

TRIBUNALE CIVILE DI BERGAMO
SEZIONE LIQUIDAZIONI GIUDIZIALI

LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE N.R.G. 18-2022
ED COSTRUZIONI S.R.L. IN LIQUIDAZIONE

Giudice Delegato: Dott.ssa Maria Magrì

Curatore: Dott.ssa Elisabetta Servalli

**Relazione di stima del valore della quota
di partecipazione**

detenuta dal fallimento “Ed Costruzioni S.r.l.”

nella Società Parco Molgora S.r.l.

Perito Estimatore: Dott.ssa Sonia Carrara

Sommario

1. Premessa	3
2. Storia della società Parco Molgora S.r.l. ed attività svolta.....	3
3. Documentazione esaminata	4
4. Limitazioni al lavoro svolto	4
5. Identificazione dei beni dell'azienda oggetto di stima, data di riferimento e finalità della valutazione.....	5
6. Metodologie di valutazione.....	5
Metodo Patrimoniale.....	6
Metodi Redditali	7
Metodo Misto Patrimoniale – Reddituale	9
Metodo EVA (Economic Value Added).....	14
7. Procedure operative di valutazione	15
Valutazione con il metodo patrimoniale	16
Valutazione con i metodi redditali	23
Determinazione del reddito medio atteso.....	23
Determinazione del costo del capitale (Ke)	23
Metodo della rendita a durata definita.....	24
Metodo della rendita perpetua.....	24
Valutazione con il metodo misto patrimoniale-reddituale	25
8. Conclusioni	26
9. Allegati	27

1. Premessa

La sottoscritta Dott. ssa Sonia Carrara, nata a Gazzaniga il 19/04/1985, iscritta all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Bergamo al n.1748/A, domiciliata a Cenate Sotto (BG), in Via Fantoni n.56, (d'ora in poi "Perito"), ha ricevuto incarico, in qualità di esperto professionale, dal Curatore della Liquidazione Giudiziale n. R.G. 18/2022 Ed Costruzioni S.r.l. in Liquidazione, Dott.ssa Elisabetta Servalli, di procedere alla valutazione delle immobilizzazioni finanziarie possedute della società fallita nella società Parco Molgora S.r.l., giusta autorizzazione del Giudice delegato, Dott.ssa Angela Randazzo.

La presente relazione, rappresenta il risultato dell'assolvimento di detto incarico da parte del sottoscritto perito, in piena e assoluta indipendenza rispetto a qualsivoglia soggetto direttamente o indirettamente interessato alla valutazione della suddetta Società.

Il Sottoscritto perito, inoltre, dichiara di non avere alcun interesse nella stima che è stato chiamato ad eseguire, né di occupare posizioni di conflitto che possano mettere in dubbio il suo grado di indipendenza e di obiettività in relazione alla stima stessa.

2. Storia della società Parco Molgora S.r.l. ed attività svolta

La società Parco Molgora S.r.l. risulta iscritta alla Camera di Commercio di Milano Monza Brianza Lodi (sezione ordinaria – R.E.A. n. MB- 1746179), C.F. e P.IVA 04405370968, con sede legale a Vimercate (MB), in Via N. Tommaseo n.3.

Dalla visura camerale, risulta che la società è stata costituita in data 06 maggio 2004 ed esercita l'attività primaria di compravendita di immobili, codice ATECO 68.10.10, in particolare l'acquisto, la vendita, la permuta, la costruzione, la ristrutturazione dei beni immobili di proprietà sociale e non, e l'attività secondaria di sviluppo di progetti immobiliari senza costruzione, codice ATECO 41.10.10, a partire dal 20 novembre 2006.

La società risulta amministrata da un amministratore Unico, Sig. Radaelli Maurizio, nato a Vimercate (MI), il 07/11/1956 e residente a Vimercate (MB), in Via A. Diaz n.36, C.F. RDLMRZ56S07M052B, nominato il 6 maggio 2004.

In merito alla struttura sociale, il capitale sociale sottoscritto è di € 10.500,00. =, versato per € 2.625,00.=.

Le quote di partecipazione al capitale sociale risultano essere le seguenti:

- Società ED Costruzioni S.r.l. in liquidazione (ora in fallimento), possessore di nominali € 5.250,00. =, equivalenti al 50% del capitale sociale;

- Sig. Radaelli Massimo, possessore di nominali € 5.250,00. =, equivalenti al 50% del capitale sociale.

3. Documentazione esaminata

La sottoscritta ha esaminato la documentazione sociale e contabile come forniti dal consulente della società, con particolare riferimento ai bilanci degli ultimi tre esercizi (Bilancio CEE al 31.12.2021-Situazione contabile al 31.12.2022 e al 31.12.2023 e bozze dei relativi Bilanci CEE), nonché la visura camerale aggiornata, al fine di individuare la compagine sociale, l'attività svolta, il sistema di amministrazione. Dall'interrogazione banche dati presso la CCIAA di Milano-Monza-Brianza-Lodi risulta che l'ultimo bilancio depositato è relativo al 31.12.2021, approvato con verbale d'assemblea ordinaria dei soci in data 4 agosto 2022.

In riferimento all'attivo di stato patrimoniale, si specifica che per quanto riguarda il valore delle rimanenze finali, ovvero le unità immobiliari costruite dalla società e non vendute entro la fine dell'anno, sono stati considerati i valori di costo forniti dal consulente fiscale e risultanti dalle situazioni contabili analizzate e pervenute. Si segnala, infatti, che ancorché richiesta, non è pervenuta alla scrivente alcuna perizia di valutazione degli immobili stessi. I consulenti della società, Studio Grossi Salvi & Partners, hanno specificato di non essere in possesso di alcuna perizia di valutazione degli immobili.

4. Limitazioni al lavoro svolto

Pare opportuno alla scrivente far presente quali sono i limiti di svolgimento dell'incarico:

- Non sono state effettuate verifiche sui titoli di proprietà dei beni, basando la valutazione su quanto risultante dalla documentazione comunicata dai consulenti aziendali;
- Le conclusioni raggiunte sono basate sul complesso delle informazioni disponibili, nonché sulle valutazioni effettuate e, pertanto, il documento è da intendersi unitario e le sue parti non possono essere utilizzate singolarmente.
- Con riferimento alla documentazione contabile, si evidenziano le limitazioni e criticità riscontrate nell'elaborazione dei dati forniti a fondamento della valutazione, per l'assenza di dati previsionali pluriennali.

- Come sopra riportato, l'analisi è stata effettuata sulla base delle situazioni contabili ricevute dal consulente fiscale della società per gli anni 2022 e 2023, risultando depositato e approvato solo il bilancio al 31.12.2021.

5. Identificazione dei beni dell'azienda oggetto di stima, data di riferimento e finalità della valutazione

La determinazione del valore del complesso oggetto di stima è stata effettuata alla data del 31.12.2023.

La perizia è pertanto da ritenersi aggiornata a tale data.

La valutazione è finalizzata alla determinazione del valore economico della quota di partecipazione della società fallita Ed Costruzioni srl in liquidazione al capitale sociale della società Parco Molgora S.r.l., al fine di fornire agli organi della procedura fallimentare un valore di riferimento per l'espletamento delle necessarie procedure per la cessione della stessa. In particolare, il fine è orientato all'individuazione di un "valore equo" di trasferimento a terzi della quota stessa.

In virtù della situazione contabile e della bozza di bilancio CEE della società Parco Molgora S.r.l., formulato alla data del 31 dicembre 2023, la sottoscritta ha:

- Verificato la consistenza di tale situazione contabile;
- Eseguito le rettifiche relative alla perizia aventi influenza patrimoniale;
- Redatto la situazione patrimoniale di perizia relativa ai beni della società.

Si sottolinea come le voci patrimoniali ed economiche della situazione contabile al 31.12.2023 siano confrontabili con quelle della situazione contabile al 31.12.2022 e del bilancio CEE depositato al 31.12.2021.

6. Metodologie di valutazione

Nello svolgimento dei lavori, la sottoscritta ha utilizzato schemi e metodologie riconosciuti dall'autorevole dottrina in materia, con il proposito di proporre un giudizio quantitativo compatibile e coerente con la situazione esistente.

Si ritiene di esporre un breve riassunto dei metodi elaborati dalla teoria aziendale nel corso degli anni per la valutazione d'azienda, al fine di permettere la comprensione delle scelte valutative operate dalla sottoscritta.

I risultati delle varie metodologie saranno in generale diversi perché, pur basandosi sulle stesse assunzioni e dati economico-finanziari, differiscono, spesso radicalmente, in quanto alle metodologie di calcolo e all'interpretazione di determinate grandezze quali reddito e capitale investito.

L'applicazione di tecniche diversificate consente peraltro di mettere in luce aspetti diversi del potenziale dell'azienda e di offrire diverse prospettive di analisi in merito alla quantificazione del valore della stessa.

L'analisi è stata condotta sulla base dei soli dati consuntivi dei periodi 2021,2022, 2023 in quanto non sono stati forniti alla scrivente dati previsionali.

Metodo Patrimoniale

Il modello di valutazione patrimoniale presuppone che il valore del capitale economico di un'azienda sia pari al Patrimonio Netto della stessa, opportunamente rettificato rispetto al valore di bilancio.

Tale ipotesi omette di considerare che il valore è di norma influenzato più dalla capacità dell'azienda di produrre redditi che dal livello del suo patrimonio, ma produce comunque informazioni di notevole rilevanza ai fini della valutazione. Il patrimonio, infatti, oltre ad avere un valore di per sé quantificabile, non è certamente slegato dalla redditività di un'impresa ma, al contrario, dovrebbe essere in grado di avere un impatto diretto sulla stessa capacità reddituale.

I valori ottenuti da tale criterio di stima hanno inoltre, almeno in linea teorica, il vantaggio della sicurezza e dell'affidabilità, in quanto non derivanti da previsioni soggettive (che in quanto tali possono non avverarsi), ma da dati certi ed oggettivi. I limiti di tale modello possono essere indentificati nell'assenza di dati di valutazione reddituali e una staticità di valutazione.

Si noti come alla base si presupponga che il perito abbia accesso ai dati aziendali economici, finanziari e contabili e che venga effettuata un'attenta procedura preventiva di *due diligence*, con conseguente rielaborazione dei dati contabili.

Il metodo patrimoniale semplice, adottato nella presente valutazione, comporta, in primis, la quantificazione del capitale netto contabile, desumibile dall'ultimo bilancio. Successivamente si procede a:

- una scrupolosa analisi delle voci di bilancio per verificarne l'effettiva entità (per esempio la verifica di una corretta contabilizzazione dei crediti e dei debiti, con conseguente copertura di eventuali rischi associati con validi accantonamenti ecc.);

- verificare se gli elementi attivi non monetari abbiano valori che ne esprimano la realtà (mantenimento del valore delle partecipazioni, valutazione del magazzino, ecc.).

Tutto ciò necessiterebbe di una vera e propria attività di revisione che permetta di verificare che le poste dell'Attivo e del Passivo siano contabilizzate correttamente, di valutare la reale esigibilità dei crediti, la consistenza dei debiti, ecc., al fine di procedere ad eventuali rettifiche che permettano una rappresentazione delle dinamiche aziendali più rispondente alla realtà.

Eventuali rettifiche che si rendessero necessarie, possono creare una serie di plusvalenze o minusvalenze che, dopo essere state opportunamente ridotte per tenere conto dei carichi fiscali cui sono potenzialmente soggette consentono di quantificare un valore rettificato del patrimonio netto K' che esprimerà il valore dell'azienda.

Metodi Redditali

Tali modelli di valutazione stimano il valore di un'azienda su basi puramente redditali, ovvero presuppongono che il valore venga determinato unicamente sulla base dei redditi che la stessa è in grado di generare. In tal senso si ha:

$$W = f(R)$$

il valore W dell'azienda è funzione del reddito R , da intendersi come il reddito previsionale medio prodotto annualmente dall'impresa in un certo orizzonte temporale.

La valutazione presuppone quindi la quantificazione della capacità reddituale prospettica (espressa da R) e la definizione di un modello di calcolo che consenta di esprimere il valore dell'azienda in funzione di tale capacità attesa. Riguardo al modello di calcolo, si utilizza un comune modello di attualizzazione dei flussi di reddito previsionali, il cui parametro fondamentale è il tasso di attualizzazione al quale tali flussi vengono scontati.

La stima del reddito prospettico richiederebbe, a rigor di termini, lo sviluppo di un opportuno piano industriale, le cui proiezioni siano, eventualmente, integrate da dati storici, prendendo quindi in considerazione anche i redditi passati, rappresentati con opportune rettifiche (si pensi, ad esempio, a quei redditi prodotti per cause eccezionali e non ripetibili). Ciò non toglie che, a seconda delle esigenze e delle specifiche caratteristiche dell'azienda esaminata, la capacità reddituale della stessa possa essere stimata a partire dai soli dati consuntivi oppure, in alternativa, su basi puramente previsionali. Per quanto concerne il margine economico che meglio esprime la capacità reddituale dell'azienda ai

fini della valutazione, questo dipende dalle caratteristiche dell'azienda e può essere costituito alternativamente dall'Ebitda, dall'Ebit o dall'utile netto.

Il tasso di attualizzazione al quale i redditi vanno scontati è il costo del capitale proprio, che esprime il rendimento minimo che gli investitori si attendono come remunerazione del capitale proprio investito nell'azienda.

Per la stima del costo dell'Equity K_e si utilizza il modello del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), ovvero si ha:

$$K_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

Quantificato il reddito prospettico R e il costo del capitale proprio K_e , il valore dell'azienda può essere stimato operativamente con diverse metodologie:

- *metodo della rendita di durata definita*
- *metodo della rendita perpetua*
- *metodo reddituale complesso*

Le varie metodologie si fondano sulla comune assunzione che il valore dell'azienda sia pari al valore attuale dei redditi che questa è in grado di generare nel corso del tempo e che il valore attuale vada calcolato scontando i flussi reddituali al costo del capitale proprio K_e .

Con il **metodo della rendita a durata definita** si suppone che l'azienda sia in grado di generare un reddito annuo costante pari a R per un arco temporale limitato di n anni. Come enunciato, il valore dell'azienda sarà dato dalla somma dei redditi prodotti nel tempo attualizzati al costo del capitale proprio K_e . In tal caso la formula di attualizzazione si semplifica come segue:

$$W = R a_{n|K_e} = R \frac{1 - (1 + K_e)^{-n}}{K_e}$$

Al variare del numero di anni in cui si ipotizza che l'azienda sia in grado di generare redditi, cambierà chiaramente la valutazione.

Il **metodo della rendita perpetua** presuppone invece che l'attività sia capace di produrre annualmente redditi pari a R e che sia in grado di mantenere tale capacità reddituale per un arco di tempo indefinito. In tal caso il valore dell'azienda sarà dato da:

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

Una terza opzione è data dal **metodo reddituale complesso**, che parte non già dalla stima di un reddito medio R ma dalla quantificazione puntuale dei flussi di reddito R_t per ciascun periodo previsionale in un arco temporale di n anni. In base a tale ipotesi, il valore dell'azienda, al solito pari al valore attuale dei redditi scontati al costo del capitale proprio K_e sarà dato dalla seguente relazione:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1 + K_e)^t}$$

La scelta tra le diverse tecniche di valutazione reddituale dipende dalle informazioni a disposizione e dalle caratteristiche specifiche dell'azienda che si sta valutando. A parità di reddito R e tasso K_e il risultato del metodo della rendita di durata definita tenderà a convergere con quello della rendita perpetua al crescere del numero di anni n . A differenza degli altri due, che richiedono la stima di una capacità reddituale media (espressa proprio da R) il metodo reddituale complesso richiede preferibilmente lo sviluppo di un piano finanziario che definisca analiticamente la proiezione anno per anno del reddito di impresa atteso. I primi due metodi, invece, per quanto sia comunque da preferirsi la definizione di un piano previsionale, possono essere applicati anche lavorando sui soli dati storici ed inferendo da questi la capacità reddituale prospettica dell'azienda.

Tale metodo ha il vantaggio di valutare la capacità reddituale dell'azienda, ha un basso grado di incertezza e una discreta attendibilità complessiva. Tra i limiti si segnalano l'assenza di dati di valutazione del capitale, la non applicabilità alle aziende con un elevato grado di capitalizzazione.

Metodo Misto Patrimoniale – Reddituale

Il metodo misto patrimoniale - reddituale è molto utilizzato nella pratica aziendalistica e consente di valutare l'azienda tenendo in considerazione sia il patrimonio che la capacità reddituale.

Ai fini della nostra analisi, utilizzeremo il *Metodo della stima autonoma dell'avviamento*, secondo il quale il valore dell'azienda può essere espresso mediante la seguente formula:

$$W = K' + (R - K_e \cdot K') \cdot a_{n|K_e}$$

Dove:

K' valore del Patrimonio Netto, eventualmente rettificato rispetto al valore contabile dello stesso;

a_n K_e fattore di attualizzazione, dove:

n numero degli anni per i quali si procede all'attualizzazione del "sovrareddito";

K_e costo medio ponderato del capitale, che qui esprime anche il tasso di attualizzazione del sovrareddito;

R reddito netto medio (EBITDA, EBIT oppure utile netto), eventualmente corretto sulla base dell'effetto di rivalutazione monetaria.

Utilizzando tale metodo si individua il valore dell'azienda, sommando al capitale netto rettificato K' un termine che esprime il sovrareddito $(R - K_e \cdot K')$, attualizzato ad un tasso K_e , per un numero di anni determinato. Il sovrareddito esprime quella quota del reddito che eccede la remunerazione attesa del patrimonio netto (data da K' moltiplicato per K_e).

K_e è al solito calcolabile tramite il *CAPM*.

Tra i vantaggi del metodo si possono segnalare la valutazione sia della capacità reddituale, sia del capitale, la completezza di valutazione, un basso grado di incertezza e la considerazione della diversità di rischio.

Alcuni limiti risiedono nel margine di errore possibile nell'applicazione dei tassi e nella stima del sovra reddito.

Metodi finanziari

I metodi finanziari si fondano sull'ipotesi che il valore del capitale di un'azienda corrisponda alla somma dei flussi di cassa operativi che la stessa potrà conseguire nel tempo opportunamente attualizzati ad un tasso idoneo (*Discounted Cash Flow Method*); pertanto il valore del capitale economico di un'azienda coincide con il valore attuale netto (*Net Present Value*) di tali flussi, originati dalla gestione caratteristica dell'impresa e considerati al lordo degli oneri finanziari e della restituzione delle risorse impiegate dai finanziatori dell'impresa (capitale di rischio e di terzi). Per calcolarli occorre utilizzare il concetto del *Nopat*, ovvero considerare le cosiddette *imposte figurative* che esprimono la quota di imposta, imputabile al solo risultato operativo, che la società pagherebbe se non ci fossero gli oneri finanziari o proventi/oneri straordinari che in Italia sono in parte deducibili.

Per ovviare alle difficoltà connesse alla previsione dei flussi, la cui attendibilità diminuisce man mano che la proiezione si allontana nel tempo, nella prassi viene adottata solitamente

la soluzione di determinare solo i flussi di un determinato arco temporale — in genere corrispondente ad un intervallo da 3 a 5 anni — al termine del quale si identifica un ultimo flusso rappresentato dal cosiddetto valore terminale dell'azienda. Pertanto, il criterio finanziario si riassume nella seguente formula:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC_t)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC_{TV} - g)(1 + WACC_{n+1})^{n+1}}$$

da cui il valore dell'azienda:

$$W = EV - Posizione Finanziaria Netta + Surplus Assets$$

EV Enterprise Value, indica il valore delle attività dal quale andranno detratti i debiti onerosi;

FCFF Free Cash Flow for the Firm, flusso di cassa operativo previsionale dato dalla differenza tra il flusso di cassa operativo e gli investimenti netti (CapEx) al lordo della restituzione dell'indebitamento finanziario e del pagamento degli oneri finanziari;

WACC_t Weighted Average Cost of Capital: si tratta del tasso adottato per l'attualizzazione dei flussi di cassa ed è pari alla media ponderata tra tasso sul capitale e tasso sui debiti; la rilevazione di tale tasso (e quindi l'attualizzazione degli importi) viene effettuata puntualmente per ciascuno degli anni di analisi;

g è il tasso di crescita dei flussi di cassa oltre il periodo di previsione analitica;

FCFF_n (1 + g) rappresenta il flusso di cassa, oltre la soglia di previsione analitica, disponibile per la remunerazione dei finanziatori e liberamente distribuibile agli azionisti senza compromettere la capacità dell'impresa di generare flussi di cassa crescenti secondo il tasso di crescita espresso da g.

Il *WACC* è dato dalla media ponderata del costo del capitale proprio e del costo del capitale di debito, costo quest'ultimo da intendersi al netto dell'effetto di risparmio fiscale connesso alla deducibilità degli oneri finanziari. Nota la struttura di finanziamento dell'impresa, ovvero il valore dell'Equity ed il valore del debito si ha pertanto:

$$WACC = \frac{E}{D + E} K_e + \frac{D}{D + E} K_d(1 - t)$$

ove:

E è il valore corrente del capitale proprio;

D è il valore corrente del capitale di debito;

K_e è il costo del capitale proprio, ovvero la remunerazione attesa dai soci/azionisti in virtù dell'apporto del capitale di rischio;

K_d è il costo del capitale di debito, ovvero il tasso passivo che l'impresa sconta sui conferimenti di capitale di debito;

t è l'aliquota fiscale vigente per le imposte sul reddito.

Il modello più utilizzato a livello operativo ai fini della stima del costo del capitale proprio è rappresentato dal *CAPM* (*Capital Asset Pricing Model*). Secondo tale modello, il costo del capitale proprio dell'azienda è pari al rendimento di un investimento privo di rischio aumentato di un premio per il rischio specifico per l'azienda considerata. Si ha ovvero:

$$K_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

dove:

r_f rendimento netto di investimenti o titoli privi di rischio;

$(r_m - r_f)$ rappresenta il premio per il maggior rischio del mercato azionario rispetto ad investimenti o titoli privi di rischio;

β è il coefficiente che quantifica il rischio della singola impresa rispetto a quello medio del mercato;

In maniera analoga, Il tasso di costo del capitale di debito può essere quantificato come un tasso risk free imposto dal sistema creditizio a cui si aggiunge uno spread che rappresenta il premio per il rischio riconosciuto ai finanziatori del debito e legato allo specifico rating dell'impresa.

$$K_d = r_{df} + spread$$

Una volta valutato il costo del capitale, i principali problemi di ordine pratico derivanti dall'applicazione del criterio in questione derivano dalla difficoltà di determinazione dei flussi e dal calcolo del tasso di attualizzazione: in relazione al primo, è evidente la difficoltà di quantificazione dei flussi di dividendi nell'arco temporale determinato, essendo questi influenzati non solo dall'andamento reddituale e dalla liquidità dell'azienda, ma anche da numerose altre variabili che rendono incerte le stime sulle decisioni che verranno assunte

dagli amministratori e dalle assemblee dei soci in merito alla politica dei dividendi, a meno che quest'ultima non sia stata predefinita.

Al fine di superare le citate incertezze, si assume solitamente l'ipotesi che i dividendi che verranno erogati coincidano col *free cash flow*, o flusso di cassa disponibile. L'entità di tale grandezza, corrispondente alle risorse finanziarie destinabili agli azionisti dopo aver seguito le politiche di investimento ed indebitamento giudicate più idonee, può venire determinata con la seguente metodologia:

Risultato operativo (Ebit)

- imposte sul risultato operativo (figurative)

= **Risultato operativo al netto delle imposte specifiche (Nopat)**

+ ammortamenti

+ accantonamenti e altre voci non monetarie

+/- variazioni negative/positive del capitale circolante (incluso TFR)

- investimenti in capitale fisso (al netto di eventuali disinvestimenti)

= **Free Cash Flow for the Firm (FCFF)**

Così determinato, il flusso di cassa disponibile non è di competenza solo degli azionisti, ma è al servizio di tutti i fornitori di capitale, sia esso di rischio e di debito. Attualizzato ad un tasso che esprima la media ponderata (secondo l'effettiva struttura finanziaria) del costo del capitale di debito e di quello del capitale proprio, si otterrà il valore globale del capitale impiegato nell'azienda, dal quale, sottraendo il valore di mercato del capitale di debito, si perverrà al valore del solo capitale proprio, cioè del capitale economico di pertinenza degli azionisti.

Il tasso al quale verranno attualizzati i flussi di cassa è il costo dell'intero capitale, il quale viene quantificato con il *WACC* (costo medio ponderato del capitale). Essendo i flussi al servizio sia dei creditori che degli azionisti, il costo del capitale dovrà incorporare il rendimento richiesto sia dai detentori del capitale di debito sia da quelli del capitale di rischio. La metodologia qui impiegata, come accennato, prevede la stima puntuale del *WACC* su tutto l'orizzonte previsionale e l'attualizzazione di ciascun importo al relativo tasso vigente nel periodo.

Particolare complessità riveste inoltre la determinazione del costo del capitale di rischio, in quanto non risulta esserci alcun accordo o impegno esplicito di remunerazione da parte dell'azienda; le aspettative dell'azionista sono solitamente pari ad un rendimento minimo pari a quello offerto da investimenti alternativi privi di rischio (solitamente titoli pubblici),

maggiorato di un premio particolare per il rischio assunto: quest'ultimo rappresenta, a questo punto, la vera incognita.

Metodo EVA (Economic Value Added)

Il metodo dell'*Economic Value Added*, diffuso nella pratica aziendalistica soprattutto a partire dalla fine degli anni '90, è in sostanza una tecnica di valutazione mista che presuppone la stima in un certo orizzonte previsionale di flussi così concepiti:

$$EVA = (ROIC - WACC) * Capitale investito netto$$

dove:

ROIC: *Return on Invested Capital* = Nopat/Capitale investito netto

WACC: *Weighted Average Cost of Capital*

Alla base del metodo vi è quindi la valutazione di flussi di extra-valore dati dalla differenza tra il rendimento del capitale investito ed il suo costo complessivo, espresso tenendo conto sia delle fonti di capitale proprio che del capitale di debito. In termini operativi, occorre partire da un piano finanziario previsionale che quantifichi l'andamento atteso dell'Ebit in un certo orizzonte temporale, ricavare da questo il Nopat (*Net Operating Profit After Taxes*) e rapportarlo al Capitale investito netto per ottenere il *ROIC*. Una volta stimati i flussi di EVA nel periodo previsionale preso in considerazione occorre stimare il valore terminale dell'EVA e successivamente procedere all'attualizzazione di tali flussi al *WACC*.

Ora, per giungere ad una valutazione complessiva del valore dell'azienda, a tali componenti va sommato il valore corrente del capitale investito tenendo conto inoltre di opportune correzioni legate ai seguenti fattori: Posizione Finanziaria Netta dell'azienda, attività non operative, eventuali aumenti di capitale e distribuzione di dividendi. Si procede quindi come segue:

Valore attuale EVA (anni previsionali)

- + Valore terminale EVA
- + Capitale Investito iniziale
- Posizione Finanziaria Netta
- Altre Attività non Operative
- + Aumento di Capitale
- Dividendo
- = **Valore dell'azienda**

7. Procedure operative di valutazione

I metodi valutativi analizzati, partono dal presupposto di ottenere una valutazione dell'azienda; nella prassi confrontando il valore dell'azienda ottenuto applicando una delle metodologie sopra esposte, con il valore contabile del patrimonio netto si è soliti quantificare l'avviamento. Tuttavia, l'avviamento costituisce una variabile influenzata da una serie di elementi immateriali, la cui misurazione è spesso pervasa da un certo grado di soggettività. L'avviamento, noto anche come Goodwill, è il valore di un'azienda che va al di là del suo valore intrinseco o il suo patrimonio netto (la somma delle attività materiali e immateriali meno i debiti), ovvero la sua attitudine a produrre utili in misura superiore a quella ordinaria. Per questi motivi si è evidenziata la necessità di fare riferimento ad un'analisi concreta della singola realtà aziendale, ricorrendo a metodi di valutazione che tengano conto del caso concreto.

Premesso quanto di cui al precedente paragrafo relativamente alle differenti metodologie di stima applicabili, nonché quanto brevemente indicato in relazione alla situazione patrimoniale della società, con beni caratterizzati da un proprio valore autonomo e rilevante, nonché in riferimento all'attività esercitata dalla società, la sottoscritta ha ritenuto utilizzare, nel caso specifico, come metodologia principale una valutazione basata sul metodo patrimoniale.

Come si è detto in precedenza, il metodo patrimoniale consente di giungere alla valutazione del capitale economico della società, tramite la ri-espressione a valori correnti dei cespiti e di tutti gli elementi attivi e passivi del patrimonio aziendale. Il valore dell'azienda corrisponde, pertanto, al valore del patrimonio netto rettificato a valori correnti.

Si riportano per puro confronto e come metodo di controllo del valore ottenuto applicando il metodo di stima prescelto, la valutazione della quota di partecipazione emersa utilizzando anche il metodo reddituale e il metodo misto patrimoniale-reddituale.

Valutazione con il metodo patrimoniale

Intendendosi quantificare il valore delle immobilizzazioni finanziarie della società fallita Ed Costruzioni S.r.l. in liquidazione con una metodologia puramente patrimoniale, occorre addivenire, come discusso in precedenza, alla stima del patrimonio netto rettificato della società Parco Molgora S.r.l., qui indicato con K' .

Nel caso in esame, come già esposto, il patrimonio netto rettificato è stato determinato con riferimento ai valori patrimoniali espressi dalla situazione analitica al 31 dicembre 2023. In tal senso, i valori risultanti dal prospetto patrimoniale sopra richiamato sono stati oggetto di valutazione e ove ritenuti rappresentativi dell'effettivo valore delle attività e passività a cui si riferiscono sono stati confermati. Diversamente, nel caso in cui si siano riscontrate divergenze tra il dato contabile ed il valore corrente dell'elemento sottostante si è provveduto a rideterminarne il valore adeguandolo al valore corrente.

Si riporta di seguito il prospetto riepilogativo delle voci patrimoniali dell'Attivo e del Passivo, come da valore contabile al 31 dicembre 2023 e come emerso a seguito della procedura di revisione, avuto riguardo ai criteri prudenziali e di competenza, da rispettarsi in questa sede al fine di evitare ogni sopravvalutazione dell'attività oggetto di stima.

STATO PATRIMONIALE	Ultima situazione contabile	Rettifiche	Valore di perizia
ATTIVO	2023	(+/-)	2023
A) CRED. VERSO SOCI PER VERS. ANCORA DOVUTI	7.875	-3.937	3.938
B) IMMOBILIZZAZIONI			
I) Immobilizzazioni immateriali:			
1) Costi d'impianto e di ampiamento	0		0
2) Costi di ricerca, sviluppo e pubblicità	0		0
3) Diritti di brevetto e di uso di opere d'ingegno	0		0
4) Concessioni, licenze, marchi e diritti	0		0
5) Avviamento	0		0
6) Immobilizzazioni in corso e acconti	0		0
7) Altre	0		0

TOTALE	0	0	0
--------	---	---	---

II) Immobilizzazioni materiali:

1) Terreni e fabbricati	0		0
2) Impianti e macchinario	0		0
3) Attrezzature industriali e commerciali	0		0
4) Altri beni	0		0
5) Immobilizzazioni in corso e acconti	0		0
TOTALE	0	0	0

III) Immobilizzazioni finanziarie:

1) Partecipazioni	0		0
2) Crediti:	0		0
3) Altri titoli	0		0
4) Azioni proprie	0		0
TOTALE	0	0	0
TOTALE B)	0	0	0

IMMOBILIZZAZIONI

C) ATTIVO CIRCOLANTE

I) Rimanenze:

1) Materie prime, sussidiarie, di consumo	0		0
2) Prodotti in corso di lavorazione e semilavorati	0		0
3) Lavori in corso su ordinazione	0		0
4) Prodotti finiti e merci	466.098		466.098
5) Acconti	0		0
TOTALE	466.098	0	466.098

II) Crediti:

1) verso clienti	5.503		5.503
2) verso imprese controllate	0		0
3) verso imprese collegate	0		0
4) verso controllanti	0		0
4-bis) crediti tributari	55		55
4-ter) imposte anticipate	0		0
5) verso altri	2.111		2.111
TOTALE	7.669	0	7.669

III) Attività finanziarie non immobilizzate:

IV) Disponibilità liquide:	2.607		2.607
TOTALE	2.607	0	2.607

TOTALE C) ATTIVO CIRCOLANTE	476.374	0	476.374
-----------------------------	---------	---	---------

D) RATEI E RISCONTI	0		0
---------------------	---	--	---

TOTALE ATTIVO	484.249	-3.937	480.312
---------------	---------	---------------	---------

PASSIVO	2023	Rettifiche (+/-)	2023
B) FONDI PER RISCHI E ONERI	0		0
C) TRATT. DI FINE RAPP. DI LAV. SUBORDIN.	0		0
D) DEBITI			
1) Obbligazioni	0		0
2) Obbligazioni convertibili	0		0
3) Debiti vs soci per finanziamenti	550.131	-170.285	379.846
4) Debiti verso banche	504.210		504.210
5) Debiti verso altri finanziatori	0		0
6) Acconti	12.000		12.000
7) Debiti verso fornitori	14.173		14.173
8) Debiti rappresentati da titoli di credito	0		0
9) Debiti verso imprese controllate	0		0
10) Debiti verso imprese collegate	0		0
11) Debiti verso controllanti	0		0
12) Debiti tributari	0		0
13) Debiti verso istituti di previdenza	0		0
14) Altri debiti	541		541
TOTALE	1.081.055	0	1.081.055

E) RATEI E RISCONTI	0		0
---------------------	---	--	---

TOTALE PASSIVITA'	1.081.055	-170.825	910.770
-------------------	-----------	----------	---------

K' RETTIFICATO

ATTIVITA' RETTIFICATE € 480.312

PASSIVITA' RETTIFICATE € 910.770

K' rettificato senza effetto fiscale -€ 430.458

L'azienda oggetto della presente valutazione non possiede immobilizzazioni immateriali e materiali.

La parte più preponderante dell'attivo è costituita dalle rimanenze finali di merci, identificate dalle seguenti unità immobiliari in essere alla data del 31.12.2023, come riportate nel seguente prospetto fornito dal consulente fiscale della società.

RIMANENZE BENI FINITI AL 31/12/2023			
<u>Unità immobiliare</u>		<u>Valutazione al costo/preliminari</u>	<u>Vendite 2023</u>
APPARTAMENTO 27 SUB. 730	FG. 2 MAPP. 291 SUB. 730	403.000,00 €	
PIANO INTERRATO - BOX			
BOX 3	FG. 2 MAPP. 291 SUB. 782	19.700,00 €	
BOX 22	FG. 2 MAPP. 291 SUB. 740	17.700,00 €	17.700,00 €
BOX 32	FG. 2 MAPP. 291 SUB. 753	21.699,00 €	
BOX 33	FG. 2 MAPP. 291 SUB. 754	21.699,00 €	
BOX 38	FG. 2 MAPP. 291 SUB. 755	21.699,00 €	21.699,00 €
BOX 55	FG. 2 MAPP. 291 SUB. 772	17.600,00 €	17.600,00 €
		523.097,00 €	56.999,00 €
TOTALE RIMANENZE AL 01/01/2023		523.097,00 €	
VENDITE NELL'ANNO (VALUTATE AL COSTO)		56.999,00 €	
RIMANENZE FINALI AL 31/12/2023 - AL COSTO		466.098,00 €	

Per estrema prudenza di valutazione, e non disponendo di una perizia di valutazione delle unità immobiliari come esposto in premessa, è stato considerato il valore di costo pari a € 466.098,00.=.

Le altre voci dell'attivo sono rappresentate da:

- Crediti verso soci per la parte di capitale sottoscritto ma non versato, pari a € 7.875,00. =, di cui € 3.937,50. = per il socio Sig. Radaelli Maurizio ed € 3.937,50. = per il socio Ed Costruzioni srl in liquidazione. Si è proceduto alla svalutazione del credito verso il socio Ed Costruzioni srl in liquidazione per € 3.937,50. =, ai fini prudenziali.
- Crediti verso clienti nazionali per € 5.502,79.=.
Ai fini della presente valutazione viene mantenuto tale valore, corrispondente al valore di realizzo ovvero al valore nominale.
- Crediti tributari per Irap, pari a € 55,95.=.
Ai fini della presente valutazione viene mantenuto tale valore nominale.
- Crediti per anticipi a fornitori di servizi, per € 2.110,78.=.
Ai fini della presente valutazione viene mantenuto tale valore nominale.
- Disponibilità liquide sull'Istituto bancario Banca d'Asti per € 2.606,95.=.
Il valore nominale a bilancio rappresenta le disponibilità effettive e quindi non assoggettato ad alcuna rettifica.

Relativamente al passivo della società, dalla situazione analitica al 31.12.2023 si rileva:

- Un patrimonio netto negativo di € 596.805,80.=.
Ai fini della presente perizia il Patrimonio Netto è stato annullato per determinare, mediante differenza tra le attività rettificcate e le passività rettificcate, il capitale netto rettificcato.
- Debiti verso soci per finanziamenti infruttiferi per complessivi € 550.130,81. =, di cui € 366.240,41. = per il socio Sig. Radaelli Maurizio ed € 183.890,40. = per il socio Ed Costruzioni Srl in liquidazione.
Ai fini della valutazione del debito verso soci per finanziamenti, occorre tenere in considerazione l'aspetto della postergazione, di cui all'art.2467 del codice civile, secondo cui il diritto al rimborso delle somme versate dai soci è subordinato alla soddisfazione degli altri creditori sociali.

Nel determinare il valore di perizia del debito verso soci per finanziamenti a medio lungo termine, si è ritenuto dover attualizzare i flussi monetari che verranno riconosciuti ai soci stessi. Il tasso di attualizzazione utilizzato è pari al saggio degli interessi legali 2024 pari al 2,5%, su un orizzonte temporale di 15 anni, considerata la durata media dei finanziamenti a lungo termine. Il valore attualizzato ottenuto è pari a € 379.846,38. =, di cui 252.876,39. = per il socio Sig. Radaelli ed € 126.969,99. = per il socio Ed Costruzioni srl in liquidazione.

- Debiti bancari per mutui passivi per € 504.210,26.=.
Ai fini della presente valutazione viene mantenuto tale valore nominale.

- Acconti ricevuti da clienti per € 12.000.=.
Ai fini della presente valutazione viene mantenuto tale valore nominale.

- Debiti verso fornitori per € 250.=. e debiti per fatture da ricevere per € 13.922,99. =
Ai fini della presente valutazione viene mantenuto tale valore nominale.

- Debiti diversi verso Amministratori per € 541,21.=.
Ai fini della presente valutazione viene mantenuto tale valore nominale.

A seguito della procedura di verifica delle poste patrimoniali, il valore totale dell'Attivo è pertanto quantificabile in un valore di € 480.312=.

Il valore totale del Passivo rettificato risulta pari a € 910.770.=.

Sulla base dei valori dell'Attivo e del Passivo così determinati, è possibile calcolare per differenza il valore rettificato del Patrimonio Netto. Tale valore ricalcolato si attesta su € -430.458.=. Non si è ritenuto di considerare ai fini della valutazione del patrimonio netto l'effetto fiscale derivante dalla rettifica delle poste.

Nell'ottica di una valutazione puramente patrimoniale, il valore dell'azienda Parco Molgora S.r.l. coincide con il valore del Patrimonio Netto Rettificato e si ha pertanto:

$$W = -€ 430.458$$

Il valore della partecipazione di Ed Costruzioni S.r.l. in liquidazione, pari al 50%, risulta pertanto negativo, pari a €

$$W = -€ 215.229$$

In riferimento alla valorizzazione della partecipazione di Ed Costruzioni s.r.l. in Parco Molgora S.r.l., l'importo sopra evidenziato va incrementato di € 126.969,99. =, che rappresenta il valore attualizzato del finanziamento infruttifero concesso da Ed Costruzioni s.r.l. a Parco Molgora S.r.l.

Pertanto, la valorizzazione delle immobilizzazioni finanziarie di Ed Costruzioni s.r.l. risulta pari a:

$$W = (- 215.229 + 126.970) = - \text{€ } 88.259$$

Valutazione con i metodi reddituali

Determinazione del reddito medio atteso

Il reddito atteso è pari all'Ebit ottenuto dall'azienda nell'ultimo degli anni consuntivi esaminati (2023).

Reddito medio atteso **-€ 23.588**

Determinazione del costo del capitale (Ke)

Tasso Free risk (Rf)	3,00%
Equity Risk Premium (ERP)	7,81%
Beta Unlevered (Bu)	0,43
Scelta del Beta	Beta unlevered
Ke scelto per scontare redditi	Anno 2023
Costo del Capitale Proprio (Ke)	6,38% Ke = Rf + Bu*ERP = 3,00% + 0,43*7,81% = 6,38%

Per determinare il tasso risk free si è fatto riferimento al tasso lordo dei BTP a 10 anni alla data di elaborazione della presente stima (15 giugno 2024, fonte Il Sole 24 ore), opportunamente normalizzato per tenere in considerazione l'effetto fiscale.

Per l'Equity Risk Premium pari a 7,81% si è fatto riferimento alla fonte Damodaran di gennaio 2024, mentre per il beta Unlevered si è utilizzato l'indice di riferimento per le società immobiliari, fonte Damoderan.

Metodo della rendita a durata definita

Reddito medio periodo (R)	-23.588
Costo del Capitale Proprio (Ke)	6,38%
Numero anni (n)	3

Il valore dell'azienda si ottiene attualizzando i redditi attesi al costo del capitale proprio (Ke). Avendo ipotizzato che i redditi si mantengono costanti per 3 anni, la relazione che esprime il valore attuale si semplifica come segue.

$$W = R * a^{-n}(n, Ke) \quad \text{-€ 62.610}$$

$$W = R * a^{-n}(n, Ke) = R * [1 - 1/(1 + Ke)^n]/Ke = -23.588 * [1 - 1/(1 + 6,38\%)^3]/6,38\% = -62.610$$

Metodo della rendita perpetua

Reddito medio periodo (R)	-23.588
Costo del Capitale Proprio (Ke)	6,38%

Ipotizzando che il reddito si mantenga costante all'infinito, il valore attuale dei redditi attesi è dato semplicemente dal rapporto tra il reddito annuo ed il tasso di attualizzazione (Ke).

$$W = R/Ke \quad \text{-€ 369.720}$$

$$W = R/Ke = -23.588/6,38\% = -369.720$$

Valutazione con il metodo misto patrimoniale-reddituale

Il Metodo misto tiene conto sia del patrimonio, sia della capacità reddituale attesa dell'azienda. La tecnica adoperata è detta Stima Autonoma dell'Avviamento e prevede che il valore dell'azienda sia ottenuto sommando il valore del Patrimonio Netto con il valore attuale dei flussi di sovrareddito. Il sovrareddito esprime quella componente del reddito che eccede il rendimento atteso del Patrimonio Netto ($K_e * K'$).

La componente patrimoniale della valutazione si basa sul valore rettificato del Patrimonio Netto, come emerso dal Metodo Patrimoniale.

Reddito (Ebit)	-23.588	Reddito medio atteso nel periodo
K'	-430.458	Valore del Patrimonio Netto rettificato
Costo del Capitale Proprio (K_e)	6,38%	Tasso di attualizzazione del sovrareddito
n	3	Numero di anni nel periodo di valutazione preso in considerazione

Da un punto di vista reddituale, la valutazione si basa sull'ipotesi che l'azienda sia in grado di produrre un reddito annuo costante e pari ad € -20.881 per 3 anni a partire dal 2023 e fino al 2025.

$$W = K' + (R - K_e * K') * a^{-n}(n, K_e) = \text{-€ 420.172}$$

$$W = K' + (R - K_e * K') * a^{-n}(n, K_e) = K' + (R - K_e * K') * [1 - 1/(1 + K_e)^n]/K_e = -430.458 + (-23.588 - 6,38% * -596.806) * [1 - 1/(1 + 6,38\%)^3]/6,38\% = -420.172$$

8. Conclusioni

Per lo svolgimento dell'incarico, ovverosia per la determinazione del valore della quota di partecipazione pari al 50% della società Ed Costruzioni S.r.l. in liquidazione (ora in Fallimento) nella società Parco Molgora S.r.l., la sottoscritta ha optato per l'applicazione del metodo patrimoniale.

Quindi la medesima metodologia è stata verificata con l'applicazione, come previsto dalla dottrina, di metodi di controllo al fine della verifica dell'attendibilità dei risultati raggiunti con l'applicazione del metodo principale.

Di seguito si riporta il prospetto riepilogativo dei risultati ottenuti con i diversi metodi.

VALUTAZIONE Della quota di partecipazione in Parco Molgora S.r.l.

METODO	VALORE AZIENDA [€]	VALORE QUOTA
Patrimoniale	-€ 430.458	NULLO
Metodo della rendita di durata definita	-€ 62.610	NULLO
Metodo della rendita perpetua	-€ 369.720	NULLO
Metodo Misto Patrimoniale-Reddituale	-€ 420.172	NULLO

Il valore della società Parco Molgora S.r.l. determinato mediante l'applicazione del metodo patrimoniale risulta negativo pari ad € -430.458.=, pertanto il valore della quota pari al 50% detenuto dalla società ED Costruzioni Srl risulta negativo, per € -215.229.=.

Tale valore, anche opportunamente incrementato dell'importo attualizzato del finanziamento soci concesso dalla società Ed Costruzioni S.r.l. a parco Molgora S.r.l. per € 126.970. =, appare pertanto NULLO.

Restando a disposizione per qualsiasi ulteriore chiarimento e/o integrazione, la sottoscritta ringrazio per l'incarico ricevuto e la stima accordatagli.

Cenate Sotto, 18 giugno 2024

Dott.ssa Sonia Carrara

9. Allegati

1. Visura ordinaria Parco Molgora S.r.l.;
2. Bilancio CEE e nota integrativa 31.12.2021;
3. Situazione contabile 31.12.2022;
4. Situazione contabile 31.12.2023;
5. Corrispondenza mail Studio Grossi.