

**TRIBUNALE ORDINARIO DI MILANO**

Sez. III Esecuzioni Civili Mobiliari  
Giudice dell'Esecuzione – dr.ssa Caterbi  
RGE 10841/2019

RELAZIONE DEL PERITO STIMATORE NEL PROCEDIMENTO ESECUTIVO MOBILIARE PROMOSSO DA:

The First S.p.A.  
.....

CONTRO

**VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE**  
**DEL SIG. NELLA SOCIETA'**  
**EDEN IMMOBILIARE S.R.L.**

---

**PERITO STIMATORE - DOTT. SIMONE ALLODI**

DOTTORE COMMERCIALISTA E REVISORE DEI CONTI

ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI DI MILANO – N. 6024

ALBO DEI CONSULENTI TECNICI DEL TRIBUNALE DI MILANO – N. 10937

STUDIO IN MILANO, CORSO DI PORTA VITTORIA N. 28

TEL. 02.89402211 - E-MAIL [simone.allodi@allodipirali.it](mailto:simone.allodi@allodipirali.it) – PEC [simone.allodi@odcecmilano.it](mailto:simone.allodi@odcecmilano.it)



**INDICE DELLA RELAZIONE PERITALE DI STIMA**

1.	L'INCARICO RICEVUTO .....	3
2.	LA SOCIETA' EDEN IMMOBILIARE S.R.L. ....	4
3.	I DATI DI BILANCIO DELLA SOCIETA' .....	5
3.1.	L'ATTIVO PATRIMONIALE RISULTANTE DAI BILANCI DEPOSITATI.....	5
3.2.	IL PASSIVO PATRIMONIALE RISULTANTE DAI BILANCI DEPOSITATI.....	7
3.3.	IL CONTO ECONOMICO RISULTANTE DAI BILANCI DEPOSITATI.....	10
4.	I CRITERI DI VALUTAZIONE – Definizione metodologica.....	12
4.A.	LA VALUTAZIONE .....	12
4.a.1.	Valutazione generale .....	12
4.a.2.	Valutazione razionale.....	12
4.a.3.	Valutazione dimostrabile .....	13
4.a.4.	Valutazione stabile.....	13
4.B.	LA FORMULA "TEORICA" .....	13
4.C.	IL VALORE ECONOMICO DELL'AZIENDA.....	15
5.	I METODI DI VALUTAZIONE .....	15
5.A.	IL METODO FINANZIARIO .....	15
5.B.	IL METODO REDDITUALE .....	16
5.C.	IL METODO PATRIMONIALE .....	19
5.D.	IL METODO MISTO .....	21
6.	L'INDAGINE SVOLTA: I RISCONTRI DOCUMENTALI .....	22
6.1	I fabbricati di proprietà della società.....	22
6.2	La fiscalità latente che grava su EDEN IMMOBILIARE S.r.l. ....	28
6.3	Il valore del capitale economico di EDEN IMMOBILIARE S.r.l.....	28
7.	IL VALORE DELLA QUOTA DEL SIG. NELLA BOZZA DI RELAZIONE .....	30
8.	CLAUSOLE DI PRELAZIONE E GRADIMENTO .....	31
9.	CONDIZIONI E LIMITAZIONI .....	32
10.	LE OSSERVAZIONI RESE DAI CONSULENTI DI PARTE.....	32
10.1.	Le osservazioni del CT di parte del creditore precedente The First S.p.A. ....	32
10.2.	Le osservazioni del CT di parte del creditore intervenuto Navassa Antonio.....	38
10.3.	Le osservazioni del CT di parte del debitore esecutato .....	38
11.	LE CONCLUSIONI DEL CTU ALL'ESITO DELLE OSSERVAZIONI RICEVUTE .....	38
12.	ALLEGATI.....	40



## 1. L'INCARICO RICEVUTO

Nella procedura esecutiva mobiliare n. RGE 10841/2019 promossa dalla società The First S.p.A. contro il sig. \_\_\_\_\_ il Giudice dell'Esecuzione della III<sup>a</sup> sezione Civile del Tribunale ordinario di Milano,

dott.ssa Caterbi, ha nominato in data 21.7.2020 il sottoscritto quale perito stimatore con il seguente incarico: <<Letti gli atti, sentite le parti ed i loro consulenti, acquisiti i documenti necessari: stimi il valore delle quote sociali di proprietà del debitore \_\_\_\_\_ relative alla società Eden Immobiliare s.r.l.,

secondo i criteri civilistici e contabili di bilancio; verifichi altresì l'eventuale esistenza di diritti di prelazione degli altri soci o di riserva di gradimento>>. Il G.E. ha concesso alle parti diritto alla nomina dei propri consulenti di parte fino alla data del 10.9.2020 e delegato il sottoscritto perito per la fissazione dell'inizio delle operazioni peritali; le parti hanno quindi comunicato allo scrivente il nominativo dei propri Consulenti di Parte nel termine fissato dal Giudice ed è stato così indicato nel 1.10.2020 l'inizio delle operazioni peritali. Il termine di novanta giorni fissato dal Giudice al perito stimatore per la trasmissione ai Consulenti di Parte della bozza di relazione peritale è quindi definito al 29.12.2020, mentre per eventuali osservazioni alla bozza di relazione i Consulenti delle Parti hanno termine fino al 28.1.2021 (ulteriori 30 giorni successivi alla ricezione della bozza di relazione). Nei successivi 20 giorni il sottoscritto perito ha quindi valutato le osservazioni ricevute e depositato entro il 17.2.2021 la propria perizia in Cancelleria.

Sempre nell'udienza del 21.7.2020 il G.E. ha fissato l'udienza del 18.3.2021 ore 12.00 per la discussione della relazione peritale.

Tutto ciò premesso il sottoscritto dott. Simone Allodi, nato a Soresina (CR), il 12.12.1975, codice fiscale LLD SMN 75T12 I849J, domiciliato ai fini del presente atto presso il proprio Studio in Milano, Corso di Porta Vittoria n.28, iscritto all'Albo sez. A dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili al n. 6024 per la giurisdizione del Tribunale di Milano e abilitato per legge ad effettuare valutazioni di stima, prestato giuramento telematico secondo le disposizioni emesse per sopperire all'emergenza sanitaria da SARS-COVID19, ha effettuato uno studio volto a determinare il valore da attribuire alla quota partecipativa del sig. \_\_\_\_\_ nella Società EDEN IMMOBILIARE S.r.l. e definito eventuali diritti di prelazione o riserve di gradimento ai sensi dello Statuto sociale.

Si precisa inoltre che l'analisi condotta e i risultati ottenuti, riepilogati nel presente documento, sono basati, ove non diversamente riferito, sulle informazioni e sui documenti forniti dalle parti in causa e raccolti durante l'elaborazione del lavoro peritale. Il contenuto di tali documenti è, quindi, assunto come vero e reale ed utilizzato come imprescindibile base di analisi per la formazione della valutazione peritale. In particolare è stata analizzata la seguente documentazione:

- Visura Camerale Storica della Società (**All.1**) corredata di Statuto (**All.2**);





patrimonio immobiliare proprio; - studio, ricerca e promozione per la realizzazione e lo sviluppo di iniziative immobiliari.

Il tutto con esclusione delle attività riservate dalla legge agli iscritti agli appositi Albi.

Per il conseguimento dell'oggetto sociale la società potrà compiere, in Italia o all'estero, tutte le operazioni commerciali, industriali ed immobiliari necessario o utili, nonché, in modo non prevalente e non nei confronti del pubblico, compiere operazioni finanziarie e mobiliari ed assumere e dare interessenze o partecipazioni in altre società ed imprese aventi oggetto analogo od affine o connesso al proprio, sia direttamente che indirettamente; potrà altresì concedere fidejussioni e garanzie reali, anche a favore di terzi. E' espressamente escluso lo svolgimento delle attività di cui alla legge 2.1.1991 n.1 >>.

In data 2.11.2016 è stato autorizzato il sequestro conservativo delle quote sociali di proprietà del sig. e pari al 40% del capitale sociale.

La società è amministrata dal 3.3.2016 da un Amministratore Unico nella persona di Patrizia.

\*

### 3. I DATI DI BILANCIO DELLA SOCIETA'

La prima analisi effettuata in sede valutativa ha interessato i dati rinvenibili dai bilanci depositati presso la Camera di Commercio di Milano e forniti dalla società per gli esercizi che vanno dal 2015 al 2019. Tale prima ricognizione ha consentito al valutatore di delineare un *trend* sull'andamento della società negli ultimi anni.

#### 3.1. L'ATTIVO PATRIMONIALE RISULTANTE DAI BILANCI DEPOSITATI

Di seguito vengono riepilogati i dati dell'attivo patrimoniale relativi agli esercizi che vanno dal 2015 al 2019, precisando che gli stessi, oggetto di deposito presso il Registro delle Imprese e tutti confermati dalla Società, sono assunti quali veri e reali.

Tab. 1 – Attivo di Stato Patrimoniale

Importi espressi in € ed arrotondati all'unità

STATO PATRIMONIALE						
ATTIVO	31.8.2020	31.12.2019	31.12.2018	31.12.2017	31.12.2016	31.12.2015
<b>IMMOBILIZZAZIONI</b>	<b>1.083.796</b>	<b>1.086.047</b>	<b>1.089.181</b>	<b>1.813.904</b>	<b>1.802.043</b>	<b>2.019.613</b>
Immateriali	12.585	12.585	12.660	25.245	25.872	60.414
Materiali	1.071.211	1.073.462	1.076.521	1.788.659	1.794.521	1.959.199
Finanziarie	0	0	0	0	-18.350	0
<b>ATTIVO CIRCOLANTE</b>	<b>138.675</b>	<b>93.751</b>	<b>98.258</b>	<b>51.878</b>	<b>22.504</b>	<b>23.257</b>
Rimanenze	0	0	0	0	0	0
Crediti	125.907	92.504	66.085	47.952	20.171	18.947
Disponibilità liquide	12.324	803	31.825	3.582	1.932	808
Ratei e risconti	444	444	348	344	401	3.502
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>1.222.471</b>	<b>1.179.798</b>	<b>1.187.439</b>	<b>1.865.782</b>	<b>1.824.547</b>	<b>2.042.870</b>



Le immobilizzazioni immateriali sono ascrivibili a oneri pluriennali riferiti a “costi di ampliamento, ammodernamento o miglioramento su fabbricati di terzi” per loro stessa natura trascurabili in ottica valutativa.

Le immobilizzazioni materiali sono costituite prevalentemente dai fabbricati di proprietà di EDEN siti in Comune di Bollate, Paderno Dugnano e Sampeyre: essi certamente rappresentano gli assets principali di EDEN ed il metodo valutativo che verrà scelto nei prossimi paragrafi consentirà di definire il capitale economico della società partendo dalle opportune valutazioni di congruità. Sempre tra le immobilizzazioni materiali, ed in via del tutto residuale, sono iscritte a bilancio alcune specifiche voci di cespiti per valori del tutto insignificanti rispetto all’ammontare complessivo delle immobilizzazioni.

La tabella sottostante dà evidenza di tali voci che si mantengono a bilancio a fini valutativi considerata la loro stretta correlazione con gli immobili che saranno oggetto di specifica valutazione.

Altre immobilizzazioni materiali	Valore lordo	F.do amm.to	Netto
Impianti generici	5.286,75 €	3.814,38 €	1.472,37 €
Impianti specifici caldaia	5.728,40 €	2.945,68 €	2.782,72 €
Attrezzatura varia e minuta	1.429,92 €	1.429,92 €	- €
Mobili e arredamento	12.155,18 €	8.075,53 €	4.079,65 €
Macchine ordinarie di Ufficio	4.500,00 €	4.500,00 €	- €
Maccine di ufficio elettromeccaniche ed elettroniche	1.819,00 €	1.819,00 €	- €
Impianto telefonico	50,33 €	50,33 €	- €
	<b>30.969,58 €</b>	<b>22.634,84 €</b>	<b>8.334,74 €</b>

I crediti iscritti nell’attivo patrimoniale sono rappresentati per € 116.170,95 da crediti verso clienti e per il residuo di € 9.025,50 da crediti per fatture da emettere. Nel valutare se i crediti possano essere o meno oggetto di svalutazione, ferme le indicazioni fornite nel capitolo 9 circa le limitazioni della presente analisi, sono stati verificati i movimenti dal 31.12.2017: sono stati quindi rilevati sostanziali variazioni nel corso dei diversi esercizi, eccezion fatta per il credito iscritto verso Curatolo Maria di € 2.820,95, non movimentato almeno dal 2017, così come per il credito di € 3.701,87 verso The First S.p.A. creditore precedente nel pignoramento quote verso il socio

Quanto invece alle fatture da emettere per € 9.025,50 si ritiene che l’importo debba essere oggetto di svalutazione integrale derivando da fatture non emesse già prima del 31.12.2017.

La tabella sottostante da evidenza della verifica condotta sui crediti e degli importi, evidenziati in colore rosso, meritevoli di svalutazione.



Crediti verso Clienti	31/12/2017	Var. 2018		31/12/2018	Var. 2019		31/12/2019	Var. 2020		31/08/2020
		Dare	Avere		Dare	Avere		Dare	Avere	
UNDERGROUND POWER SRL	27.880,26 €	- €	13.500,00 €	14.380,26 €	- €	5.000,00 €	9.380,26 €	- €	- €	9.380,26 €
CURATOLO MARIA	2.820,95 €	- €	- €	2.820,95 €	- €	- €	2.820,95 €	- €	- €	2.820,95 €
ANDREA	10.491,63 €	24.300,00 €	- €	34.791,63 €	6.306,00 €	- €	41.097,63 €	6.306,00 €	493,57 €	46.910,06 €
THE FIRST SPA	3.701,87 €	- €	- €	3.701,87 €	- €	- €	3.701,87 €	- €	- €	3.701,87 €
PATRIZIA	- €	1.350,00 €	900,00 €	450,00 €	4.068,00 €	3.612,00 €	906,00 €	6.022,00 €	1.502,00 €	5.426,00 €
CONSORZIO ITALIA	- €	- €	- €	- €	42.212,00 €	8.250,00 €	33.962,00 €	21.106,00 €	10.553,00 €	44.515,00 €
EUROLUXE ITALIA SRL	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	14.018,22 €	10.601,41 €	3.416,81 €
										116.170,95 €
	31/12/2017	Var. 2018		31/12/2018	Var. 2019		31/12/2019	Var. 2020		31/08/2020
		Dare	Avere		Dare	Avere		Dare	Avere	
Crediti per Fatt.da Emettere	17.425,50 €	49.344,26 €	57.744,26 €	9.025,50 €	2.775,00 €	- €	11.800,50 €	- €	2.775,00 €	9.025,50 €

Con riferimento invece alle disponibilità liquide si segnala che, rispetto alla situazione patrimoniale al 31.8.2020, l'elenco movimentazioni bancarie fornito dalla Società ed estrapolato da *home banking* risulta aggiornato fino al 26.7.2020 con evidenza di un saldo creditorio inferiore di circa € 10mila rispetto a quanto contabilizzato; tuttavia dall'esame dei partitari si rileva che successivamente alla data a cui è aggiornata la documentazione bancaria è stato contabilizzato il finanziamento garantito dallo Stato di € 11.000 – rilevato peraltro anche tra le poste debitorie – rendendo così del tutto plausibile l'importo delle disponibilità liquide al 31.8.2020.

### 3.2. IL PASSIVO PATRIMONIALE RISULTANTE DAI BILANCI DEPOSITATI

Il capitale sociale della Società è pari ad € 50.000,00, interamente versato e suddiviso in tre quote di partecipazione, come precedentemente illustrato. Tale posta non ha subito alcuna variazione, né in aumento né in diminuzione, nell'arco del periodo esaminato; peraltro, da Visura Camerale, emerge il sequestro conservativo sulle quote sociali di autorizzato in data 2.11.2016 dal Tribunale di Milano nel procedimento cautelare n. R.G. 44667/2016.

I dati di bilancio evidenziano un debito verso Deutsche Bank per un finanziamento residuo a titolo di mutuo per € 41.509, debiti per imposte dirette (IRES ed IRAP) ed indirette (IVA), imposte locali (IMU e TASI) e depositi cauzionali ricevuti da conduttori degli immobili locati. L'importo più rilevante iscritto tra le poste debitorie consiste tuttavia in un debito verso soci per finanziamenti da loro ricevuti per oltre € 295mila.



Tab. 2 – Passivo di Stato Patrimoniale

Importi espressi in € ed arrotondati all'unità

STATO PATRIMONIALE						
PASSIVO	31.8.2020	31.12.2019	31.12.2018	31.12.2017	31.12.2016	31.12.2015
<b>PATRIMONIO NETTO</b>	<b>818.110</b>	<b>800.547</b>	<b>800.516</b>	<b>787.734</b>	<b>738.738</b>	<b>1.262.526</b>
Capitale	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000
Riserve di rivalutazione	756.839	756.839	756.839	756.839	756.839	756.839
Riserva leglae	639	639	0	0	0	0
Altre riserve	1	1	1	1	0	436.273
Utile/perdita portata a nuovo	-6.932	-6.963	-19.106	0	19.416	11.626
Utile/perdita d'esercizio	17.563	31	12.782	-19.106	-87.517	7.788
<b>FONDI PER RISCHI E ONERI</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>DEBITI, RATEI E RISCONTI</b>	<b>404.361</b>	<b>379.251</b>	<b>386.923</b>	<b>1.078.048</b>	<b>1.085.809</b>	<b>780.344</b>
Debiti esigibili entro l'esercizio successivo	67.710	60.154	41.772	398.605	211.794	98.495
Debiti esigibili oltre l'esercizio successivo	336.651	319.097	345.151	674.849	873.881	679.666
Ratei e risconti passivi	0	0	0	4.594	134	2.183
<b>TOTALE PASSIVO</b>	<b>1.222.471</b>	<b>1.179.798</b>	<b>1.187.439</b>	<b>1.865.782</b>	<b>1.824.547</b>	<b>2.042.870</b>

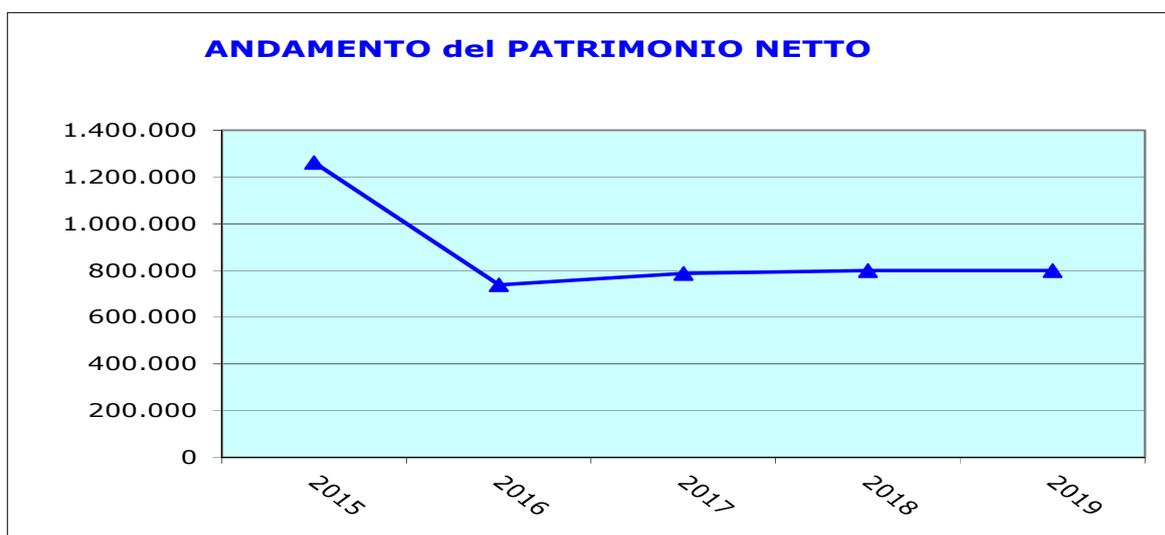
Un accenno meritano i debiti verso soggetti cd. istituzionali (Agenzia delle Entrate, Enti locali, INPS, INAIL, etc.): le circolarizzazioni effettuate hanno infatti consentito di raccogliere le risposte allegate alla presente relazione e permesso al sottoscritto perito di operare alcuni adeguamenti rispetto alle poste debitorie iscritte. In particolare, i debiti a bilancio sono stati adeguati secondo le risultanze della seguente tabella:

	da pagare	a bilancio	delta	
Agenzia Entrate Atti Giudiziari	nessuno			
Agenzia Entrate Riscossione	2.009,44 €	402,00 €	1.607,44 €	
CCIAA	nessuno			
Comune di Bollate	2.015,00 €	2.015,00 €	- €	IMU 2020 e residuo IMU 2019; TASI 2014 e 2015 inclusa nel debito verso AE Riscossione
Comune di Milano	1.018,00 €	- €	1.018,00 €	IMU e TASI 2015: importi già comprensivi di sanzioni ed interessi
Comune di Paderno Dugnano	5.766,00 €	4.738,00 €	1.028,00 €	TARI 2014-2019 e 2020
Comune di Sampeyre	2.943,08 €	255,00 €	2.688,08 €	Violazioni IMU e TASI 2012, 2013, 2015 e 2020
INPS	nessuno			
Polizia Locale Milano	149,00 €	- €	149,00 €	sanzione codice della strada
	13.900,52 €		6.490,52 €	

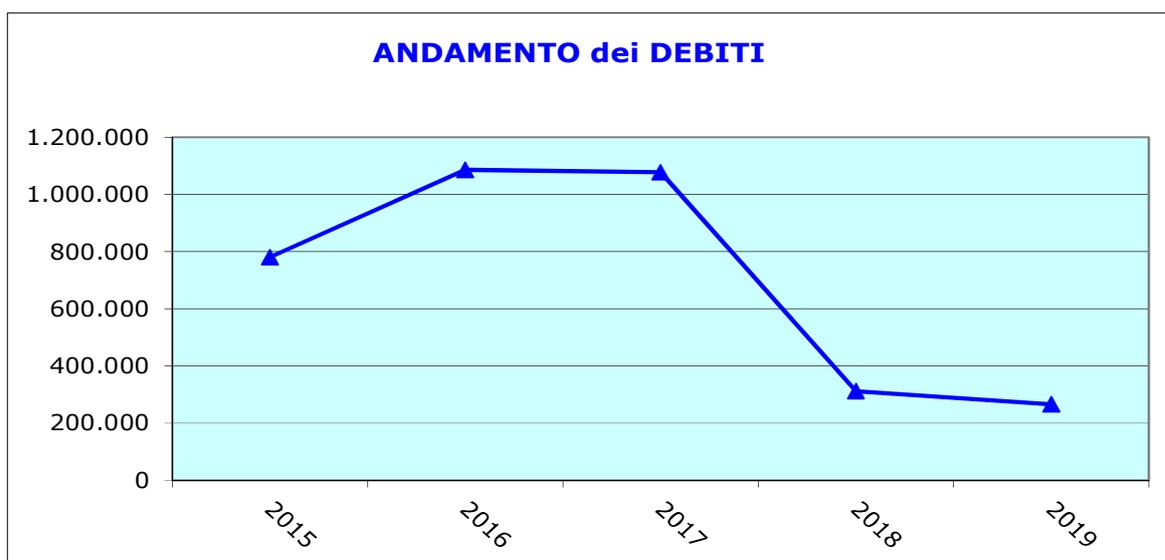


Come già anticipato, un'altra voce che merita alcune considerazioni è quella relativa ai "Debiti esigibili oltre l'esercizio successivo": per la maggior somma, trattasi infatti dei finanziamenti infruttiferi erogati dai soci. Come verrà evidenziato nei successivi paragrafi allorquando si effettueranno le opportune rettifiche/riclassifiche sui dati di bilancio, si è comunque ritenuto opportuno considerare la presente posta di finanziamento – anche se caratterizzata da infruttuosità – quale posta debitoria, e ciò anche se trattasi di denari immessi in società, tra gli altri, anche da parte del socio nei cui confronti viene effettuata la valutazione della quota di partecipazione.

Di seguito si propone un grafico che illustra l'andamento del patrimonio della Società.



e l'andamento dei debiti, segnalando che la brusca riduzione sconta l'imputazione a prezzo delle caparre ricevute da promissari acquirenti per le cessioni immobiliari poi effettuate nel corso dell'esercizio 2018



### 3.3. IL CONTO ECONOMICO RISULTANTE DAI BILANCI DEPOSITATI

Al fine di analizzare l'andamento economico dell'azienda in esame, pare opportuno proporre una tabella di raffronto dei conti economici degli esercizi dal 2015 al 2019, oltre all'esame di una situazione contabile al 31.8.2020 che conferma il trend di andamento del conto economico.

Tab. 3 – Conto Economico

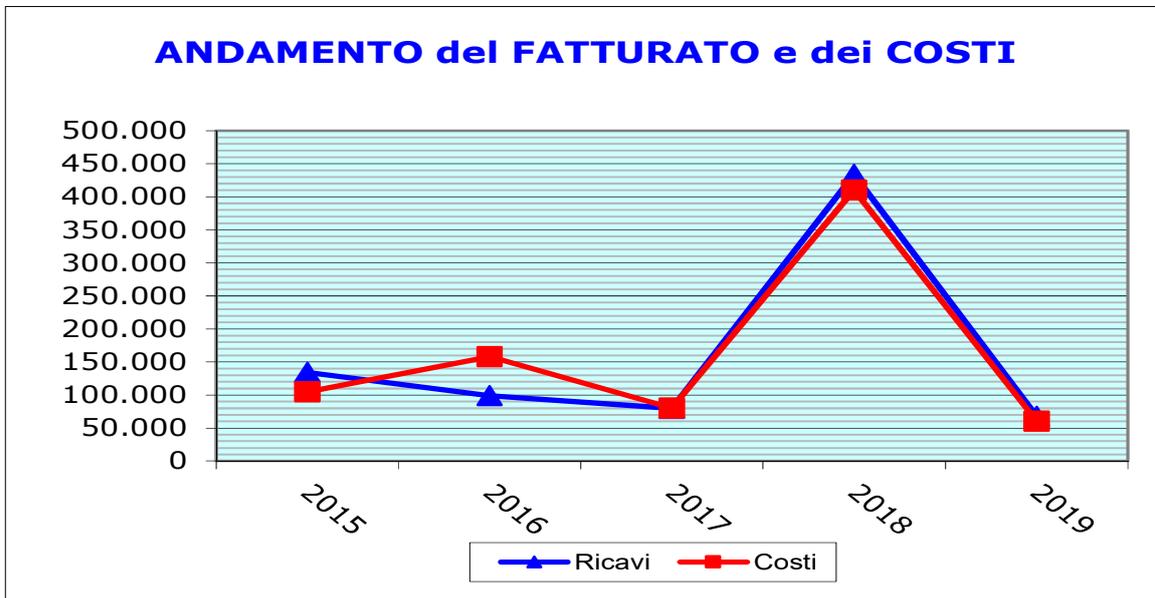
Importi espressi in € ed arrotondati all'unità

<b>CONTO ECONOMICO</b>	<b>31.8.2020</b>	<b>31.12.2019</b>	<b>31.12.2018</b>	<b>31.12.2017</b>	<b>31.12.2016</b>	<b>31.12.2015</b>
<b>VALORE DELLA PRODUZIONE</b>	<b>28.276</b>	<b>67.368</b>	<b>433.614</b>	<b>79.692</b>	<b>98.925</b>	<b>134.462</b>
<i>Ricavi delle vendite e delle prestazioni</i>	28.276	47.725	45.831	79.692	76.067	91.401
<i>Altri ricavi e proventi</i>	0	19.643	387.783	0	22.858	43.061
<b>COSTI DELLA PRODUZIONE</b>	<b>10.654</b>	<b>60.511</b>	<b>410.397</b>	<b>80.393</b>	<b>157.993</b>	<b>105.103</b>
<i>Per materie prime, sussid., di cons, e merci</i>	0	0	0	0	1.978	4.842
<i>per servizi</i>	4.745	12.798	62.476	41.593	63.137	73.580
<i>per godimento di beni di terzi</i>	0	0	0	0	312	275
<i>ammortamenti e svalutazioni</i>	0	7.530	4.831	6.489	4.663	9.459
<i>oneri diversi di gestione</i>	5.909	40.183	343.090	32.311	87.903	16.947
<b>PROVENTI E ONERI FINANZIARI</b>	<b>-59</b>	<b>-1.867</b>	<b>-8.630</b>	<b>-7.201</b>	<b>-18.362</b>	<b>-16.825</b>
<i>Proventi finanziari</i>	0	2	0	0	0	0
<i>Interessi ed altri oneri finanziari</i>	59	1.869	8.630	7.201	18.362	16.825
<b>IMPOSTE</b>	<b>0</b>	<b>4.959</b>	<b>1.805</b>	<b>11.204</b>	<b>10.087</b>	<b>4.746</b>
<b>UTILE/PERDITA D'ESERCIZIO</b>	<b>17.563</b>	<b>31</b>	<b>12.782</b>	<b>-19.106</b>	<b>-87.517</b>	<b>7.788</b>

Si evidenzia come la società abbia una dinamica reddituale poco significativa nel corso degli anni; si segnala unicamente che nel corso del 2018 sarebbero avvenute le cessioni degli immobili in Paderno Dugnano da cui sarebbe emersa una significativa plusvalenza e di Cormano da cui invece sarebbe scaturita un altrettanto significativa minusvalenza. Il grafico mostra fatturato e costi posti a raffronto.



Tab. 4 – Fatturato e costi di esercizio



Il grafico sopra riportato da buona evidenza di come la società presenti una dinamica di ricavi sempre allineata rispetto ai costi relativi dando così chiara evidenza che l'equilibrio economico è diretta conseguenza delle tipologia di società, di mera gestione immobiliare.

Tab. 5 – Risultato di esercizio tendenziale



\*



#### **4. I CRITERI DI VALUTAZIONE – Definizione metodologica**

L'identificazione dell'oggetto della stima e della sua qualificazione giuridica è decisiva anche al fine di individuare i criteri ai quali l'esperto designato deve attenersi.

Nella fattispecie in esame, si è già premesso che oggetto della valutazione è il capitale economico della società EDEN IMMOBILIARE S.r.l., i cui principali asset sono costituiti dalle proprietà immobiliari in Comune di Bollate, Paderno Dugnano e Sampeyre.

Per individuare la metodologia valutativa da adottare si sono, in primo luogo, tenuti in debita considerazione i principi che la prassi aziendalistica pone alla base di ogni valutazione di stima: è richiesto, infatti, che il valore stimato (finalità della stima) sia in grado di esprimere una valutazione generale, razionale, dimostrabile e (possibilmente) stabile.

Si noti che in seguito si farà riferimento indifferentemente al concetto di azienda o di capitale: ciò in quanto, essendo oggetto della nostra stima il valore dell'intero patrimonio, le due locuzioni possono ritenersi sovrapponibili.

##### **4.A. LA VALUTAZIONE**

###### **4.a.1. Valutazione generale**

La valutazione deve prescindere da effetti contingenti di domanda e di offerta ed in particolare dalle caratteristiche delle parti interessate ad un'eventuale negoziazione e delle forze contrattuali che le parti esprimono. Con la valutazione si vuole individuare un valore "generale" contrapposto al valore "soggettivo", che definisce il valore di un'azienda nella prospettiva dell'utilità della sua acquisizione (o cessione) da parte di uno specifico soggetto. Per individuare il valore "soggettivo" occorrerebbe introdurre nella valutazione una serie di elementi, di opinioni, di ipotesi, ecc. legati alla peculiarità del caso concreto.

###### **4.a.2. Valutazione razionale**

Con ciò si intende che il valore deve essere costruito mediante uno schema logico, chiaro e condivisibile. Tale schema si fonda spesso, come meglio si vedrà più avanti, sull'idea di base che il valore di un'azienda in un dato momento è legato ai flussi di risultati attesi (flussi di reddito, flussi di cassa), alla loro distribuzione nel tempo, al valore d'uso dei mezzi finanziari (espresso dai tassi di investimenti alternativi), al rischio che si associa all'investimento. Altre volte a questo schema si sostituiscono o si affiancano "schemi logici" differenti, giudicati concettualmente assimilabili e di più agevole applicazione (ad esempio: schemi istantanei a base patrimoniale, fondati sul costo di riproduzione degli elementi del capitale, ecc.), ancorché non altrettanto soddisfacenti.



#### 4.a.3. Valutazione dimostrabile

Valutazione dimostrabile significa che le quantità utilizzate nella formula valutativa prescelta devono avere un accettabile grado di credibilità (e quindi di obiettività). I flussi di reddito ed i flussi di cassa del passato, ad esempio, sono dati certi (o relativamente certi), mentre gli stessi flussi riferiti a periodi futuri assumono un crescente grado d'incertezza e spesso hanno una credibilità decrescente all'aumentare dell'orizzonte temporale. Ecco perché formule raffinate e sicuramente razionali, che assumono flussi di lunghi periodi futuri, hanno a volte scarsa credibilità, ed i loro risultati non sono sufficientemente dimostrabili.

In generale, il fatto che una valutazione sia dimostrabile è spesso associato alla natura obiettiva, anziché stimata o presunta, delle quantità accolte nelle formule valutative. La dimostrabilità è minima in presenza di dati previsionali che sono il frutto di ipotesi, la cui probabilità non è di fatto misurabile.

#### 4.a.4. Valutazione stabile

La stima deve tendenzialmente rifuggire da quanto vi è di provvisorio, e quindi di rapidamente mutevole, nei fatti e nelle grandezze che influenzano il risultato. Nelle misure del reddito conseguito, ad esempio, vanno esclusi componenti straordinari e difficilmente ripetibili; spesso è opportuno mediare tra risultati di vari esercizi in cui si alternano andamenti più o meno favorevoli; nelle scelte dei prezzi di beni patrimoniali vanno evitati riferimenti a negoziazioni non normali e così via.

Ma il concetto espresso significa anche che la stima del capitale economico deve guardare con molta cautela a situazioni contingenti che possono, per brevi periodi, esaltare o deprimere il valore di mercato delle aziende e quindi, almeno indirettamente, influenzare alcuni parametri e alcuni riferimenti utilizzati nelle stime di capitale economico. Sia le formule che i dati assunti debbono insomma, per quanto possibile, rifuggire gli aspetti di provvisorietà e di instabilità e cercare di esprimere valori non effimeri e quindi tendenzialmente validi finché non mutano sostanzialmente le premesse dalle quali il valore trae origine.

#### 4.B. LA FORMULA "TEORICA"

Molto spesso, per esigenze di semplificazione, si è fatto uso di formule ed algoritmi matematici per la determinazione del valore di un'azienda, in cui di regola si fa riferimento o al valore dei beni che compongono l'azienda o alla loro capacità di assicurare un reddito stabile, positivo e continuativo nel tempo, o ad entrambi i fattori. Tutte queste formule traggono origine dalla cosiddetta "formula teorica", che sta alla base del pensiero economico valutativo:

$$W_0 = \sum d_s v^s + P_n * v^n$$

dove:

- $d_s$  è il dividendo pagato dall'azienda nell'anno  $s$  (per  $s$  variabile da 1 a  $n$ );
- $P_n$  è il prezzo più probabile dell'azienda al tempo futuro  $t_n$ ;



- $v^s, v^n$  sono i coefficienti di attualizzazione (in base al tasso  $i$ ).

La formula in discorso è puramente astratta, cioè non adatta ad applicazioni concrete (anche se questa opinione non è sempre condivisa: i metodi cosiddetti "finanziari" di valutazione del capitale economico la giudicano invece infatti concretamente utilizzabile) per i seguenti motivi:

- a. innanzitutto la formula si basa su eventi largamente imprevedibili. Primo fra tutti il prezzo probabile al tempo  $t_n$ , la cui imprevedibilità è massima. Esso infatti è legato, per citare solo alcuni aspetti, alla storia dell'azienda nel periodo  $t_0 - t_n$ , alle prospettive che all'azienda si presenteranno al tempo della cessione, alle condizioni in cui domanda ed offerta di aziende (e di quella azienda specifica) si presenteranno sempre nel medesimo istante. Sia pure con coefficienti d'incertezza minori, la stessa misura dei dividendi attesi è difficilmente prevedibile;
- b. dalle precedenti annotazioni deriva che la formula sarebbe, in sede applicativa, fonte di grande arbitrarietà e soggettività. I risultati espressi sarebbero grandemente variabili a seconda di chi conduce il calcolo e, trattandosi di opinioni sostanzialmente indimostrabili, senza alcuna possibilità di controllo.

Dall'esposizione svolta deriva come conseguenza che l'inapplicabilità della formula teorica impone, in sede concreta, il ripiegamento su formule approssimative, che sono tentativi di rappresentazione del valore dell'azienda in termini effettivamente praticabili, anche se spesso incompleti od insoddisfacenti nell'aspetto concettuale.

I criteri per giudicare la validità dei metodi pratici non possono prescindere, però, dal loro confronto con la formula teorica, della quale costituiscono una semplificazione, ma alla quale devono pur sempre essere rapportati al fine di stabilirne l'accettabilità. Qualsiasi formula in concreto applicata non può giudicarsi idonea, e quindi razionale, se non si collega alla formula teorica, che esprime appunto il massimo di razionalità.

In conclusione si può affermare che i metodi valutativi più noti e più adottati dalla pratica hanno sempre il significato di rappresentazioni approssimative della formula teorica, dalla quale si allontanano in vari sensi:

- o poiché non considerano alcune variabili;
- o poiché considerano variabili addizionali;
- o in quanto sostituiscono ad alcune variabili altre variabili, che intendono rappresentare le prime in modo più o meno approssimato o semplificato.

Appare perciò, in ogni caso, necessario esaminare per quali ragioni le formule concrete si allontanino dalla formula teorica, apprezzarne l'importanza ed il senso di tale allontanamento.



#### 4.C. IL VALORE ECONOMICO DELL'AZIENDA

Il valore economico del capitale di un'azienda è il valore che, in normali condizioni di mercato, viene ritenuto congruo per l'unitario complesso aziendale considerato nella sua globalità e prescindendo dalle parti interessate alla valutazione, cioè alla negoziazione della proprietà dell'azienda o di parte di essa.

Per giungere ad una valutazione, la dottrina e la prassi professionale hanno ormai chiaramente delineato diversi metodi e il primo compito del perito è proprio quello di individuare il metodo di valutazione che meglio può essere applicato al caso concreto.

Tra i diversi metodi elaborati, quelli con il maggior grado di utilizzo risultano:

1. il metodo finanziario;
2. il metodo reddituale;
3. il metodo patrimoniale.

Non meno importanti, da un punto di vista concettuale ed applicativo, sono poi i metodi definiti misti.

\*

### 5. I METODI DI VALUTAZIONE

#### 5.A. IL METODO FINANZIARIO

Il metodo finanziario, per la valutazione del capitale economico delle aziende, fonda le proprie ragioni sulla considerazione che l'impresa in funzionamento rappresenti un investimento in atto, generante futuri flussi di cassa. Il perito, ponendosi nell'ottica del possibile investitore, dovrà valutare il valore economico dell'azienda sulla base dei flussi monetari di cassa che si prevede la stessa potrà generare, attualizzandoli ad un tasso che rifletta il rischio dell'investimento. Tale risultato, definito "*Discounted Cash Flows*" può essere raggiunto tramite l'applicazione di due diversi criteri: l'approccio che osserva i flussi monetari prodotti dagli investimenti dell'impresa (*asset side*), ovvero quello che osserva direttamente i flussi monetari destinati a coloro che nell'impresa hanno apportato capitale di rischio (*equity side*).

Il metodo finanziario può quindi trovare applicazione tramite due diverse metodologie che si differenziano l'una dall'altra per il criterio seguito: *asset side* o *equity side*.

- Il **metodo dei flussi monetari operativi** (*unlevered cash flow*) determina l'*equity value* (valore del capitale economico) quale differenza tra il valore economico del capitale investito operativo – *asset value* – (in sostanza il *Free Cash Flow from Operations* generato in futuro dalla gestione caratteristica ed attualizzato al costo medio ponderato del capitale WACC) e il valore corrente del debito finanziario netto.

#### Asset side method

$$W_A = \sum_k FCFO_k / (1+WACC)^k \quad (k = 1 \rightarrow n)$$



- Il **metodo dei flussi finanziari netti spettanti ai soci** determina l'*equity value* attualizzando i flussi monetari generati dal capitale di rischio (*Free Cash Flow to Equity* – quindi al netto degli oneri finanziari) ad un tasso che corrisponde al costo del capitale proprio ( $K_e$ ).

#### Equity side method

$$W_E = \sum_k FCFE_k / (1+K_e)^k \quad (k = 1 \rightarrow n)$$

A livello applicativo e al fine di determinare il valore economico dell'azienda, tali approcci metodologici devono essere opportunamente integrati considerando il cosiddetto valore finale o *terminal value*. Esso completa la stima puntuale dei flussi monetari annuali, tramite un valore che approssima i flussi successivi all'anno ennesimo. Riscrivendo le formule precedenti con il valore finale si avrebbe:

#### Asset side method

#### Equity side method

$$W_A = \sum_k FCFO_k / (1+WACC)^k + TV \quad W_E = \sum_k FCFE_k / (1+K_e)^k + TV$$

Il *terminal value* viene stimato utilizzando diversi procedimenti alternativi, quali:

- il valore attuale del flusso monetario;
- il valore attuale del flusso reddituale;
- il modello di comparazione diretta.

Il metodo più utilizzato nella prassi è senza dubbio il primo, in quanto ipotizza che il flusso monetario (flusso di cassa reale al netto dell'inflazione) cresca sempre in modo costante.

Esula tuttavia dalle finalità proprie di questa perizia, entrare maggiormente nel dettaglio degli elementi che caratterizzano l'applicazione di tale metodologia valutativa. Infatti, il criterio di valutazione finanziario mal si concilia con la tipologia di azienda oggetto di analisi e richiede comunque una serie di dati ed elementi non immediatamente reperibili considerata la strutture amministrative e la tipizzazione della Società valutata. Detti elementi inoltre, a causa della loro stessa natura, risultano soggetti a valutazioni discrezionali e quindi bisognosi di maggiori controlli.

A complicare ulteriormente l'applicazione di tale metodo di valutazione, vi è l'esigenza di confrontare i dati ottenuti con altri aventi la medesima natura e riferiti a situazioni analoghe a quella considerata, al fine di neutralizzarne la discrezionalità. Per queste ed altre ragioni si ritiene preferibile, nel caso in esame, ricorrere ad altri criteri di valutazione che verranno di seguito descritti: il metodo reddituale e il metodo patrimoniale.

## 5.B. IL METODO REDDITUALE

Il metodo reddituale determina il valore dell'azienda considerando i redditi che, nelle aspettative, essa sarà in grado di generare in futuro. Tale criterio si pone, nell'approccio valutativo che il perito deve scegliere, quale metodo più semplice e di più facile applicazione rispetto a quello finanziario, in quanto sostituisce al



flusso monetario i redditi futuri normalizzati. La bontà del metodo reddituale può inoltre essere ricondotta alle seguenti considerazioni:

- equivalenza sostanziale tra reddito e flussi monetari nel lungo periodo;
- maggior facilità nel determinare il reddito che l'azienda è normalmente in grado di generare rispetto alla stima dei futuri flussi monetari.

In definitiva, l'applicazione del metodo reddituale comporta l'attualizzazione dei redditi futuri di durata illimitata o limitata.

Qualora si prenda a riferimento una durata indeterminata della società, il valore del capitale economico determinato con il metodo reddituale è pari alla rendita perpetua del reddito normale atteso, attualizzata ad un tasso  $i$ :

$$W = \frac{R}{i}$$

$W$  è il valore dell'azienda;

$R$  è il reddito normale atteso;

$i$  è il tasso di capitalizzazione.

L'orizzonte temporale illimitato, a base della precedente formula, trova giustificazione nel fatto che, oltre un certo numero di anni e per tassi elevati, diviene trascurabile lo *spread* tra il valore attuale calcolato con la formula della rendita perpetua e quello determinato con quella limitata.

Qualora tuttavia la vita dell'impresa sia limitata in ragione di fattori endogeni (modifica di determinate variabili operative/gestionali) o esogeni (ottenimento di una concessione ad operare, limitata ad un certo numero di anni), appare più opportuno l'utilizzo di un metodo che consideri un orizzonte temporale limitato ad  $n$  anni. La formula che esprime il valore del capitale economico nell'ottica suddetta è la seguente:

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

$W$  è il valore dell'azienda;

$R$  è il reddito normale atteso;

$a_{n|i}$  a posticipato figurato  $n$  al tasso  $i$ , è il fattore di attualizzazione di una rendita posticipata, limitata ad  $n$  anni, di rata costante pari a  $R$ .

Il metodo di valutazione reddituale consente di attribuire un valore globale all'impresa e si caratterizza, rispetto agli altri metodi valutativi, per i seguenti elementi:

- a) il reddito atteso corrisponde al valore attuale dei risultati economici conseguibili e si sostituisce al valore attuale dei "dividendi" attesi (o "dei flussi di cassa disponibili"), esposto in precedenza con il metodo finanziario;



- b) il reddito atteso inoltre deve essere medio o normale, al fine di consentire una maggior facilità di previsione;
- c) il valore attuale dell'impresa in sede di cessione o liquidazione diviene pari a zero qualora consideri la vita dell'impresa di durata illimitata.

Il punto a) definisce un importante elemento di diversità rispetto al criterio finanziario: infatti nell'accezione reddituale, il reddito atteso comprende sia quanto può essere distribuito dall'azienda, sia quanto può essere reinvestito nella stessa a titolo di autofinanziamento. La parte non distribuita ne accresce in definitiva il valore, aumentando le attese dei redditi futuri. I metodi finanziari, in sostanza, tengono particolarmente in evidenza la dinamica della distribuzione dei profitti, mentre i metodi reddituali guardano alla loro produzione. Ma, nel lungo andare, i due fenomeni non possono che portare a coincidenze quantitative. Sotto questo profilo i metodi reddituali sembrano, in buona parte, recepire i criteri di razionalità che ispirano la "formula teorica" di valutazione dell'azienda.

Un decisivo scostamento, tale da incidere sulla connotazione di razionalità del procedimento, deriva dal punto b), cioè dal riferimento al reddito medio atteso od al reddito medio-normale. Ciò si giustifica tuttavia in esigenze di razionalità, obiettività e praticabilità del metodo, dato che un reddito medio o normale  $R$  è quantità più facilmente prevedibile e dimostrabile di una successione di dati futuri  $R, R_1, R_2, \dots R_n$ . Le critiche a tale scelta provengono sia dai fautori dei metodi finanziari, che ravvisano in essa una pesante limitazione alla razionalità del metodo, sia da coloro che potremmo definire "pratici", i quali danno scarso credito a tutte le grandezze future (anche se espresse per via di medie) e al contrario vorrebbero unicamente pesare i risultati del passato o i dati attuali.

Anche il punto c) rappresenta un palese scostamento della formula teorica, che viene peraltro in parte compensato dalla sostituzione del reddito prodotto al dividendo (che ne rappresenta una parte). In altri termini, le scelte metodologiche indicate sub a) e sub c) tendono ad elidersi vicendevolmente: la prima infatti conduce ad una sopravvalutazione, la seconda ad una sottovalutazione.

Nel complesso, l'analisi svolta conferma che i metodi reddituali giungono complessivamente ad un accettabile grado di razionalità, pur in presenza di sensibili scostamenti della formula teorica.

A parziale completamento di quanto detto e senza voler anticipare concetti che appartengono ad una metodologia di valutazione mista (che sarà illustrata in seguito), è opportuno precisare che l'avviamento (*goodwill* se positivo o *badwill* se negativo) può essere calcolato quale differenza tra il valore dell'azienda ottenuto con il metodo reddituale e il valore patrimoniale dei beni aziendali considerati singolarmente.

La formula che può essere adottata è la seguente:

$$G = W - K$$

Ove:

G = avviamento;



W = valore dell'azienda determinata con il metodo reddituale;

K = valore rettificato dei beni attribuito adottando il metodo patrimoniale.

### 5.C. IL METODO PATRIMONIALE

La valutazione patrimoniale, secondo l'impostazione più diffusa, corrisponde ai prezzi che dovrebbero essere pagati per acquisire i singoli elementi che compongono il capitale dell'impresa (ad esempio, nelle imprese industriali, per ricostruire gli impianti, per formare il magazzino, ecc.) ovviamente tenendo anche conto, per alcuni beni già logorati dall'uso o già superati economicamente, di opportuni degni.

In un'impostazione più ampia, anche se meno nota, a comporre il valore patrimoniale entrerebbero anche i prezzi (od i costi di formazione interna) che dovrebbero oggi essere sopportati per dotare l'azienda dei fattori necessari, al fine del suo funzionamento (ad esempio: l'autorizzazione per un'azienda commerciale, i marchi ed i brevetti per certe aziende industriali, il portafoglio premi per una compagnia di assicurazione, e così via). Il metodo patrimoniale non si presta, in sostanza, ad un confronto con la formula teorica. E' ben vero che, in un'ideale situazione di equilibrio, i prezzi dei beni capitali esprimono i valori attuali dei flussi monetari da loro attesi. Ma la realtà è ben più varia e complessa, per cui tale relazione è, appunto, riferibile solo ad una situazione astratta. Da queste osservazioni deriva l'importante regola che il metodo patrimoniale, preso in sé stesso, solo in determinati e ben limitati casi può considerarsi una soluzione razionale del problema di valutazione di un'azienda. Resta comunque il fatto che l'elemento patrimoniale presenta spiccate caratteristiche di obiettività, legato com'è solo all'accertamento di fatti e di considerazioni storiche od attuali e, per i suoi tipici riferimenti al mercato, è per definizione dotato della connotazione della generalità. Ma la carenza accertata della prima e fondamentale connotazione, quella della razionalità, limita le ipotesi in cui il metodo patrimoniale possa essere assunto quale esclusiva informazione del processo di valutazione di un'azienda. Nella maggior parte dei casi esso può invece essere utilizzato quale informazione integrativa, atta ad illuminare un particolare aspetto del fenomeno, cioè quello del costo di ricostruzione degli elementi che costituiscono il patrimonio dell'azienda.

I metodi patrimoniali si fondano sul principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il patrimonio: il risultato di sintesi è denominato "patrimonio netto rettificato". Mentre gli elementi passivi sono sempre tutti considerati, gli elementi attivi sono variamente trattati. Entrano sempre nei calcoli, infatti, gli elementi attivi dotati di materialità; mentre atteggiamenti diversi si registrano nei confronti dei beni immateriali. In relazione alla diversa considerazione riservata ai beni immateriali si possono distinguere diversi metodi patrimoniali. Precisamente:

1. metodi patrimoniali semplici, che comprendono all'attivo solo i beni materiali, oltre ai crediti ed alla liquidità;



2. metodi patrimoniali complessi, che comprendono la valorizzazione espressa di uno o più beni immateriali, con procedimenti adatti allo scopo.

In relazione ai procedimenti di valorizzazione adottati, si distinguono ulteriormente:

- 2.1) metodi patrimoniali complessi analitici, cioè con valorizzazione motivata e documentata dei beni immateriali;
- 2.2) metodi patrimoniali complessi empirici, con valorizzazione dei beni immateriali basata su parametri o formule dedotti dai comportamenti negoziali degli operatori sul mercato (prezzi fatti).

Va subito detto che, nella pratica, i metodi semplici sono di gran lunga i più noti. Essi sono di applicazione diffusa in tutte le categorie di aziende, costituendo costantemente una base rilevante ed insostituibile d'informazione. Il loro risultato esprime il cd. "capitale netto rettificato", designato con il simbolo K.

I metodi patrimoniali complessi, nella formulazione cosiddetta empirica, sono di frequente applicazione per aziende appartenenti a particolari settori dell'economia. In questi casi, rilevanti valori immateriali, con varie denominazioni, sono espressi come elementi patrimoniali sul fondamento di reali o supposti prezzi applicati in negoziazioni di beni similari. I metodi patrimoniali complessi analitici sono invece tipicamente applicabili alle aziende industriali, dove hanno trovato più frequenti esemplificazioni e validità di riferimenti. Essi sono peraltro dotati di validità generale, nel senso che possono essere riferiti a qualsiasi tipo d'azienda. La differenza sostanziale tra i due procedimenti complessi consiste in questo: il metodo analitico è una dimostrazione razionale, basata su dati, del valore attribuibile a specifici beni immateriali (del tipo: il marchio, il brevetto, il prodotto, il processo, ecc.). Il metodo empirico si basa su una valutazione maggiormente legata a fattori esogeni quali le transazioni intervenute sul mercato, piuttosto che l'andamento di operatori concorrenti. I metodi patrimoniali assumono normalmente, come punto di partenza, il capitale netto di bilancio, o comunque il "netto" espresso da una situazione patrimoniale contabile. Il "netto" comprende anche l'utile dell'esercizio, con esclusione degli importi per i quali viene decisa la distribuzione (dividendi, compensi agli amministratori, ecc.). Nel caso di situazione infra-annuale, le deduzioni possono - se del caso - essere stimate in via d'approssimazione, considerando le politiche di distribuzione adottate negli ultimi esercizi.

Con partenza dal capitale netto contabile così stabilito, si procede in successione:

- a. alla revisione degli elementi attivi e passivi;
- b. a riesprimere in termini di valori correnti (di mercato o di stima) gli elementi attivi non monetari (immobilizzi tecnici, rimanenze di magazzino, titoli, partecipazioni, ecc.) determinando così una serie di plusvalenze o minusvalenze;
- c. eventualmente, ad attualizzare il valore di crediti e di debiti differiti senza interessi, o comunque con interessi non in linea col mercato.



Gli elementi attivi e passivi del capitale devono essere sottoposti a revisione, al fine di verificare la loro corrispondenza a corrette regole contabili. In particolare si verificherà:

- che tutte le attività e passività siano contabilizzate;
- che le poste attive siano fondate su validi documenti inventariali;
- che i crediti tengano conto delle effettive possibilità di recupero;
- che gli accantonamenti del passivo corrispondano a quanto effettivamente o probabilmente maturato (fondi spese future, fondi rischio, riserve tecniche);
- che le poste attive e passive calcolate in proporzione al tempo (ratei e risconti) siano analiticamente determinate;
- che siano adeguatamente valutati i rischi espressi nei conti d'ordine o non espressi affatto (garanzie a favore di terzi, rischi di regresso, ecc.).

#### 5.D. IL METODO MISTO

Nella pratica delle valutazioni aziendali, molto noti e frequentemente applicati sono i metodi cosiddetti misti, perché fondono i principi essenziali dei procedimenti patrimoniali e reddituali. La loro caratteristica principale è la ricerca di un risultato finale che consideri contemporaneamente sia l'elemento di obiettività e verificabilità proprio dell'aspetto patrimoniale sia le attese reddituali, che sono concettualmente una componente primaria del valore del capitale economico.

Il metodo misto, nella sua formulazione più semplice ed originaria, mette in evidenza un valore di avviamento (*Goodwill*), inteso come differenza tra il risultato della stima reddituale ( $W_r$ ) e quello della stima patrimoniale ( $K$ ). Qualora si consideri la stima reddituale determinata nella sua tipica formulazione di rendita perpetua, il *Goodwill*  $G$  sarà il risultato della seguente formula:

$$G = R/i - K$$

Nelle aziende redditizie il *Goodwill* è positivo, in quanto  $R/i > K$ ; nelle aziende non redditizie o in perdita, invece, diventa negativo ed assume la denominazione di avviamento negativo (*Badwill*).

Il metodo misto è considerato come il tipico metodo europeo di determinazione del capitale economico. Nell'esperienza italiana, il mondo professionale e larga parte di quello accademico considerano il metodo in esame tra i più razionali.

I procedimenti misti patrimoniali/reddituali più frequentemente diffusi si fondano sulla stima autonoma del *Goodwill* e si presentano in tre principali varianti:

1. metodo misto con attualizzazione limitata del profitto medio;
2. metodo misto con attualizzazione illimitata del profitto medio;
3. metodo di attualizzazione dei profitti di alcuni esercizi futuri.

Il primo procedimento citato si basa sulla nota formula:



$$W = K + a_n \cdot i (R - y * K)$$

ove:

- K è il capitale netto rettificato;
- R è il reddito medio normale atteso per il futuro;
- n è il numero definito e limitato di anni per i quali è prevedibile che R sia prodotto dalle condizioni generatrici di reddito presenti in azienda al momento della valutazione della stessa;
- y è un tasso di interesse "normale" rispetto al tipo di investimento considerato;
- i è il tasso di attualizzazione del profitto o sovrareddito, espresso dalla differenza (R-y\*K).

Il secondo metodo (attualizzazione illimitata del profitto medio) definisce il valore dell'azienda come somma:

- del patrimonio netto rettificato K;
- di un *Goodwill* calcolato come rendita, temporalmente illimitata, della differenza (R-y\*K).

Quindi:

$$W = K + (R - y * K) / i$$

L'ipotesi accolta da tale tesi è che il sovrareddito si produca indefinitamente nel tempo. Questa convenzione ha senso se si adotta un elevato tasso i di capitalizzazione, che praticamente attenui sensibilmente il peso dei sovraredditi attesi al di là di un certo limite di tempo.

Il metodo di attualizzazione dei profitti netti di alcuni esercizi futuri assume con riferimento non già il profitto medio atteso per il futuro, ma una serie di dati specifici esprimenti i risultati economici di alcuni anni a venire, diminuiti al solito del rendimento normale del capitale investito. Esso consiste, perciò, nell'attualizzazione, per un definito periodo di tempo, dei valori annuali dell'espressione:

$$(R - y * K)$$

## 6. L'INDAGINE SVOLTA: I RISCONTRI DOCUMENTALI

### 6.1 I fabbricati di proprietà della società

Come evidenziato nel paragrafo iniziale relativo all'incarico ricevuto, il G.E. ha chiesto al sottoscritto CTU di <<...stimare il valore della quota della società EDEN IMMOBILIARE S.R.L. di cui il debitore – sig. – è titolare>>: la valorizzazione della quota di partecipazione del debitore esecutato non può quindi prescindere dalle risultanze contabili e di bilancio ma neppure limitarsi ad esse, dovendo il perito stimatore effettuare quell'attività di indagine e verifica per comprendere se i valori



contabilizzati e iscritti in bilancio non debbano essere oggetto di rettifiche, differenti valutazioni o integrazioni.

La più significativa indagine, nel caso che ci occupa, attiene inevitabilmente gli immobili posseduti dalla Società ed iscritti a bilancio per un valore di € 1.062.876,64. La sottostante tabella contiene un riepilogo dei dati catastali degli immobili di proprietà:

Tab. 6 – I fabbricati risultati da visura catastale

FABBRICATI									
Nr.	Comune	Foglio	Particella	Sub	Indirizzo	Categoria	Classe	Consistenza	Rendita
1	BOLLATE	17	239	2	BOLLATE (MI) VIA ADIGE, Piano S1	C/6	6	25 mq	89,09 €
2	BOLLATE	17	239	1	BOLLATE (MI) VIA ADIGE, 9 Piano T-1 - 2-S1 int. 7	A/7	3	10 vani	1.162,03 €
3	BOLLATE	19	136	6	BOLLATE (MI) VIA MADONNA, 95 Piano T	C/6	6	11 mq	39,20 €
4	PADERNO DUGNANO	45	172	24	PADERNO DUGNANO (MI) VIA CESARE BATTISTI, 19 Piano 7-9	A/3	5	6,5 vani	654,61 €
5	PADERNO DUGNANO	45	170	91	PADERNO DUGNANO (MI) VIA CESARE BATTISTI, 21 Piano S1	C/6	6	15 mq	51,90 €
6	PADERNO DUGNANO	56	282		PADERNO DUGNANO (MI) VIA PRIVATA MARMOLADA, Piano T-1	C/3	7	669 mq	1.658,45 €
7	SAMPEYRE	35	36		SAMPEYRE (CN) BORGATA RESSIA, Piano S1-T - 1-2	A/3	U	7 vani	350,67 €

Tab. 7 – I terreni risultati da visura catastale

TERRENI								
Nr.	Comune	Foglio	Particella	Qualità	Classe	ha -are - ca	Reddito dominicale	Reddito agrario
1	SAMPEYRE	35	699	PRATO IRRIG	1	5 are 24 ca	2,03 €	1,49 €
2	SAMPEYRE	35	983	PRATO	2	1 are	0,18 €	0,21 €

Si premette da subito che l'indagine relativa ai terreni appare del tutto insignificante: sono infatti iscritti a catasto due particelle pertinenti rispetto al fabbricato di Sampeyre (CN) per cui, in termini di valore, sono rientrati nella valorizzazione che è stata fatta di quel fabbricato.

Al fine di determinare il valore di mercato dei fabbricati anzidetti e confrontarlo con il relativo dato iscritto a bilancio per verificarne la congruità, si è proceduto, dapprima, scaricando le planimetrie catastali degli immobili al fine di poterne determinare la superficie commerciale; ottenuto il dato, è stato verificato il valore a mq ricavabile per la zona di appartenenza dall'Osservatorio del Mercato Immobiliare (OMI) implementato in collaborazione tra l'Agenzia delle Entrate e l'Agenzia del Territorio; si è quindi individuata la più corretta valorizzazione a mq in relazione allo stato degli immobili e, moltiplicato per la dimensione delle unità immobiliari, si è ottenuto il probabile valore di mercato.

Nel dettaglio quindi i passi compiuti per la relativa valorizzazione.



**Fabbricati nel Comune di Bollate**

Nr.	Comune	Foglio	Particella	Sub	Indirizzo	Categoria	Classe	Consistenza	Rendita
1	BOLLATE	17	239	2	BOLLATE (MI) VIA ADIGE, Piano S1	C/6	6	25 mq	89,09 €
2	BOLLATE	17	239	1	BOLLATE (MI) VIA ADIGE, 9 Piano T-1 - 2-S1 int. 7	A/7	3	10 vani	1.162,03 €
3	BOLLATE	19	136	6	BOLLATE (MI) VIA MADONNA, 95 Piano T	C/6	6	11 mq	39,20 €

Le prime tre unità esaminate sono ubicate in Comune di Bollate e constano di un villino cat. catastale A/7 e due box cat. catastale C/6.

La superficie commerciale dell'abitazione, indicata in catasto come composta da n. 10 vani, è stata ricavata scaricando la planimetria catastale, portandola in programma Autocad e operando gli opportuni abbattimenti percentuali relativamente a cantine, balconi, giardino e sottotetto:

	Tipologia	mq	coefficiente	commerciali
<b>Bollate</b>				
PT	Locali principali	65,2	100,00%	65,20
	Balconi	17	25,00%	4,25
	Giardino	429	10,00%	42,90
PS1	Cantine e ripostigli	35,4	20,00%	7,08
P1	Locali principali	67,5	100,00%	67,50
	Balconi	8,7	25,00%	2,18
Psott.	Sottotetto h>150	25,4	20,00%	5,08
<b>TOTALE</b>				<b>194,19</b>

I box risultano invece direttamente valorizzati in visura per 25mq e 11mq.

Definita la consistenza, sono stati esaminati i valori degli immobili secondo le quotazioni OMI

Secondo quanto riscontrato dalle quotazioni OMI del I° semestre 2020 per la zona C1 di Bollate (All.21) in cui sono stati geo-localizzati gli immobili i valori a mq risulterebbero i seguenti:

Indirizzo	Categoria	Mq	Stato	min	max	medio	val.medio
BOLLATE (MI) VIA ADIGE, Piano S1	C/6	25	Normale	700,00 €	1.000,00 €	850,00 €	21.250,00 €
BOLLATE (MI) VIA ADIGE, 9 Piano T-1 - 2-S1 int. 7	A/7	194	Ottimo	1.750,00 €	2.200,00 €	1.975,00 €	383.530,00 €
BOLLATE (MI) VIA MADONNA, 95 Piano T	C/6	11	Normale	700,00 €	1.000,00 €	850,00 €	9.350,00 €

Si è scelto un valore medio anche in ragione delle quotazioni rinvenute nel mercato immobiliare per lo più prossimo al valore di €/mq 2.000.



**Fabbricati nel Comune di Paderno Dugnano**

Nr.	Comune	Foglio	Particella	Sub	Indirizzo	Categoria	Classe	Consistenza	Rendita
4	PADERNO DUGNANO	45	172	24	PADERNO DUGNANO (MI) VIA CESARE BATTISTI, 19 Piano 7-9	A/3	5	6,5 vani	654,61 €
5	PADERNO DUGNANO	45	170	91	PADERNO DUGNANO (MI) VIA CESARE BATTISTI, 21 Piano S1	C/6	6	15 mq	51,90 €
6	PADERNO DUGNANO	56	282		PADERNO DUGNANO (MI) VIA PRIVATA MARMOLADA, Piano T-1	C/3	7	669 mq	1.658,45 €

Nel Comune di Paderno Dugnano la Società è proprietaria di un appartamento cat. A/3 con relativo box cat. C/6 e di un laboratorio in cat. C/3.

La superficie commerciale dell'abitazione, indicata in catasto in n. 6,5 vani, è stata ricavata scaricando le planimetrie catastali e portandola in programma Autocad:

	Tipologia	mq	coefficiente	commerciali
<b>Paderno Dugnano via Cesare Battisti 19</b>				
P6				
	Locali principali	116,5	100,00%	116,50
	Balconi	12,7	25,00%	3,18
P. sottotetto				
	Solaio	7,85	25,00%	1,96
<b>TOTALE</b>				<b>121,64</b>

Secondo quanto riscontrato dalle quotazioni OMI del I° semestre 2020 per la zona B1 di Paderno Dugnano (All.22) in cui sono stati geo-localizzati gli immobili, i valori a mq risulterebbero i seguenti:

Indirizzo	Categoria	Mq	Stato	min	max	medio	val.max.	val.medio
PADERNO DUGNANO (MI) VIA CESARE BATTISTI, 19 Piano 7-9	A/3	122	Ottimo	1.600,00 €	2.050,00 €	1.825,00 €	249.360,00 €	
PADERNO DUGNANO (MI) VIA CESARE BATTISTI, 21 Piano S1	C/6	15	Normale	950,00 €	1.400,00 €	1.175,00 €		17.630,00 €

La scelta, nel caso dell'abitativo presente in Paderno Dugnano, è stata per un valore di circa €/mq 2.000 per l'abitazione e a corpo per il box in base alle risultante del valore mediano.

Identica procedura è stata quindi seguita per il laboratorio la cui superficie commerciale era tuttavia già presente in visura:



	Tipologia	m <sup>q</sup>	coefficiente	commerciali
<b>Paderno Dugnano via Marmolada</b>				
PT				
	Capannone	484	100,00%	484,00
	Cortili	395,4	15,00%	59,31
P1				
	Uffici	154	100,00%	154,00
<b>TOTALE</b>				<b>697,31</b>

In questo caso, tuttavia, la geo-localizzazione ha comportato un cambio di zona secondo le quotazioni OMI del I° semestre 2020: per la zona D1 di Paderno Dugnano (All.23) i valori a mq risulterebbero i seguenti:

Indirizzo	Categoria	Mq	Stato	min	max	medio	val.medio
PADERNO DUGNANO (MI) VIA PRIVATA MARMOLADA, Piano T-1	C/3	697		550,00 €	800,00 €	675,00 €	470.680,00 €

In tal caso la scelta è stata di valorizzare secondo un parametro di 675 €/mq il laboratorio rilevando tuttavia l'importante divario in termini di valore rispetto a quanto iscritto a bilancio.

#### **Fabbricato e terreni nel Comune di Sampeyre**

Nr.	Comune	Foglio	Particella	Sub	Indirizzo	Categoria	Classe	Consistenza	Rendita
7	SAMPEYRE	35	36		SAMPEYRE (CN) BORGATA RESSIA, Piano S1-T - 1-2	A/3	U	7 vani	350,67 €

Nel Comune di Sampeyre la Società è proprietaria di una casa indipendente disposta su due piani fuori terra e classata in cat. A/3; la casa insiste su di un terreno pertinenziale che costituisce il relativo giardino. La superficie commerciale dell'abitazione, indicata in catasto in n. 7 vani, è stata ricavata scaricando le planimetrie catastali e portandola in programma Autocad:



	Tipologia	mq	coefficiente	commerciali
<b>Sampeyre</b>				
PT				
	Locali principali	44,3	100,00%	44,30
	Porticato	27,8	30,00%	8,34
	Terreno	820,2	10,00%	82,02
P1				
	Locali principali	52,5	100,00%	52,50
	Balconi	13,7	25,00%	3,43
P2				
	Locali principali	43,7	100,00%	43,70
P21				
	Cantina	9,1	25,00%	2,28
<b>TOTALE</b>				<b>236,56</b>

Le superficie afferenti Cantina e Balconi sono state considerate al 25% mentre il Terreno pertinenziale nella misura del 10%. Quanto al portico è stato considerato nella misura del 30% ancorché, da visione *street view* ricavabile tramite *google earth* lo stesso sembrerebbe essere stato oggetto di tamponamento. In ogni caso, considerate le quotazioni OMI del I° semestre 2020, l'ubicazione di Sampeyre quale centro più importante della Valle Varaita, ai piedi del Monviso, al confine con la Francia, non ultimo le ottime condizioni della casa e il prezzo di vendita riscontrato per contesti analoghi, si è ritenuto di applicare i valori massimi delle suddette quotazioni:

Indirizzo	Categoria	Mq	Stato	min	max	medio	val.max.
SAMPEYRE (CN) BORGATA RESSIA, Piano S1-T - 1-2	A/3	237	Normale	750,00 €	1.100,00 €	925,00 €	260.700,00 €

Volendo quindi riepilogare le valorizzazioni effettuate relative agli immobili, si riportano nella tabella seguente i valori attribuiti a confronti con il dato di bilancio:



**FABBRICATI**

Nr.	Indirizzo	Categoria	Mq	Valore Bilancio	Valore di Stima	Differenza
1	BOLLATE (MI) VIA ADIGE, Piano S1	C/6	25	17.000,00 €	21.250,00 €	4.250,00 €
2	BOLLATE (MI) VIA ADIGE, 9 Piano T-1 - 2-S1 int. 7	A/7	194	356.839,00 €	383.530,00 €	26.691,00 €
3	BOLLATE (MI) VIA MADONNA, 95 Piano T	C/6	11	vedi nr.1	9.350,00 €	9.350,00 €
4	PADERNO DUGNANO (MI) VIA CESARE BATTISTI, 19 Piano 7-9	A/3	122	251.980,00 €	249.360,00 €	2.620,00 €
5	PADERNO DUGNANO (MI) VIA CESARE BATTISTI, 21 Piano S1	C/6	15	in uno con nr.5	17.630,00 €	17.630,00 €
6	PADERNO DUGNANO (MI) VIA PRIVATA MARMOLADA, Piano T-1	C/3	697	186.937,92 €	470.680,00 €	283.742,08 €
7	SAMPEYRE (CN) BORGATA RESSIA, Piano S1-T - 1-2	A/3	237	250.119,72 €	260.700,00 €	10.580,28 €
				<b>1.062.876,64 €</b>	<b>1.412.500,00 €</b>	<b>349.623,36 €</b>

**6.2 La fiscalità latente che grava su EDEN IMMOBILIARE S.r.l.**

La scelta del metodo di valutazione patrimoniale, compiutamente illustrata nel capitolo 5), deve comunque considerare l'effetto generato dalla fiscalità latente su alcune poste di bilancio.

Il caso che ci occupa presenta infatti la necessità di soppesare la fiscalità latente presente nella valorizzazione degli immobili, ad un valore difforme ed incrementale rispetto al valore di carico risultante a bilancio: il maggior valore quantificato in sede peritale rispetto alle risultanze contabili deve necessariamente scontare l'effetto fiscale conseguente da un'eventuale ipotesi di realizzo.

Appare quindi del tutto opportuno apportare un'ulteriore rettifica al maggior valore determinato nel precedente paragrafo in ragione dell'aliquota IRES attualmente vigente e pari al 24%.

In ragione di ciò, il delta positivo di € 349.623 dovrà essere, per così dire scontato delle imposte che la Società dovrebbe sostenere in ipotesi di cessione del cespite e pari ad € 83.910: l'effetto netto che si genera dalle anzidette rettifiche rappresenta un incremento dell'attivo immobilizzato di € 265.714.

**6.3 Il valore del capitale economico di EDEN IMMOBILIARE S.r.l.**

Esperite tutte le necessarie indagini e sviluppata ogni necessaria considerazione, il sottoscritto perito, optando per la scelta di un metodo di valutazione patrimoniale semplice, ha potuto quantificare il valore del capitale economico di EDEN IMMOBILIARE S.r.l. alla data di assegnazione dell'incarico da parte del G.E. In relazione ai finanziamenti erogati dai soci, di cui si è data opportuna informativa nel capitolo 3), si è ritenuto mantenerne l'appostazione tra le poste debitorie nel presupposto che il potenziale acquirente della quota eseguita si troverà comunque a dover separatamente pagare il socio (o nel caso l'ex socio) finanziatore per quanto erogato.



STATO PATRIMONIALE al 31.8.2020				
<b>ATTIVO</b>	Iniziale	Rett. (Dare)	Rett. (Avere)	Finale
<b>IMMOBILIZZAZIONI</b>	<b>1.083.796</b>	<b>349.623</b>	<b>96.495</b>	<b>1.336.924</b>
Immateriali	12.585	0	12.585	0
Materiali	1.071.211	349.623	83.910	1.336.924
Finanziarie	0	0	0	0
<b>ATTIVO CIRCOLANTE</b>	<b>138.675</b>	<b>0</b>	<b>12.290</b>	<b>126.385</b>
Rimanenze	0	0	0	0
Crediti	125.907	0	11.846	114.061
Disponibilità liquide	12.324	0	0	12.324
Ratei e risconti	444	0	444	0
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>1.222.471</b>	<b>349.623</b>	<b>108.785</b>	<b>1.463.309</b>

Il passivo e patrimonio netto rettificato risulteranno invece essere così strutturati:

STATO PATRIMONIALE al 31.8.2020				
<b>PASSIVO</b>	Iniziale	Rett. (Dare)	Rett. (Avere)	Finale
<b>PATRIMONIO NETTO</b>	<b>818.110</b>	<b>115.276</b>	<b>349.623</b>	<b>1.052.457</b>
Capitale	50.000	0	0	50.000
Riserve facoltative	756.839	0	0	756.839
Riserva legale	639	0	0	639
Riserva di "valutazione"	1	115.276	349.623	234.348
Utile/perdita portata a nuovo	-6.932	0	0	-6.932
Utile/perdita d'esercizio	17.563	0	0	17.563
<b>FONDI PER RISCHI E ONERI</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>DEBITI, RATEI E RISCOINTI</b>	<b>404.361</b>	<b>0</b>	<b>6.491</b>	<b>410.852</b>
Debiti esigibili entro l'esercizio successivo	67.710	0	0	67.710
Debiti esigibili oltre l'esercizio successivo	336.651	0	6.491	343.142
Ratei e risconti passivi	0	0	0	0
<b>TOTALE PASSIVO</b>	<b>1.222.471</b>	<b>115.276</b>	<b>356.114</b>	<b>1.463.309</b>



**7. IL VALORE DELLA QUOTA DEL SIG.****NELLA BOZZA DI RELAZIONE**

Tutto ciò premesso e considerato è possibile addivenire alla valorizzazione della quota di proprietà del sig. \_\_\_\_\_ alla data di attribuzione dell'incarico da parte del G.E. in base alla proporzione risultante dalla quota di partecipazione sua propria pari ad una percentuale del 40% rispetto al valore del capitale economico rettificato ottenuto all'esito dell'indagine peritale e complessivamente pari ad € 1.052.457.

Il valore della partecipazione del sig. \_\_\_\_\_ potrebbe pertanto essere determinata quale risultanza del seguente prodotto:

- Capitale Economico alla data di attribuzione dell'incarico da parte del G.E.	
di EDEN IMMOBILIARE S.r.l. come risultante all'esito della presente indagine peritale	€ 1.052.457,00
- percentuale di partecipazione del sig. _____	40%
	€ 420.982,76

Tuttavia, trattandosi della valutazione di una quota che non consente di poter disporre di maggioranze utili in sede assembleare per le decisioni che comportino <<...*modifiche dell'atto costitutivo e del presente statuto, per le decisioni di compiere operazioni che comportino una sostanziale modificazione dell'oggetto sociale o una rilevante modificazione dei diritti dei soci, per la nomina dei liquidatori e la determinazione dei criteri di svolgimento della liquidazione e in tutti gli altri casi previsti dalla legge...*>> per le quali lo Statuto prevede almeno la metà del capitale sociale (art. 31 dello Statuto), mentre ben potrebbe verificarsi che la sola quota oggetto di valutazione consenta di disporre della maggioranza di voto in ipotesi per così dire ordinaria laddove il quorum costitutivo fosse raggiunto dalla presenza di due soli soci su tre (sempre all'art. 31 lo Statuto prevede infatti che <<*l'assemblea è regolarmente costituita con la presenza di tanti soci che rappresentino almeno la metà del capitale sociale e delibera a maggioranza assoluta dei presenti*>>), si ritiene opportuno applicare al valore della quota come sopra determinato uno "sconto di minoranza" quantificato nella misura del 10% rispetto al valore sopra determinato.

Pertanto il valore della quota del sig. \_\_\_\_\_ viene ad essere così determinato:

Valore Capitale Economico EDEN IMMOBILIARE S.R.L.	1.052.457 €
Valore quota percentuale del 40%	420.983 €
Sconto di Minoranza definito nella misura del 10%	42.098 €
<b>Valore della quota di proprietà di _____</b>	<b>378.884 €</b>

\*



## 8. CLAUSOLE DI PRELAZIONE E GRADIMENTO

L'Ill.mo G.E. nella formulazione del quesito peritale ha altresì chiesto di verificare <<...l'eventuale esistenza di diritti di prelazione degli altri soci o di riserva di gradimento>>.

L'articolo 7 dello Statuto Sociale prevede la disciplina del trasferimento di quote per atto tra vivi precisando, da un lato, che detta disciplina non trova applicazione in caso di <<...intestazione a società fiduciaria o...re-intestazione, da parte della stessa agli effettivi proprietari>>, dall'altro, che <<...nell'ipotesi di trasferimento eseguito senza l'osservanza di quanto di seguito prescritto, l'acquirente non avrà diritto di essere iscritto nel libro dei soci, non sarà legittimato all'esercizio del voto e degli altri diritti amministrativi e non potrà alienare la partecipazione con effetto verso la società>>.

L'articolo di Statuto prevede peraltro la libera trasferibilità delle partecipazioni solo a favore di altri soci.

In ipotesi di trasferimento delle partecipazioni a terzi, i soci regolarmente iscritti a libro soci possono esercitare il diritto di prelazione per l'acquisto.

L'articolo di Statuto prosegue indicando le modalità tecniche da osservarsi per consentire l'esercizio del diritto di prelazione: <<...il socio che intende cedere la propria partecipazione dovrà darne comunicazione a tutti i soci risultanti dal libro dei soci mediante lettera raccomandata inviata al domicilio di ciascuno di essi indicato nello stesso libro; la comunicazione deve contenere le generalità del cessionario e le condizioni della cessione, fra le quali, in particolare, il prezzo e le modalità di pagamento>>.

I soci che riceveranno la comunicazione da parte del socio intenzionato a cedere la propria quota, dovranno entro il termine perentorio di giorni 15 esercitare il loro diritto di prelazione con comunicazione da trasmettere sempre mediante raccomandata a.r. Laddove l'esercizio del diritto di prelazione fosse concorrente tra più soci, essi riceveranno la quota in proporzione alla percentuale di capitale sociale detenuta.

Lo Statuto precisa altresì che <<...la comunicazione dell'intenzione di trasferire la partecipazione formulata con le modalità indicate equivale a proposta contrattuale ai sensi dell'articolo 1326 c.c. Pertanto il contratto si intenderà concluso nel momento in cui chi ha effettuato la comunicazione viene a conoscenza della accettazione dell'altra parte. Da tale momento, il socio cedente è obbligato a concordare con il cessionario la ripetizione del negozio in forma idonea all'iscrizione nel libro dei soci, con contestuale pagamento del prezzo come indicato nella proposta>>. L'esercizio di prelazione dovrà altresì riguardare l'intera partecipazione offerta.

Laddove invece fosse oggetto di trasferimento la nuda proprietà, ovvero il trasferimento o la costituzione <<...di diritti reali limitati (tra cui usufrutto e pegno) sulla partecipazione, occorrerà il preventivo consenso scritto di tutti i soci>>.

Non sono invece rilevate riserve di gradimento.

\*



## 9. CONDIZIONI E LIMITAZIONI

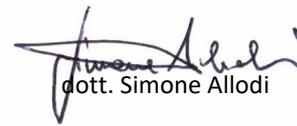
La valutazione è stata effettuata sulla base delle informazioni e dei documenti forniti dalla Società, estrapolati dalle Banche dati catastali e dell’Agenzia delle Entrate e raccolti durante il lavoro di esame preliminare. Il contenuto di tali documenti è assunto come vero e reale e come basilare ipotesi di lavoro; in generale, i dati contabili non sono stati oggetto di alcuna attività di revisione.

L’assunto su cui si fonda la presente perizia è che i dati contabili forniti siano stati imputati con correttezza e diligenza, nel rispetto di quanto previsto dai principi contabili nazionali e dalle norme civili.

\*\*

Con quanto sopra esposto il perito stimatore trasmette ai Consulenti di Parte la bozza di relazione perché possano formulare eventuali osservazioni, così integrando, nello scambio di scritti alla bozza di relazione, il necessario contraddittorio previsto dal Codice di Procedura Civile.

Milano, lì 29 dicembre 2020



dott. Simone Allodi

\*\*

## 10. LE OSSERVAZIONI RESE DAI CONSULENTI DI PARTE

Nel presente paragrafo sono riportate, per estratto, le osservazioni ricevute dai Consulenti di Parte, precisando che il relativo testo in versione integrale viene allegato al presente elaborato e depositato all’attenzione del G.E..

### 10.1. Le osservazioni del CT di parte del creditore procedente The First S.p.A.

Il sottoscritto ha trasmesso la bozza di relazione peritale in data 29.12.2020 al dott. Alberto Carlo Magrì – CTP di The First S.p.A. – ricevendo le osservazioni che saranno nel seguito commentate.

La sintesi delle osservazioni formulate dal CT di parte The First, di cui al paragrafo 2 del proprio scritto, è che, a suo dire, non sarebbe <<...coerente il valore della quota del Sig. *nella EDEN IMMOBILIARE S.r.l., di Euro 378.884 indicato dal CTU, bensì più aderente alla realtà il minor valore di Euro 235.249...>>. La significativa riduzione di valore proposta (oltre 140mila euro) sembra in contrasto rispetto al generale interesse di un qualsiasi creditore a massimizzare il valore di realizzo del bene aggredito per soddisfare a pieno le proprie ragioni creditorie; certamente, un valore come quello proposto dal dott. Magrì sembrerebbe tuttavia allineato rispetto al valore del credito vantato da The First S.p.A., di cui alla sentenza n. 9041/2019 del Tribunale di Milano sezione in materia di Impresa B e pari ad € 205.536,11 (di*



cui € 181.705,11 per quota sentenza ed € 23.831,00 per compensi ed esborsi), laddove vi fosse un interesse all'assegnazione – in questo caso tuttavia non percorribile per effetto del terzo intervenuto – in luogo della vendita.

Tuttavia, l'analisi di merito delle osservazioni rese, consentirà di comprendere come molte delle rettifiche chieste dal CTP dott. Magrì possano risultare eccessivamente penalizzanti per la corretta valutazione della quota.

La prima osservazione formulata dal CT di The First allo scrivente CTU attiene la svalutazione dei crediti iscritti a Bilancio effettuata nella bozza di relazione peritale per € 11.846,45: tale valore è stato considerato insufficiente – a dire del dott. Magrì – e più correttamente individuabile in € 68.872,64.

La maggior svalutazione sarebbe ravvisabile nelle posizioni verso:

1. UNDERGROUND POWER SRL da svalutarsi almeno per il 50% del credito e così per € 4.690,13;
2. ANDREA da svalutarsi integralmente per € 46.910,06;
3. PATRIZIA da svalutarsi integralmente per € 5.426,00.

Secondo il CTP dott. Magrì, Underground Power S.r.l. sarebbe da svalutarsi - al 50% - in ragione del fatto che l'ultimo incasso registrato sarebbe del 15.3.2019: in realtà, esaminando i documenti contabili anche messi a disposizione del CTP, si registra una scrittura in data 1.1.2020 su "mastrino 106000002 UNDERGROUND POWER SRL" di € 5.000 in AVERE, ovverosia a riduzione del credito verso il cliente. La contropartita di tale scrittura contabile è il conto "DIVERSI": come scritto in premesse lo scrivente non ha in alcun modo inteso effettuare alcuna attività di revisione dei conti per cui non pare opportuno entrare nel merito circa le motivazioni di una simile scrittura. Nulla osta tuttavia a voler inserire una rettifica a tale credito come chiesta dal CT di The First, considerato anche l'ammontare non rilevante dello stesso.

Diverso discorso meritano invece i crediti verso Andrea e Patrizia e ciò in ragione di una duplice considerazione: innanzitutto i due menzionati creditori sono soci ciascuno al 30%, elemento significativo per dire che difficilmente possano considerarsi creditori "irreperibili"; il secondo aspetto attiene il fatto che nessuna concreta iniziativa risulti avviata dalla società a recupero dei propri crediti verso i due soci. Risulta certamente *per tabulas* il fatto che come scrive il Magrì, in riferimento al Andrea, <<...non si rinvergono incassi antecedenti al 2017...>>, così come, per Patrizia, <<...ultimo movimento contabile – non incasso ! - 12 giugno 2020 causale "cessione autoveicolo" – senza ulteriori dettagli...>>, tuttavia ci si deve chiedere, nel decidere l'irrecuperabilità o meno di un credito, se la Società abbia fatto qualcosa a tutela delle proprie ragioni - e la risposta non può che essere negativa considerato il loro essere soci - e soprattutto se la Società, quale soggetto giuridicamente distinto dalle figure dei soci che ne detengono il capitale, possa ben agire a tutela delle proprie ragioni ed in questo caso la risposta non può che essere affermativa.



In sintesi questa prima osservazione viene parzialmente accolta come da prospetto sottostante, respinta per quanto non diversamente indicato:

	<b>Bozza di CTU</b>	<b>Osservazioni accolte</b>	<b>CTU Finale</b>
<b>Svalutazione Crediti</b>	€ 11.846,45	€ 4.690,13	€ <b>16.536,58</b>

\*

La seconda osservazione formulata dal CT di First allo scrivente CTU attiene invece il valore dei fabbricati: su questo punto le osservazioni possono essere sub-articolate in 3 punti.

Il primo punto attiene la scelta del valore al metro quadro, identificata dallo scrivente sulla base delle quotazioni ricavabili dall'OMI per le rispettive zone di appartenenza. Il CT di The First dott. Magrì <<...ritiene che la valutazione ricavata dal CTU sia incompleta e comunque manchevole di fondamentale documentazione a supporto delle scelte da lui operate e quindi incompiuta per rispondere in ordine al quesito a lui formulato...>>. Il presupposto di tale affermazione sarebbe – a dire del Consulente – il fatto che non vi sarebbero sufficienti elementi per poter considerare “ottimi” secondo le tabelle OMI gli immobili oggetto di valutazione (in luogo del minor valore corrispondente a “normale”). Per spiegare al CTU – ed indirettamente al Giudice – cosa debba intendersi con il termine “ottimo” il CT di parte The First riporta in nota alla propria memoria (pag. 6 in calce) la “definizione di ottimo per la Treccani”.

Senza perdersi in dissertazioni semantiche, sarebbe stato sufficiente leggere attentamente la Consulenza Tecnica per comprendere la ragione sottostante la scelta: il parametro di riferimento da utilizzare nella stima viene infatti identificato nel valore OMI, da confrontare con il valore rinvenibile dagli annunci immobiliari rilevati al momento di redazione della stima (pag. 24). Il valore medio di € 1.975 appare quindi il dato più corretto in ragione dello stato degli immobili, facilmente comprensibile anche tramite l'applicativo di [Google Earth](#) che da evidenza di un compendio immobiliare gradevole in un contesto residenziale che possa mantenere il valore nel tempo; tramite gli annunci rinvenibili sul principale sito di vendite immobiliari [www.immobiliare.it](#) laddove sono presenti nella stessa via annunci immobiliari per valori analoghi a quello attribuito; infine tramite l'esame del dato di Bilancio per cui non si condivide l'importante svalutazione che il CT di The First vorrebbe apportare.

Il secondo punto che riguarda Paderno Dugnano merita le analoghe considerazioni sopra svolte per le quali si omette una pedissequa riproposizione.

Si svolgono unicamente due rilievi riguardo la relazione del CT di parte The First: il primo attiene la confusione che ingenera l'esposizione del dott. Magrì laddove parla di valore massimo al mq di € 2.050 – evidentemente riferito al solo immobile categoria catastale A/3 – per poi al capoverso successivo evidenziare una <<...differenza di dimensione fisica, tra quanto ricavato dal CTU mq 697..., rispetto a quanto presente in visura castale (mq 669)>> che evidentemente riguarda, non l'immobile abitativo, ma il



laboratorio categoria C/3. Ebbene è doveroso chiarire che il valore al mq assunto per quest'ultimo immobile è pari ad € 675,00 quale media tra un minimo di € 550,00 ed un massimo di € 800,00.

Il secondo rilievo attiene il fatto che il CT di First lamenta che il CTU <<...nel prendere in considerazione il maggior valore dimensionale dell'immobile, non abbia proceduto a calcolare potenziali passività fiscali derivanti dal maggior valore in termini di IMU, per esempio, quale conseguenza della maggiore dimensione>>. Si ritiene doveroso smarcare subito l'obiezione sollevata relativa all'IMU, a giudizio di chi scrive davvero del tutto inconsistente: come si comprenderà nel proseguo, il delta dimensionale è certamente dato dal parametro utilizzato per il cortile di pertinenza che influisce sulla rendita catastale in modo del tutto marginale. Anche l'IMU conseguentemente non subirebbe apprezzabili variazioni.

Ritornando al tema dimensionale, esso è facilmente comprensibile vedendo la tabella di pag. 26 laddove il cortile di pertinenza di 395,40 mq viene considerato dal CTU in misura pari al 15% mentre il rilievo catastale da evidenza di una percentuale di abbattimento definita in misura pari al 7,5%. Il delta metri quadri tra la valutazione del CTU (mq 697) ed il rilievo catastale (mq 669), per effetto dei diversi abbattimenti percentuali, è pari a mq 28 che valorizzati ad € 675,00 determinerebbe un minor valore di € 18.900,00.

Infine il terzo punto relativo agli immobili riguarda l'unità abitativa di Sampeyre (CN) e qui il CT di parte The First S.p.A. si limita a dire che <<... il ragionamento del CTU è stato lievemente articolato... tuttavia, ad avviso di chi scrive, non vi è ragione concreta per applicare i valori massimi... in luogo dei valori medi...>>. Null'altro viene aggiunto dal Consulente per cui non si comprende sulla base di cosa si dovrebbe operare una rettifica al ribasso di oltre un 12% dei valori a Bilancio.

In sintesi questa seconda osservazione viene accolta unicamente nella parte relativa al dato dimensionale per l'immobile di Paderno Dugnano, respinta per quanto non accolto:

	<b>Bozza di CTU</b>	<b>Osservazioni accolte</b>	<b>CTU Finale</b>
<b>Valore immobili</b>	€ 1.412.500,00	-€ 18.900,00	€ 1.393.600,00

\*

La terza osservazione formulata dal CT di First allo scrivente CTU attiene la fiscalità latente ed il fatto che, a dire del dott. Magrì, sarebbe erroneo calcolare la fiscalità latente solo come IRES (24%) senza considerare l'IRAP (3,9%). Il CT di parte The First conclude quindi sostenendo che la fiscalità latente debba essere <<...il 27,9% e non "solo" il 24% come riportato dal CTU>>. Sulla base di questa sintetica considerazione, il dott. Magrì afferma che <<...il calcolo che ne scaturisce è errato, sottostimato...e va quindi a influenzare il valore della quota, sovrastimandola>>.

Anche sul punto lo scrivente CTU ha, non solo una visione differente dal CT di Parte, ma a differenza della sintetica censura, ne motiva le ragioni.



Il tema della fiscalità latente non è certo elemento trascurabile in ottica valutativa laddove il perito debba identificare il beneficio effettivo conseguibile in ipotesi di cessione dei beni che per loro natura, ed in ragione delle rappresentazione di bilancio, possono – ma certamente non sempre devono – incorporare plusvalori non ancora oggetto di tassazione. Gli scenari che si potrebbero presentare sono in realtà molteplici e la cd.fiscalità ordinaria potrebbe risultare anche fortemente mitigata da leggi speciali, ad esempio di rivalutazione, che consentono in momenti differenti della vita societaria di aggiornare i valori “storici” degli attivi iscritti a bilancio al più probabile valore di realizzo.

La scelta operata in sede di CTU – e anche qui contestata dal CT di Parte The First – è stata quella di considerare unicamente l’aliquota IRES del 24%, “trascurando” per così dire l’IRAP oggi percentualmente pari al 3,9%. Il consulente dott. Magrì vorrebbe invece che il carico fiscale considerato nella relazione finale fosse del 27,9% ovvero sia la percentuale piena di tassazione oggi vigente; tale impostazione non si ritiene condivisibile e l’obiezione formulata non accolta. Del resto basterebbe una veloce lettura dei principali testi in materia valutativa per comprendere quale sia l’opinione prevalente in dottrina quanto a misura della fiscalità latente: a chiusura di ogni ulteriore eccezione viene in aiuto il Guatri nel suo “Trattato sulla valutazione delle aziende” laddove afferma che “...la tesi oggi prevalente è per la considerazione del carico fiscale potenziale in base ad aliquote ridotte” ed ancora “l’aliquota espressiva degli oneri fiscali potenziali diretti è, nell’esperienza odierna di vari Paesi, oscillante tra i limiti del 20% e del 30%” (cfr. Trattato sulla Valutazione delle Aziende, EGEA, 1998, pag. 235). La scelta quindi operata dallo scrivente CTU di considerare unicamente l’aliquota IRES del 24% appare del tutto allineata rispetto all’anzidetta mitigazione della percentuale ordinaria applicabile.

Si potrebbe invero sostenere che anche il 24% possa risultare aliquota eccessiva per la definizione di un carico fiscale potenziale e latente, e ciò anche sulla scorta della considerazione che le plusvalenze originatesi dalla cessione degli immobili, secondo l’espressione previgente dei dati di bilancio, avrebbero rappresentato componenti straordinarie non soggette all’IRAP.

In sintesi questa terza osservazione viene integralmente rigettata e non comporta alcuna modifica ai dati esposti nella bozza di relazione:

	Bozza di CTU	Osservazioni accolte	CTU Finale
<b>Fiscalità latente</b>	24%	0%	<b>24%</b>

\*

La quarta osservazione formulata dal CT di First allo scrivente CTU attiene la quantificazione dello “sconto di minoranza” che il sottoscritto CTU ha definito nella misura del 10% e l’applicazione ulteriore di uno “sconto di negoziabilità” che il sottoscritto CTU non ha considerato per le motivazioni che seguono.

Il CT di parte The First richiama infatti i Principi Italiani di Valutazione e riassume le motivazioni per cui, a suo dire, sarebbe applicabile sia un “sconto di minoranza” (nella terminologia anglosassone “Discount for



*Lack of Control*” o DLOC) che uno “sconto di negoziabilità” (*Discount for Lack of Marketability*” o DLOM): il primo sarebbe – secondo il CTP – quantificabile in un 20% mentre il secondo sarebbe definibile in un 10%. Il delta valutativo tra la bozza di relazione peritale e quanto osservato dal CTP del creditore precedente sarebbe pertanto di un 20% in termini percentuali.

Prima di svolgere le considerazioni sottostanti che attengono la scelta di applicare unicamente lo “sconto di minoranza” al caso che ci occupa si ritiene doveroso effettuare una premessa circa i possibili esiti della vendita della quota: la società Eden Immobiliare S.r.l. è difatto una società contenitore di immobili che verosimilmente rappresentano il patrimonio di famiglia dei sig.ri Non a caso, tra gli immobili

precedentemente esaminati, vi sono l’abitativo di Bollate via Adige n. 9, che coincide con la residenza del sig.

l’immobile di Sampeyre (CN), che verosimilmente rappresenta il luogo di villeggiatura, nonché gli altri immobili che, adibiti ad uso laboratorio ed ufficio, potrebbero essere luoghi di svolgimento di altre attività. Appare quindi del tutto pacifico che, definiti i debiti della società, vi sia una certa consistenza patrimoniale in capo alla società le cui quote sono oggetto di esecuzione e conseguentemente anche un capitale economico positivo che verosimilmente vorrà essere difeso; un discorso del tutto diverso attiene invece la quota di partecipazione che non integra (se non per la fattispecie di votazione assembleare a maggioranza dei presenti citata in perizia) una quota sufficiente del capitale sociale atta ad esercitare un controllo di diritto ovvero a delineare le strategie di business della società. Sulla scorta di tali motivazioni si concorda sul fatto che debba essere previsto uno sconto di minoranza tanto maggiore quanto risulti più elevato l’investimento per acquistare una partecipazione del capitale che, seppur significativa, non dia diritto ad esercitare l’anzidetto controllo; diversa opinione invece si mantiene circa lo sconto di negoziabilità che, ad avviso dello scrivente, ben può essere contenuto nello sconto di minoranza anche in ragione del fatto che lo sconto di negoziabilità (DLOM) trova massima espressione in relazione alla natura degli *assets* dell’impresa, risultando tanto più elevato quanto più gli stessi non siano vendibili separatamente (circostanza opposta al caso di specie), ovvero al numero di Soci, per cui tanto più è frazionato il Capitale Sociale tanto maggiore è il DLOM (nel caso che ci occupa i soci sono solamente tre). Inoltre laddove lo sconto di negoziabilità risultasse applicabile, andrebbe applicato sequenzialmente e non sommato allo sconto di minoranza come invece calcola il CTP di The First. Sulla scorta di tali argomentazioni e condividendo l’opinione che la concreta vendibilità della quota oggetto di esame non può che tradursi in un valore che incentivi l’ingresso in una società chiusa, senza tuttavia con ciò deprimerne eccessivamente il valore a vantaggio degli unici soggetti realmente interessati ad effettuarne l’acquisto, si ritiene di poter prevedere un incremento dello sconto di minoranza elevandolo alla misura del 15%. Tale scelta anche in ragione del fatto che, specularmente, laddove oggetto di valutazione fosse una partecipazione di maggioranza non vi sarebbe, visto il modello di business, un premio di controllo particolarmente elevato.



In sintesi questa quarta osservazione comporta l'assunzione di una misura percentuale di sconto maggiore rispetto a quella esposta nella bozza di relazione:

	Bozza di CTU	Osservazioni accolte	CTU Finale
Sconto di minoranza	10%	5%	15%

\*

### **10.2. Le osservazioni del CT di parte del creditore intervenuto Navassa Antonio**

Il creditore intervenuto nella procedura esecutiva mobiliare con atto di intervento datato 22.10.2020 ha chiesto di poter partecipare in ogni caso alla procedura valutativa, ricevendo la bozza di relazione peritale per eventuali osservazioni. A riguardo il GE dott.sa Caterbi, interpellata dallo scrivente per le vie brevi, non ha formulato eccezione alcuna, per cui il sottoscritto ha trasmesso direttamente al collega dott. Navassa e al suo legale la bozza di elaborato peritale, non ricevendo tuttavia alcuna osservazione circa le conclusioni tratte.

\*

### **10.3. Le osservazioni del CT di parte del debitore esecutato**

Anche nel caso del debitore esecutato, il sottoscritto ha trasmesso la bozza di relazione peritale in data 29.12.2020 al dott. Ezio Algarotti – CTP del – senza tuttavia ricevere alcuna osservazione.

\*\*

## **11. LE CONCLUSIONI DEL CTU ALL'ESITO DELLE OSSERVAZIONI RICEVUTE**

In data 29.12.2020 il CTU ha trasmesso ai Consulenti di Parte la bozza della propria relazione ricevendone osservazioni solamente dal Consulente del creditore precedente tese a ridurre eccessivamente – a giudizio di chi scrive –, se non addirittura deprimere, il valore della quota del sig.

Le Osservazioni sono state attentamente valutate e commentate puntualmente nel paragrafo 10.1: laddove ritenute meritevoli di spunti interessanti sono state accolte, diversamente si è data spiegazione delle scelte operate. La tabella seguente riepiloga pertanto, in modo sintetico, l'esito del lavoro peritale, svoltosi nel pieno contraddittorio delle parti mediante il diritto loro riservato di formulare osservazioni.



Valore Cap. Econ.co definito nella Bozza di Relazione		1.052.457 €
Rettifiche accolte in merito alla maggior sval.ne crediti	-	4.690 €
Rettifiche accolte in merito al minor valore degli immobili	-	18.900 €
Delta di fiscalità latente sul minor valore degli immobili		4.536 €
Valore Cap. Econ.co Finale EDEN IMMOBILIARE S.R.L.		1.033.403 €
Valore quota percentuale del 40%		413.361 €
Sconto di Minoranza incrementato al 15%		62.004 €
<b>Valore della quota di proprietà di</b>		<b>351.357 €</b>

\*\*\*

Con quanto sopra esposto il sottoscritto perito ritiene di aver assolto l'incarico affidatogli in ottemperanza alle disposizioni di legge, ai principi della tecnica contabile e nel rispetto del giuramento reso al Giudice richiedente la valutazione.

La documentazione, allegata in copia alla presente perizia, viene altresì conservata presso lo studio del perito in Milano, Corso di Porta Vittoria n. 28, ed è a disposizione dell'Autorità Giudiziaria a richiesta.

Milano, lì 17 febbraio 2021

  
dott. Simone Allodi



**12. ALLEGATI**

- 1) Visura Camerale Storica della Società;
- 2) Statuto;
- 3) Bilanci della Società al 31.12.2015;
- 4) Bilanci della Società al 31.12.2016;
- 5) Bilanci della Società al 31.12.2017;
- 6) Bilanci della Società al 31.12.2018;
- 7) Bilanci della Società al 31.12.2019;
- 8) Situazione contabile al 31.8.2020;
- 9) Estratto conto bancario n. 1956 accesso presso UBI Banca al 26.7.2020;
- 10) Dichiarazioni fiscali (IRES e IRAP) per gli esercizi 2015, 2016, 2017 e 2018 ed in particolare Dichiarazione IVA per gli anni 2016, 2017, 2018 e 2019;
- 11) Visura catastale e planimetrie dei fabbricati siti nei Comuni di Bollate, Paderno Dugnano e Sampeyre;
- 12) Lettera circolare ricevuta da Agenzia delle Entrate Ufficio Atti Giudiziari;
- 13) Lettera circolare ricevuta da Agenzia delle Entrate Riscossione;
- 14) Lettera circolare ricevuta da CCIAA di Milano;
- 15) Lettera circolare ricevuta da Comune di Bollate
- 16) Lettera circolare ricevuta da Comune di Milano
- 17) Lettera circolare ricevuta da Comune di Paderno Dugnano
- 18) Lettera circolare ricevuta da Comune di Sampeyre
- 19) Lettera circolare ricevuta da INPS
- 20) Lettera circolare ricevuta da Polizia Locale di Milano;
- 21) Quotazioni OMI per il Comune di Bollate zona C1;
- 22) Quotazioni OMI per il Comune di Paderno Dugnano zona B1;
- 23) Quotazioni OMI per il Comune di Paderno Dugnano zona D1;
- 24) Quotazioni OMI per il Comune di Sampeyre;
- 25) Osservazioni alla Bozza di Consulenza Tecnica da parte del CT di The First S.p.A.

