differenza tra il rendimento medio atteso del mercato azionario - R_m - e il rendimento medio atteso degli investimenti privi di rischio - i_1):

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

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

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

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

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

dove:

wacc è il costo medio ponderato del capitale;

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

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

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

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

VT è calcolato come valore attuale di un flusso (reddituale o finanziario) crescente, in perpetuo, ad un tasso di crescita (*g*), funzione della capacità dell'impresa di mantenere un vantaggio competitivo sostenibile sul mercato, della presenza di barriere all'entrata nel

settore, della crescita attesa dell'economia in generale e dei settori nei quali il complesso

aziendale da valutare opera e così via; in formula: $VT = \frac{Fl}{i-g}(1+i)^{-n}$, nel caso di

attualizzazione di flussi netti e $VT = \frac{Fl_{gop}}{wacc-g}(1+wacc)^{-n}$, nel caso di
attualizzazione di flussi operativi;

- VT è calcolato sulla base di metodologie alternative a quelle fondate sui flussi, quali ad esempio i metodi diretti. Talora, in relazione alle caratteristiche specifiche del *business* oggetto di valutazione, è possibile fare riferimento a valori di VT determinati in ipotesi di liquidazione ovvero di non continuazione dell'attività aziendale secondo le modalità indicate nell'arco di previsione esplicita dei flussi.

I metodi alternativi

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

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

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

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

I metodi misti di valutazione del capitale economico costituiscono una mediazione tra i metodi patrimoniali e i metodi fondati su grandezze flusso (segnatamente i metodi reddituali). La

caratteristica di questi procedimenti è quella di determinare il valore dell'azienda ponderando la componente patrimoniale (rappresentata dal patrimonio netto riespresso a valori correnti ed eventualmente comprensivo del valore economico dei beni immateriali non contabilizzati) e la componente reddituale della gestione rappresentata dal sovra/sottoreddito atteso.

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

$$W = K' + CR$$

dove:

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

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

CR è il valore della correzione reddituale.

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

- la stima del valore del patrimonio netto rettificato (K') segue le stesse logiche esposte in sede di illustrazione del metodo patrimoniale puro;
- la determinazione del valore della correzione reddituale (CR) è di solito effettuata sulla base della seguente formula:

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

dove:

- il reddito prospettico dell'azienda/ramo d'azienda (R) può essere stimato facendo riferimento a metodologie di stima del valore dei redditi attesi analoghe a quelle che sono utilizzate per il calcolo dei flussi di redditi impiegabili per la determinazione del valore economico di un compendio imprenditoriale con il metodo reddituale;
- la remunerazione congrua del capitale proprio investito nell'attività economica (iK') può essere stimata moltiplicando il patrimonio netto rettificato, stimato secondo le logiche in precedenza esposte, per il tasso di remunerazione congrua del capitale proprio investito nell'attività (i). Ai fini della stima di tale tasso di attualizzazione, si rinvia a quanto esposto in precedenza;
- il tasso di attualizzazione (i') della correzione reddituale – che rappresenterà un sovrareddito o un sottoreddito a seconda che R sia maggiore o minore di iK' – può essere calcolato secondo diverse tecniche. In particolare, i' può essere eguagliato al tasso di rendimento del capitale proprio (i), ovvero può essere fatto pari al tasso di remunerazione del puro compenso finanziario;



- la durata della correzione reddituale (n) è riferita ad un periodo limitato di tempo, nel presupposto che le condizioni generatrici di extraredditi non possano durare per un tempo indeterminato, ma siano destinate, entro un arco di tempo ragionevole, ad estinguersi. Nella prassi professionale, il periodo di durata limitata della correzione reddituale è stato, spesso, indicato in 3-5 anni. La crescente rilevanza attribuita alla previsione dei flussi reddituali rispetto alla componente patrimoniale, peraltro, ha condotto, in epoche più recenti, ad una sostanziale revisione di tale indicazione, sicché per aziende dotate di elevata e stabile redditività l'arco temporale di durata del sovrareddito è stato spesso esteso anche a dieci o più anni, purché si possa dimostrare che le condizioni generatrici del sovrareddito tendano a permanere durevolmente nel tempo.



7. LA METODOLOGIA DI STIMA ADOTTATA

Il valore economico di un'attività imprenditoriale deve essere calcolato, quando possibile, mediante un metodo fondato sull'attualizzazione dei flussi (economici o finanziari) che l'azienda è in grado di produrre nel tempo.

L'adozione delle metodologie alternative per la stima del valore economico di un compendio aziendale è suggerita dalla dottrina quando si intenda determinare il valore economico "odierno" di un'attività economica in un'ottica prudente che tenda ad apprezzare, in modo preponderante, la componente patrimoniale del *business* e le potenzialità economiche già acquisite che produrranno il loro effetto nel breve termine, ovvero nel caso di valutazioni economiche di aziende che operino in perdita o non siano in grado di remunerare congruamente il capitale in esse investito. In tale ultimo caso, la scelta del modello misto patrimoniale-reddituale viene preferita ai metodi fondamentali in ragione del fatto che si ritiene che tale metodologia valutativa porti a stime del valore economico maggiormente obiettive e dimostrabili rispetto a quelle che si otterrebbero a seguito dell'adozione di metodi fondamentali, necessariamente fondati su piani economico finanziari prospettici di difficile e in parte arbitraria definizione, quando l'impresa operi in perdita.

Premesso quanto sopra esposto, va rilevato che, nel caso di specie, si deve procedere alla stima del valore economico di un'azienda che ha per oggetto ogni iniziativa immobiliare ed edilizia nell'accezione più vasta.

Quando si intende determinare il valore economico "odierno" di un'attività economica è suggerita l'adozione delle metodologie alternative per la stima del valore economico di un compendio aziendale e, in particolare, dei metodi patrimoniale e misto (patrimoniale-reddituale). Tali metodi, infatti, tendono ad apprezzare, in modo preponderante, la componente patrimoniale del *business* e le potenzialità economiche già acquisite destinate a produrre il loro effetto nel breve termine.

In ragione di quanto sopra e tenuto conto della necessità di stimare il valore economico "odierno" delle quote di Immobiliare Cassia Antica Srl, si è ritenuto opportuno fare ricorso a metodologie di stima di natura mista patrimoniale o patrimoniale-reddituale.

Tenuto conto di quanto rappresentato, si sottolinea che le singole scelte effettuate in ordine alla definizione dei parametri impiegati per la stima in parola non possono essere riguardate singolarmente, ma debbono essere apprezzate nel loro complesso, atteso che esse rappresentano lo strumento al fine della valutazione del valore della Società. Ne consegue che la definizione di ciascuno dei parametri è stata condizionata da (e allo stesso tempo ha influenzato) la scelta degli altri parametri valutativi in un processo di reciproca compensazione delle caratteristiche qualitative e quantitative degli stessi, finalizzata a giungere alla individuazione di un valore ragionevolmente attendibile, stanti i presupposti e i limiti della presente stima, del valore della Società.

8. LA STIMA DEL VALORE DELLA SOCIETÀ AL 31.12.2023

La stima del valore economico della Società, come si è avuto modo di precisare in precedenza, è stata effettuata mediante l'applicazione del metodo misto patrimoniale reddituale. Di seguito, si illustra il processo di valutazione adottato per la stima del valore economico della Società con la metodologia di stima sopra indicata che, si rammenta, prevede l'applicazione della seguente formula valutativa:

$$W = K' + C.R.$$

dove:

W è il valore economico della Società;

K' è il patrimonio netto del complesso aziendale riespresso a valori correnti;

C.R. è il valore della correzione reddituale della Società.

Il tasso di congrua remunerazione

Il tasso applicato ai fini dell'analisi del valore economico della Società con il metodo patrimoniale-reddituale è stato eguagliato al *Cost of Equity* (il "Tasso di Remunerazione"). Tale tasso di congrua remunerazione del patrimonio netto *Cost of Equity* è stato stimato come somma di due componenti. In formula:

$$i = i_1 + i_2$$

dove:

i è il costo del capitale proprio;

i₁ è il *risk free rate* o tasso di rendimento di investimenti sostanzialmente privi di rischio;

i₂ è il premio per il rischio calcolato con la tecnica del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*).

Nel caso di specie, la stima del Tasso di Remunerazione Reale è stata svolta avendo riferimento alla data del 31 dicembre 2023.

Nello specifico, il costo dei mezzi propri è stato determinato in osservanza alle linee guida emanate dall'Organismo Italiano di Valutazione (OIV) riportate nel *discussion paper* "DP.01.2012" del 14 giugno 2012, optando per la metodologia valutativa secondo cui il rischio paese è implicito nel tasso *risk free*.

In particolare, l'OIV basa il calcolo del (*K_e*) sulla formula del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*):

$$K_e = R_f + \beta \times ERP$$

dove con R_f si intende il tasso *risk free*, con β si intende il coefficiente beta e con ERP si intende l'*Equity Risk Premium*.

Il tasso risk free (R_f) è stato determinato come media aritmetica semplice delle quotazioni giornaliere degli Euro Swap Rates con scadenza pari a 10 anni osservate nel corso dell'anno 2023⁽⁶⁾.

Il coefficiente beta (β) è stato identificato tra quelli elaborati per l'anno 2023 dal Prof. Aswath Damodaran per le società dell'Europa occidentale del settore Real Estate (General/Diversified)⁽⁷⁾.

L'*equity risk premium* (ERP) è stato posto pari al "*risk premium for a mature equity market*" stimato dal prof. Damodaran nel mese di gennaio 2024⁽⁸⁾.

Per l'aliquota fiscale (T), convenzionalmente, si è fatto riferimento a quella vigente – alla data di riferimento delle osservazioni storiche – nel paese di domicilio di Cassia Antica.

La Tabella 2 illustra le risultanze delle analisi svolte, descrivendo le assunzioni e le modalità di calcolo dei parametri e delle grandezze finanziarie utilizzate. Si riportano inoltre i risultati della stima del Tasso di Remunerazione della Società.

⁶ Fonte: <https://mutuonline.24oreborsaonline.ilsole24ore.com/guide-mutui/irs.asp>

⁷ Fonte: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

⁸ Reperibile online sul sito web [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar.](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/), sezione "*Updated data*".

TABELLA 2

Variabile	Simbolo	Valore	Descrizione del metodo di calcolo e/o della fonte dei dati
<i>Risk free rate</i>	<i>R_f</i>	3,063%	Media a dodici mesi del rendimento dell'Euro Swap con scadenza pari a 10 anni
<i>Beta</i>	<i>B</i>	1,14	Coefficiente beta calcolato rispetto a società del settore Real Estate domiciliate nell'Europa occidentale. (Damodaran, gennaio 2024)
<i>Equity risk premium</i>	<i>ERP</i>	3,21%	Premio di rischio calcolato per l'Italia per l'anno 2023 (Damodaran, gennaio 2024)
<i>Cost of Equity</i>	<i>Ke</i>	6,72%	$= R_f + \beta * ERP$

Si precisa che i calcoli svolti per la determinazione del valore del cost of equity sono stati effettuati sulla base dei valori non arrotondati dei parametri e delle variabili riportati nella tabella.

Il tasso di congrua remunerazione (il "Tasso di Remunerazione") risulta pari a 6,72% (valore arrotondato).

Stima del patrimonio netto rettificato della Società

Il patrimonio netto rettificato (K') della Società è stato determinato sulla base dei valori iscritti nella situazione contabile della Società al 31.12.2018 eventualmente rettificati allo scopo di esprimere le attività e le passività al loro valore corrente. Nel caso di specie non sono state individuate componenti che necessitavano una rettifica; pertanto, le voci dell'attivo e del passivo sono state confermate al loro valore netto contabile nel ragionevole presupposto che esso costituisca una valida approssimazione del loro valore corrente. Da ciò ne deriva:

Descrizione	Attivo		
	Valore contabile	Rettifiche	Valore di Perizia
Immobilizzazioni Materiali	€ 17.475,00	€ -	€ 17.475,00
Immobilizzazioni Immateriali	€ 4.174,00	€ -	€ 4.174,00
Clienti	€ 232.825,00	€ -	€ 232.825,00
Rimanenze	€ 949.480,00	€ -	€ 949.480,00
Crediti verso erario	€ 33.900,00	€ -	€ 33.900,00
Altri crediti	€ 20.411,00	€ -	€ 20.411,00
Disponibilità Liquide	€ 27.390,00	€ -	€ 27.390,00
Risconti attivi	€ 535,00	€ -	€ 535,00
Totale Attivo	€ 1.286.190,00	€ -	€ 1.286.190,00

Passivo					
Descrizione	Valore contabile		Rettifiche	Valore di Perizia	
Soci e finanziamenti entro es.	€	24.200,00	€	-	€ 24.200,00
Soci e finanziamenti oltre es.	€	959.287,00	€	-	€ 959.287,00
Trattamento di fine rapporto lavoro subordinato	€	19.770,00	€	-	€ 19.770,00
Fornitori	€	49.392,00	€	-	€ 49.392,00
Debiti erariali	€	24.064,00	€	-	€ 24.064,00
Debiti contributivi	€	24.227,00	€	-	€ 24.227,00
Debiti diversi	€	73.051,00	€	-	€ 73.051,00
Totale Passivo	€	1.173.991,00	€	-	€ 1.173.991,00

Da cui il patrimonio netto rettificato K' di Cassia Antica è pari alla differenza tra l'attivo ed il passivo:

Descrizione	Valore contabile		Rettifiche	Valore di Perizia	
Totale Attivo	€	1.286.190,00	€	-	€ 1.286.190,00

Descrizione	Valore contabile		Rettifiche	Valore di Perizia	
Totale Passivo	€	1.173.991,00	€	-	€ 1.173.991,00

Patrimonio netto rettificato	K'	€	112.199,00
------------------------------	----	---	-------------------

Stima della correzione reddituale della Società

Il reddito netto medio atteso determinato ai fini della correzione reddituale è stato stimato avendo riferimento ai risultati di esercizio (utile netto) come riportati nei bilanci depositati relativi agli esercizi 2016, 2017 e 2018 (ultimi tre bilanci disponibili). La scelta di fare riferimento ai risultati reddituali storici è dovuta alla circostanza di volere incorporare nella stima solo le potenzialità reddituali già dimostrate o ragionevolmente dimostrabili dalla Società.

Si evidenzia che per avere una migliore interpretazione possibile dei dati a disposizione si è ritenuto opportuno effettuare la capitalizzazione semplice dei risultati netti degli esercizi presi in considerazione utilizzando il tasso legale partendo dall'anno 2016.

Gli ultimi tre bilanci depositati di Cassia Antica 2016, 2017 e 2018 riportano un utile dell'esercizio rispettivamente pari ad € 4.494,00 € 1.338,00 ed € 1.367,00 pertanto capitalizzando tali risultati utilizzando il tasso legale avremo:

Capitalizzazione	interessi legali	2016	2017	2018
	reddito	4.840	1.338	1.367
2016	0,20%	10	3	3
2017	0,10%	5	1	1
2018	0,30%	15	4	4
2019	0,80%	39	11	11
2020	0,05%	2	1	1
2021	0,01%	0	0	0
2022	1,25%	61	17	17
2023	5,00%	242	67	68
		373	103	105
valore reddito capitalizzato		5.213	1.441	1.472

Pertanto, il reddito netto medio atteso utilizzato ai fini della presente analisi è stato posto pari ad euro 1.284,00. (cfr. tabella seguente, importi in €).

TABELLA 3

Anni	2016	2017	2018
Redditi	5.213	1.441	1.472
Coeff. Att.ne	0,45	0,49	0,55
Reddito in € al 31.12.2023	2.333	713	806
Media			1.284

Il Tasso di Remunerazione è pari a 6,72%.

La durata della correzione reddituale può dipendere da molteplici fattori. Convenzionalmente, essa viene limitata a 3/5 anni. Talora, peraltro, nell'ipotesi in cui le condizioni di sovra/sotto redditività siano connesse a fattori strutturalmente collegati alla gestione aziendale, la durata del goodwill/badwill può essere estesa su archi temporali più lunghi.

Nel caso di specie, tenuto conto del carattere della stima e stante il fatto che il settore in cui opera la Società non presenta caratteri di elevata aleatorietà e non soggiace a una rilevante pressione competitiva, si è ritenuto ragionevole svolgere l'analisi considerando un arco temporale triennale. Inoltre, in caso di emersione di un valore di disavviamento, il riferimento temporale utilizzato appare congruo per un processo di turnaround che consenta di ricreare condizioni di redditività della gestione quantomeno adeguate rispetto al capitale investito nell'attività.

Il valore economico della correzione reddituale (*badwill*), calcolato sulla base delle ipotesi dianzi descritte e dei dati sopra determinati, è pari a € 12.954. La Tabella 4 di seguito riportata illustra i calcoli eseguiti ai fini della stima della correzione reddituale (importi in €).

La tabella di seguito riportata illustra i calcoli eseguiti ai fini della stima della correzione reddituale (importi in €).

TABELLA 4

Anni	1	2	3
Redditi	5.213	1.441	1.472
iK'	7.539,77	7.539,77	7.539,77
R-iK'	(2.327)	(6.099)	(6.067)
Coeff. Att.ne	0,82	0,88	0,94
VA	(1.914)	(5.355)	(5.685)
VAC	(1.914)	(7.269)	(12.954)

Stima del valore economico della Società e delle quote oggetto di esecuzione

Come si evince dalla Tabella 5 di seguito riportata, applicando pertanto la formula del metodo misto patrimoniale reddituale illustrata in precedenza e sommando quindi alla correzione reddituale il patrimonio netto rettificato (K') pari a € 112.199 è stato ottenuto un valore economico (W) di € 99.245.

TABELLA 5

W	
K'	112.199
Correzione Reddituale a 3 anni	(12.954)
VBA	0
W	99.245

In conclusione, all'esito delle analisi effettuate e illustrate, tenuto conto di quanto esposto nella presente relazione e richiamate le avvertenze e le precisazioni di cui, in particolare, al capitolo 1, si ritiene che il valore economico del capitale della Società al 31 dicembre 2023 sia pari a € 99.245,00.

Come si evince dalla visura disponibile presso il Registro Imprese della Camera di Commercio di Roma del 20/12/2023 (**all. 4**), la quota riferibile al sig. xxxxx xxxxxxxx oggetto di esecuzione risulta pari al 95% del capitale sociale essendo la stessa detenuta per il tramite della xxxxxx, pertanto, il valore delle quote oggetto di esecuzione ammonta ad € 94.282.

9. RISPOSTE ALLE OSSERVAZIONI DELLE PARTI

Risposta osservazioni C.T.P. debitore esecutato:

In data 18/3/2024 il sottoscritto riceveva le osservazioni da parte del Dottor Ayala, C.T.P. per conto del Sig. xxxx (**all. 6**).

Il consulente eccepiva le seguenti osservazioni, in particolare:

1. a pagina 4 delle osservazioni (**all. 6**) si legge che “...nessun elemento attivo o passivo è stato individuato, nessuna precisazione del criterio di valutazione è stato specificato. Pertanto, non è chiaro come si è giunti all'importo di euro 112.199,00...”;

A tale proposito si evidenzia come l'importo di € 112.199, relativo al patrimonio netto individuato (cfr. cap. 8), sia pari alla differenza tra le voci, desumibili dal bilancio al 31.12.2018 unico disponibile in CCIA (cfr. **all. 2**), riportate di seguito, in particolare:

Descrizione	Valore contabile	Rettifiche	Valore di Perizia
Totale Attivo	€ 1.286.190,00	€ -	€ 1.286.190,00

Descrizione	Valore contabile	Rettifiche	Valore di Perizia
Totale Passivo	€ 1.173.991,00	€ -	€ 1.173.991,00

Patrimonio netto rettificato	K'	€ 112.199,00
------------------------------	----	--------------

Inoltre si evidenzia come il quesito preveda espressamente di effettuare la valutazione previo “...esame della documentazione in atti...”. Ebbene, si evidenzia che in seguito all’ esame del fascicolo non sia emerso alcun elemento che avrebbe giustificato una eventuale rettifica del patrimonio netto.

Infine si evidenzia che nella nota integrativa al bilancio al 31/12/2018 (cfr. **all. 2**), siano indicati unicamente i saldi dei valori delle immobilizzazioni immateriali, delle immobilizzazioni materiali, delle rimanenze, dei crediti e dei debiti. Nulla viene riportato in merito all’eventuale cessione dei beni ed alla recuperabilità dei crediti.

2. A pagina 4 dell’ elaborato (**all. 6**), si legge che “...il metodo reddituale consiste nella somma dei flussi futuri di reddito, attualizzati ad un tasso di attualizzazione che sia espressivo del costo-opportunità dei mezzi propri. In sostanza, secondo tale approccio, l’azienda crea ed ha valore solo se, e nella misura in cui, è in grado di produrre risultati economici positivi nel futuro. I “PIV” suggeriscono di utilizzare il metodo reddituale nelle situazioni aziendali stabilizzate ...”.

A tale proposito si evidenzia come il sottoscritto consulente abbia utilizzato un metodo misto e non un metodo reddituale. Si è infatti ritenuto corretto adottare il metodo patrimoniale – reddituale per la valutazione di una Società la cui attività principale risulta essere la “costruzione di edifici residenziali e non residenziali” (cfr. visura storica **all. 4**). Si evidenzia

come in un famoso testo di valutazione aziendale⁹, si legga che “...Le aziende di costruzioni producono su ordinazione... Non è per conseguenza applicabile il metodo patrimoniale semplice, in quanto non valorizza risorse immateriali: sono però applicabili il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento che consentono di stimare i contratti in essere, la continuità prevedibile delle commesse, il portafoglio ordini.”. Il sottoscritto, per i motivi riportati, ha quindi ritenuto corretto utilizzare il metodo misto.

Qualora poi si ritenesse corretta la critica del consulente si evidenzia come il sottoscritto, al momento della valutazione delle quote, non fosse a conoscenza di eventi e documenti che il consulente allegava alle sue osservazioni. Si legge infatti nelle osservazioni che “...successivamente all'approvazione del bilancio di esercizio al 31.12.2018, sono emersi elementi di criticità che hanno destabilizzato la società e ne hanno comportato la paralisi...”.

Infine il C.T.P. procedeva ad effettuare, oltre alle osservazioni appena riportate alla C.T.U. provvisoria del sottoscritto, anche una valutazione delle quote.

Premesso che non si ritiene sia compito del sottoscritto C.T.U. esaminare ed effettuare delle osservazioni alla valutazione delle quote effettuata dal C.T.P., si procederà comunque, a fini di completezza, ad individuarne le criticità. In primo luogo si evidenzia come il consulente allegasse all'elaborato della documentazione non presente nel fascicolo e non reperibile in CCIAA alla data di conferimento dell'incarico. A mero titolo esemplificativo di seguito si indica parte della documentazione utilizzata dal C.T.P., non presente in atti e presso il Registro delle Imprese, in particolare:

- registro acquisti anno 2018;
- registro vendite anno 2018;
- libro cespiti anno 2018;
- schede di mastro anno 2018.

Si evidenzia inoltre come il consulente abbia allegato altresì della documentazione non solo non presente nel fascicolo ma, in alcuni casi, successiva all'ultimo bilancio presentato dalla società in Camera di Commercio (31/12/2018), in particolare:

- perizia di stima del terreno sito nel Comune di Fonte Nuova – catastalmente Mentana redatta dal Geometra Remo Chiarinelli del 16.01.2024;
- perizia di Stima terreno sito nel Comune di Sant'Angelo Romano, redatta dal geometra Angelo Leonardi alla data di luglio 2021;
- fattura di vendita n. 10 del 17.05.2021.

Infine si evidenzia come a pagina 9 delle osservazioni (**all. 6**), il consulente scriva di avere avuto accesso ad informazioni in seguito a colloqui con il suo cliente. Nell'elaborato si legge infatti che “... Sempre in occasione dei colloqui intercorsi con il sig. xxxxxxxxxxxx, sono emersi elementi di criticità successivi all'anno 2018, che alla data odierna ancora permangono e che occorre evidenziare in questa sede...” . Non si comprende quindi come il

⁹ Estratto dal Libro “Valutazione d'azienda” Di Daniele Balducci - Maggioli editore.



sottoscritto possa avere avuto accesso ad informazioni non riportate nel fascicolo e comunicate solo verbalmente al C.T.P..

Infine, per completezza, appare opportuno sottolineare come il consulente non sembri utilizzare tali documenti per effettuare la valutazione. Infatti la discrasia nel valore delle quote¹⁰, sembra essere determinata esclusivamente da alcune c.d. “...*svalutazioni prudentziali*...” su macchine d’ufficio elettroniche, telefonia mobile, autovetture rispettivamente del 10%, 15% e del 15% (cfr. pg. 16 e 17 delle osservazioni **all. 6**). Tali svalutazioni, secondo quanto emerge dalla lettura dell’ elaborato, risultano del tutto arbitrarie e prive di giustificazione.

Per i motivi appena riportati il sottoscritto non ritiene opportuno accogliere alcuna delle osservazioni del C.T.P..



¹⁰ € 78.517,50 individuati dal consulente, in luogo di € 94.282 individuati dal sottoscritto per una differenza di € 15.764,50.





10. CONCLUSIONI

In risposta al quesito formulato si precisa quanto segue:

- Essendo il valore economico della Società pari a € 99.245 (cfr. cap. 8 e bilanci di cui agli **all. 2 e 3**), il valore delle quote oggetto di esecuzione ammonta ad € 94.282 (dalla visura risulta infatti pignorato esclusivamente il 95% della società);
- Sussistono cause di prelazione in favore di altri soci. Il trasferimento della quota di partecipazione del socio, secondo quanto previsto dall'art.7 dello Statuto sociale (depositato presso il Registro delle Imprese della Camera di Commercio di Roma cfr. **all. 5**), da cui risulta, infatti, che il trasferimento è gravato dal vincolo derivante dal diritto di prelazione spettante agli altri soci, regolarmente iscritti nel Registro delle Imprese ovvero, nel libro soci qualora istituito (cfr. cap. 5).

Si evidenzia che in seguito alle osservazioni del C.T.P. il sottoscritto non abbia proceduto ad effettuare alcuna modifica alla relazione provvisoria per le motivazioni riportate al [cap. 9](#).

°_°_°

Il presente documento si compone di n° 26 pagine.

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



Roma, 17 aprile 2024



Dott. Giuseppe Cappuccio





ALLEGATI:



1 Verbale di operazioni peritali del 18.10.2023.



2 Bilancio al 31.12.2018.



3 Bilancio al 31.12.2017.

4 Visura storica.

5 Statuto Società.

6 Osservazioni del C.T.P. parte convenuta Dott. Roberto D'Ayala Valva.

