

Premessa

Il sottoscritto Dott. Alessandro Carrara nato a Livorno, il 21/10/1970, Cod. Fisc. CRRLSN70R21E625X iscritto all'albo dei Dottori Commercialisti della provincia di Livorno al n. 402 con studio in Livorno, via Cairoli 21, ha ricevuto incarico dalla soc. AAMPS SPA in qualità di socio al 37,60 % della società Piattaforma Biscottino Spa con sede in Collesalveti (LI), strada statale 67 bis km. 17,300, di stimare il valore della partecipazione alla stessa alla data dell'esercizio del diritto di recesso effettuato in data 26/01/2018

In esecuzione di detto incarico nelle seguenti note si procederà a stimare il valore economico della suddetta società e di conseguenza della partecipazione societaria sulla base della documentazione ricevuta e sulla base di dati e considerazioni mutuati dalla personale esperienza professionale.

Fonti documentali

- Visura Camerale;
- Bilanci sociali approvati dall'assemblea dei soci /2016/2015;
- Bilancio sociale al 31/12/2017, da approvare dall'assemblea dei soci;
- Situazione contabile dettagliata al 31/12/2017;
- Perizia Immobiliare Geometra Marco Arbulla;
- Contratto di affitto stipulato con BTT srl.

Si precisa inoltre che la stima peritale sarà basata su informazioni di carattere generale desunte da quanto indicato dagli amministratori, dai bilanci depositati nonché dalle informazioni rinvenibili nelle perizie dei periti di parte senza aver effettuato alcuna attività di verifica di attendibilità, di completezza ed accuratezza del dato contabile.

1. Descrizione della società Piattaforma Biscottino spa .

La società Piattaforma Biscottino s.p.a. ha sede legale in Collesalveti (LI) via), strada statale 67 bis km. 17,300, è identificata al numero REA LI-2000-7643 codice fiscale, partita Iva e iscrizione al Registro delle Imprese di Livorno numero 01315870491 e ed è stata costituita in data 01/02/2000.

Da statuto la società ha per oggetto:

Professore Franco Pardini
Dottor Alessandro Carrara
Dottor Andrea Pardini
Dottorssa Rita Belloni

- la gestione e l'amministrazione di beni mobili ed immobili, propri o di terzi, o anche assunti o concessi a titolo di locazione o di affitto; la progettazione, la costruzione e la gestione di impianti di stoccaggio, trattamento, smaltimento, recupero, riutilizzo e riciclaggio di rifiuti speciali, civili ed industriali, pericolosi e non pericolosi;
- la progettazione, la costruzione e la gestione di impianti che utilizzano fonti di energia rinnovabili, di produzione combinata, distribuzione e cessione di calore ed energia elettrica e di recupero energetico;
 - la raccolta, il trasporto in conto proprio e/o in conto terzi di rifiuti speciali pericolosi e non pericolosi, liquidi e solidi, di residui e scarti civili ed industriali di materie prime seconde con la possibilità di effettuare operazioni di commercio e noleggio delle attrezzature a ciò inerenti;
 - la commercializzazione, l'importazione e l'esportazione di rifiuti, residui, carti e materie riutilizzabili di qualsiasi genere;
 - lo smaltimento e il recupero in Italia e all'estero, di tutti i tipi di rifiuti entro i limiti e con l'osservanza delle normative vigenti in materia;

La società è stata inattiva fino al 16/0/04/2007 quando ha iniziato a svolgere l'attività contraddistinta dal Codice: 68.20.01 - locazione immobiliare di beni propri o in leasing (affitto).

Da tale data ha svolto esclusivamente attività immobiliare concedendo in locazione il compendio immobiliare di cui risulta proprietaria alla società BTT SRL per il trattamento di terreni contaminati, contratto stipulato in data 05/11/2006 e avente efficacia dal 01/12/2006.

Il contratto è ancora in essere ed avrà scadenza il 30/11/2024

La società è provvista di un collegio sindacale avente funzioni anche di revisione legale.

Si precisa che alla data della presente stima valutativa, la società è dotata di un capitale sociale di Euro 6.139.990,00 integralmente versato e sottoscritto e che la compagine societaria risulta essere così composta:

- ☐ AAMPS SPA titolare di azioni del valore nominale di Euro 2.308.635,00 pari al 37,60 % del capitale sociale;
- ☐ Comune di Collesalveti titolare di azioni del valore nominale di Euro pari al 2.296.355,00 pari al 37,40 % del capitale sociale;
- ☐ ECO ETRUSCA S.R.L titolare di azioni del valore nominale di Euro 1.535.000,00 pari al 25 % del capitale sociale;

La società è dotata di un consiglio d'amministrazione in carica fino a revoca composto da:

- ☐ TOSCANO GIUSEPPE rappresentante legale;
- ☐ PALUMBO ANDREA consigliere;
- ☐ BALDESCHI LUISA consigliere.

Per completezza informativa si segnala che le quote dei soci sono libere da pegni e vincoli di ogni sorta.

2.1. La scelta dei criteri di stima alla luce della corretta interpretazione dell'art. 2437 cc

Nell'ambito del procedimento di scioglimento del rapporto sociale limitatamente a un socio conseguente alla dichiarazione di recesso, uno dei momenti cardine è senza dubbio rappresentato dalla determinazione della liquidazione allo stesso spettante in virtù della quota di partecipazione posseduta.

La valutazione delle quote in ambito di recesso rispetto alla cessione assumono dei caratteri peculiari in quanto non si ha una negoziazione tra due o più parti ma il prezzo è l'oggetto della stima da parte del professionista.

I generali criteri di valutazione delle azioni del socio recedente per le società costituite sotto la forma di società per azioni sono previsti nell'art 2437 ter cod. civile. Sulla base del 2° comma, il valore di liquidazione dell'azione viene determinato dagli amministratori, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale

La determinazione del valore delle azioni è quindi assegnata agli amministratori, i quali: "..... tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni" fanno conoscere al socio recedente il "prezzo" liquidabile. I riferimenti contenuti nella norma sono quindi tre: (1) la consistenza patrimoniale, (2) le prospettive reddituali, (3) il valore di mercato. Giova ricordare che consistenza patrimoniale, prospettiva reddituale e valore di mercato sono 3 delle principali metriche di valutazione previste dagli stessi PIV (Principi italiani di valutazione) emessi nel luglio 2015 da OIV (Organismo italiano di valutazione), cioè: (a) asset or cost approach, (b) income approach, (c) market approach

a) Con l'asset or cost approach il business da valutare è visto come un insieme di attività e passività attraverso le quali vado a ricostruire quale costo dovrei sostenere per creare un business simile che dia ai suoi soci gli stessi benefici economici. Questo approccio non si limita tuttavia alle attività e passività presenti in bilancio, ma considera anche le attività immateriali che spesso non sono inserite in bilancio. Fra queste assume rilevanza, oltre a



marchi, brevetti, concessioni e licenze, l'avviamento (goodwill). L'avviamento può essere definito come l'attitudine di un'azienda a produrre utili che derivino o da fattori specifici che, pur concorrendo positivamente alla produzione del reddito ed essendosi formati nel tempo, non hanno un valore autonomo. Si ricorda che l'avviamento può essere anche negativo (badwill) ad esempio nel caso di aziende cronicamente in perdita.

b) Con l'income approach si considerano futuri benefici derivanti dall'esercizio del business (redditi ovvero cash flow) opportunamente attualizzati alla data di valutazione. Il tasso di attualizzazione consente di inserire la variabile rischio insita nei redditi (ovvero nei cash flow) futuri. La formulazione del tasso più utilizzata è quella del WACC (Weighted average cost of capital = Costo medio ponderato del capitale). Questo è inteso come il costo che l'azienda dovrebbe sostenere per raccogliere risorse finanziarie presso soci e presso terzi finanziatori

c) Con il market approach vengono utilizzati metodi che fanno riferimento a valori di mercato ovvero a transazioni comparabili, che siano di supporto per pervenire alla valutazione del business in oggetto. Il market approach presenta dei limiti quando l'azienda o il bene da valutare ha un mercato molto ristretto ovvero inesistente

L'art. 2437 ter, c.c., come si è detto, dispone il diritto dei soci recedenti a vedersi liquidata la quota tenendo conto dei fattori sopra richiamati e una recente giurisprudenza del Trib. Milano n- 8639/2014 ha affermato la piena legittimità delle tre metodiche valutative, anche se la relazione di accompagnamento al D.lgs. 6/2003 indicava le prospettive reddituali come elemento correttivo della situazione patrimoniale, mentre il riferimento ad un valore di mercato solo eventuale.

Infatti anche l'O.I.V. individua come risultato finale della valutazione il valore intrinseco, inteso come il prezzo probabile in un mercato efficiente, che in quanto tale può includere dati o parametri derivanti dal mercato, ma deve escludere tutti quei riferimenti che allontanano il valore dai fondamentali patrimoniali e reddituali della società da valutare.

Altro problema riguarda la legittimità dell'uso dei premi e sconti nelle valutazioni delle quote da liquidare riferibili a partecipazioni maggioritarie o minoritarie, ma la dottrina sembra unanime nell'individuare come oggetto della valutazione la singola azione e non la partecipazione complessiva, rendendo quindi irrilevante l'applicazione di premi o sconti escludere l'applicazione. Nel caso specifico la partecipazione da valutare è di minoranza, ma nessuno dei soci ha la maggioranza, il fatto determina *a fortiori* l'applicazione del principio sopra esposto. Pertanto il sottoscritto ha ritenuto corretto individuare il valore della partecipazione della quota del socio recedente come (mera) ripartizione proporzionale del valore economico del capitale aziendale ottenuto applicando i criteri prima indicati, senza

considerare alcuna tipologia di sconto.

La selezione dei criteri di valutazione deve essere svolta in conformità a uno dei principi cardine della riforma del diritto di recesso, ossia che la liquidazione della quota deve tendere a individuare un valore il più aderente possibile al valore intrinseco della partecipazione.

Muovendo dalle indicazioni che in merito a questo profilo provengono dalla dottrina aziendalistica, l'individuazione dei suddetti valori non può che avvenire, innanzitutto, attraverso la valutazione di ogni singola componente patrimoniale attiva e passiva compiuta attraverso un processo di revisione e di correzione dei relativi valori contabili finalizzato: (a) alla stima a valori correnti delle attività materiali; (b) alla misurazione degli intangibili specifici; (c) alla stima dei titoli a reddito fisso e delle partecipazioni; (d) alla stima dei crediti; (e) alla eventuale attualizzazione dei debiti finanziari; (f) alla emersione della eventuale fiscalità latente, e così via.

Qualora lo statuto nulla preveda al riguardo come nel caso in esame, troverà applicazione il disposto del secondo comma, con l'evidente conseguenza che nella valutazione delle azioni si dovranno applicare (esclusivamente) criteri patrimoniali opportunamente combinati con quelli reddituali.

2.2. Il criterio adottato nella valutazione della quota di AAMPS SPA: il modello misto con stima autonoma dell'avviamento

Coerentemente alle conclusioni esposte nel precedente paragrafo 2.1, il sottoscritto, al fine di assicurare il rispetto dell'art. 2437, terzo comma, c.c., verificato l'impossibilità di reperire notizie di scambi di partecipazioni di società aventi situazioni comparabili ha ritenuto opportuno adottare nella stima della quota di partecipazione nella Piattaforma Biscottino Spa della soc. AAMPS SPA, quale «idonea combinazione di metodi patrimoniali e reddituali», il cosiddetto modello misto (patrimoniale-reddituale) con stima autonoma dell'avviamento su un periodo limitato di anni.

Il metodo misto ha, quale caratteristica essenziale, la ricerca di un risultato finale che valorizzi contemporaneamente gli elementi oggettivi propri dell'aspetto patrimoniale e le attese reddituali che costituiscono una componente essenziale del valore del capitale economico.

Nella versione più utilizzata il metodo porta all'evidenziazione, accanto ed in aggiunta al

capitale netto rettificato determinato con tecniche patrimoniali, di un valore, detto avviamento o goodwill, espressivo della capacità dell'azienda di produrre un sovrareddito, cioè un reddito superiore a quello corrispondente alla normale remunerazione del capitale investito atteso su «n» anni, opportunamente attualizzato.

In linea di prima approssimazione, si può sostenere che il capitale netto rettificato è il risultato che si ottiene, attraverso l'analisi patrimoniale, partendo dal capitale netto di bilancio, espresso da una situazione patrimoniale riferita a una data specifica (corrispondente alla data di riferimento della valutazione), apportando allo stesso una serie di rettifiche derivanti: (a) dalla revisione e dalla correzione contabile degli elementi patrimoniali attivi e passivi; (b) dalla stima a valori correnti delle attività materiali (e dalla eventuale stima degli intangibili specifici); (c) dalla stima dei titoli a reddito fisso o delle partecipazioni; (d) dalla stima dei crediti; (e) dalla eventuale attualizzazione dei debiti finanziari; (f) dalla quantificazione degli oneri fiscali potenziali collegati all'espressione a valori correnti di talune attività (questa analisi, relativamente al caso di specie, è svolta nel successivo capitolo 3).

Per quanto riguarda l'avviamento, si può affermare, sempre in linea di prima approssimazione, che esso è frutto dell'attualizzazione dei risultati medi attesi per un numero limitato o illimitato di anni, opportunamente quantificati, ridotti del costo del capitale sul capitale investito.

Non esiste, tuttavia, un unico procedimento di applicazione del modello misto con stima autonoma dell'avviamento. Esso si presenta, infatti, con tre formule alternative:

- (a) con attualizzazione limitata del reddito differenziale medio (o sovrareddito);
- (b) con attualizzazione dei redditi differenziali analitici per «n» anni;
- (c) con capitalizzazione illimitata del reddito differenziale medio.

La seconda ipotesi può essere adottata in presenza di budget e piani formalizzati, che esprimano credibilmente i risultati di esercizi futuri sull'arco di «n» anni, la formula fondata sull'attualizzazione di un certo numero di redditi differenziali analiticamente calcolati in relazione a un determinato orizzonte temporale, e al caso in oggetto non può essere applicata in quanto la società non ha fornito di budget e piani formalizzati dai quali poter trarre informazioni attendibili e oggettive in merito ai futuri andamenti economico-finanziari.

La terza ipotesi prevede invece che il reddito differenziale (il sovrareddito) si produca

indefinitamente nel tempo. È evidente che questo procedimento ha senso solo in caso in cui analizzando i dati storici e le prospettive per il futuro e la società possa mantenere gli stessi livelli reddituali per un numero indefinito di anni. L'aleatorietà di una tale previsione dovrebbe prevedere necessariamente la correzione del tasso di capitalizzazione («i'») che attenui sensibilmente il peso dei redditi differenziali attesi al di là di un certo limite di tempo.

Verificato che il contratto di affitto su cui si basa esclusivamente la redditualità aziendale scadrà tra 6 anni e che allo stato attuale non esiste la possibilità che il compendio industriale possa avere nuovi e diversi acquirenti o utilizzi, verrà utilizzata la prima variante con un'attualizzazione limitata del reddito differenziale medio per gli anni residui del contratto di affitto.

La prima formula, di gran lunga la più nota e utilizzata nella pratica, si esprime con:

$$W = K + (R - i'' K) a | n, i'$$

Dove $a | n, i'$ rappresenta il fattore di attualizzazione del sovra reddito;

«K» = capitale netto rettificato (che può essere sostituito, in talune categorie di aziende e in date situazioni, dal capitale netto comprensivo dei valori attribuiti agli intangibili specifici);

«R» = reddito medio (o medio-normale) atteso per il futuro;

«n» = numero definito e limitato di anni (pari alla durata del reddito differenziale);

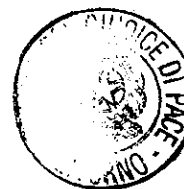
«i'» = costo del capitale;

«i''» = tasso di attualizzazione del reddito differenziale.

□ Valore di «K» e di «R». Innanzitutto, occorre rilevare che «K» è il risultato dell'analisi patrimoniale e che «R» risente delle tecniche di previsione, del processo di normalizzazione e dei fattori di sviluppo (da considerare o da escludere) tipici del metodo reddituale (ovviamente grande importanza riveste la coerenza tra i valori di «K» e «R» assunti nei calcoli).

□ Valore di «n». Nell'impostazione originaria del modello misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento, la definizione di «n» è l'essenza stessa del procedimento, basato su una limitata durata del reddito differenziale (anche definito sovrareddito), in quanto si suppone che le condizioni generatrici di reddito oltre la norma non possano durare a lungo e siano quindi destinate a estinguersi o ad attenuarsi nel corso di alcuni anni.

□ Valore di «i'» e «i''». Il tasso di interesse «i'» è, concettualmente, il tasso che consente



di determinare la misura del reddito differenziale. Il tasso di interesse «i», invece, è il saggio di attualizzazione del reddito differenziale medio in relazione al quale si pone il problema della misura che debba assumere in rapporto al tasso «i'», ossia se debba essere uguale, superiore o inferiore.

2.3. La data di riferimento della stima

In base all'art. 2473, terzo comma, c.c., la determinazione del valore della partecipazione deve essere riferita al «momento della dichiarazione di recesso». Tale momento deve essere ravvisato nella ricezione da parte della società (in linea generale, da parte degli amministratori) della comunicazione del socio della volontà di recedere. È, infatti, al verificarsi di tale evento che l'esercizio del recesso diventa conoscibile e quindi rilevante per l'organizzazione della società.

Nel caso di specie, il diritto di recesso è stato esercitato con lettera raccomandata del 26 gennaio 2018 e in corrispondenza di questa data dovrebbe predisporre la stima peritale ed il valore dell'intero patrimonio sociale e, per questa via, della partecipazione del socio recedente.

Verificato che il punto di partenza per le stime come quella oggetto del presente elaborato è il capitale netto di bilancio espresso dalla situazione patrimoniale a una data specifica, corrispondente alla data di riferimento della valutazione, indispensabile per lo svolgimento dell'analisi patrimoniale;

vista la difficoltà di avere una situazione contabile assestata a tale data;

accertata l'esistenza di un bilancio di esercizio alla data del 31/12/2017;

il sottoscritto ha ritenuto opportuno considerare, quale punto di partenza del processo di valutazione, la situazione patrimoniale alla data del 31 dicembre 2017.

3. L'analisi Patrimoniale

L'analisi patrimoniale costituisce un riferimento indispensabile del processo attraverso il quale si giunge alla determinazione del capitale economico aziendale, soprattutto come il caso di specie dove il valore aziendale è concentrato esclusivamente in una attività immobiliare ed il valore del bene assume valori relativi molto elevati rispetto agli altri beni. Nel caso di valutazioni ai fini di un recesso, poi, questo tipo di analisi è necessaria in quanto utilizzata dal legislatore lascia chiaramente trasparire la volontà di verificare l'effettiva consistenza delle attività e passività che figurano il patrimonio aziendale. Infatti date le modalità con cui è costruito il bilancio di esercizio non tutte le poste rilevanti

esprimono un reale valore di mercato.

Pertanto sarà necessaria la stima a valori correnti delle attività materiali; la stima dei crediti (con eventuale attualizzazione di alcuni di essi); l'attualizzazione (eventuale) dei debiti finanziari (con particolare riferimento ai debiti a medio-lungo termine caratterizzati da tassi non in linea con quelli di mercato); la determinazione degli oneri fiscali potenziali sulle plusvalenze che emergono dall'espressione a valori correnti di specifiche attività.

La revisione-correzione dei valori contabili e, più in generale, lo svolgimento di tutte le attività appena indicate, ha come punto di partenza il *capitale netto di bilancio*, espresso dalla situazione patrimoniale riferita al 31/12/2017.

3.1 L'analisi delle componenti patrimoniali attive

Le immobilizzazioni Immateriali

Le Immobilizzazioni Immateriali risultano essere iscritte al costo comprensivo degli oneri accessori, ed ammontano ad Euro 1.469 al netto dei fondi di ammortamento e riguardano oneri pluriennali sostenuti per l'ottenimento del mutuo.

I *costi pluriennali*, a differenza degli altri beni immateriali, sono costi che non sono imputati interamente a conto economico nell'esercizio in cui sono sostenuti. Il mantenimento tra le immobilizzazioni è permesso a condizione che ne sia verificata la capacità di produrre benefici economici futuri e, quindi, quelli che non sono suscettibili di generare un'utilità futura, in sede valutativa, devono essere annullati.

Per questo motivo visto che il valore delle immobilizzazioni immateriali si riferisce esclusivamente a costi pluriennali sostenuti per l'ottenimento di un mutuo a copertura di esigenze di cassa e già completamente utilizzato, in virtù di quanto sopra esposto, il perito stimatore ritiene di attribuire alle immobilizzazioni immateriali un valore pari a **Euro 0**.

Onere dello stimatore sarebbe anche quella nell'ambito di una valutazione patrimoniale complessa di andare a stimare elementi, i cosiddetti intangibili, non espressi dallo stato patrimoniale, ma intrinseci nella attività svolta dall'impresa, facciamo riferimento ad esempio marchi know how, autorizzazioni a svolgere particolari attività che determinano vantaggi competitivi rispetto ad altre aziende.

La dottrina consente la valorizzazione degli intangibili quando hanno la capacità di produrre benefici futuri nel tempo, sono cedibili a terzi e devono essere misurabili nel loro valore.

Dalle informazioni assunte non siamo a conoscenza dell'esistenza di intangibili aventi le caratteristiche sopra indicate, così come neppure di possibili autorizzazioni a svolgere ulteriori attività rispetto a quella di *soil washing* prevista dal contratto di affitto, attività per la quale lo stesso affittuario pare aver perso interesse, visto il sostanziale mancato utilizzo del bene.

Le Immobilizzazioni materiali

La stima delle immobilizzazioni tecniche materiali ha lo scopo di dare un valore corrente ai *beni già in uso dalla aziende*, e pertanto di dare un valore a beni non nuovi.

I beni per i quali esiste un mercato nell'usato e per i quali sono disponibili prezzi in relazione all'età e allo stato d'uso, sono normalmente stimati con il *criterio del prezzo corrente*, desunto appunto dal mercato.

Quando non esiste un mercato dell'usato si può utilizzare il *costo di ricostruzione* che è utilizzato quando la riproduzione rappresenta il modo più economico per rimpiazzare un bene ovvero *costo di sostituzione*, da impiegare quando non è materialmente possibile utilizzare il costo di riproduzione oppure tale criterio non è tecnicamente valido a causa delle innovazioni tecnologiche, è il costo necessario per costruire o acquistare fabbricati, macchine, impianti e accessori basati su tecnologie e materiali correnti, che siano in grado di rimpiazzare il bene in uso possedendone analoga capacità e resa e, in generale, la stessa utilità.

Il costo «a nuovo» dell'immobilizzazione dovrà essere deprezzato sia per l'usura fisica che caratterizza i beni, sia le diverse forme di obsolescenza (economica, operativa e funzionale) che essi presentano rispetto al nuovo.

Nella situazione patrimoniale alla data del 31 dicembre 2017 figurano le immobilizzazioni materiali per Euro 5.626.121,00 che sono esclusivamente i terreni e i fabbricati che sono oggetto del contratto di locazione immobiliare, unica attività esercitata. Il valore viene sostituito dall'importo determinato dal Geometra Arbuta che ha redatto specifica perizia a cui si rimanda interamente, ritenendo le valutazioni effettuate del tutto condivisibili, ad eccezione della svalutazione di € 70.000 riguardante le spese necessarie per il ripristino della funzionalità del bene. Il bene è in custodia all'affittuario fino a che il contratto di affitto rimane in essere il costo per le manutenzioni è a carica del BTT srl in quanto all'art. 6 recita testualmente *BTT dovrà curare a propria cura e spese ogni e qualsivoglia attività di manutenzione ...* ed ancora all'art. 8 ... *il conduttore si riconosce responsabile di ogni deterioramento, impegnandosi a pagare al momento di rilascio tutte le spese di ripristino del ed a restituire l'immobile locato in perfette condizioni di imbiancatura*

All'importo di € 1.924.000,00 riteniamo corretto aggiungere € 70.000,00 pari alla svalutazione per il ripristino ottenendo l'importo di **€ 1.994.000**.

I ratei risconti attivi

L'ammontare complessivo dei ratei e risconti attivi iscritti nella situazione patrimoniale al 31 dicembre 2017 è pari a Euro **145,73**.

La voce contabile risconti attivi generalmente è riferita a costi la cui manifestazione finanziaria è intervenuta in esercizi precedenti, ma la cui competenza economica era in parte riferibile anche all'esercizio in corso e/o nei successivi.

Trattasi a nostro avviso di costi per servizi sostenuti in via anticipata, una riserva di valori che daranno la loro utilità nell'esercizio futuro, pertanto viene mantenuto l'importo con la consapevolezza, dell'inserimento fatto secondo corretti principi contabili e che ipotesi di cessione d'azienda, e quindi continuità, gli importi sono da valorizzare per il saldo indicato in bilancio.

I crediti

I crediti verso clienti sono iscritti nell'attivo circolante e quindi secondo l'apprezzamento degli amministratori sono esigibili entro l'esercizio successivo, non esiste un fondo svalutazione crediti e sono suddivisi tra crediti verso il socio ECOETRUSCA per € 14.873,81 e per fatture da emettere € 381.373,19, presumibilmente nei confronti del conduttore l'immobile in affitto.

Compito dello stimatore è sicuramente verificare in prima istanza l'esistenza dei crediti esposti, dall'esame qualitativa non abbiamo motivi di dubitare che le fatture da emettere siano conformi al contratto sottoscritto, e anche se le informazioni ricevute ci evidenziano delle contestazioni in merito alla validità del contratto, l'evidenza che lo stesso è stato comunque eseguito non fa che confermare la corretta apposizione della posta nel bilancio.

Per quanto riguarda invece la congruità dei fondi svalutazione crediti sicuramente la valutazione dell'esigibilità e del presunto valore di realizzo è stata fatta dagli amministratori e dal collegio sindacale secondo corretti principi contabili e anche se l'ultimo bilancio approvato è quello del 2016, la situazione nel 2017 sembra non mutare e le motivazioni che hanno portato a non svalutare i crediti dovrebbero essere riproponibili.

Pur non avendo motivi di dubitare sulle valutazioni fatte dagli amministratori siamo di fronte ad un evidente squilibrio tra i crediti e i ricavi annuali, tali da far presupporre tempi di incasso oltre i 12 mesi. Atteso che in bilancio non risultano registrati interessi attivi che possano compensare il costo medio della raccolta per finanziare la dilazione ultrannuale, risulta indispensabile procedere ad una attualizzazione degli importi tenendo conto un incasso medio almeno pari a quello che risulta dall'applicazione della seguente formula

$$\text{Tempo medio di dilazione in anni} = \frac{(\text{crediti } n - 1 + \text{crediti } n) / 2}{\text{ricavi annui}}$$

Da cui otteniamo un incasso medio teorico di 5,5 anni.

Verificata quindi la difficoltà di incasso e che il conduttore effettua pagamenti dilazionanti nel tempo senza la rilevazione di interessi a carico riteniamo prudente almeno rettificarne



il valore sulla base della formula dell'attualizzazione semplice

$$V = C / [1 + (i * t)]$$

Dal calcolo vengono eliminati i crediti verso il socio Ecoetrusca che verranno sottratti dai debiti che la società ha verso lo stesso socio, per avere una maggiore omogeneità nelle scadenze.

Come tasso di interesse viene preso il costo medio dei debiti onerosi pari a 3,27%

Pertanto il valore attuale dei crediti verso clienti è pari € **322.723,98**

I crediti tributari sono acquisiti al valore nominale di € **1.430,00**

Le disponibilità liquide

La situazione patrimoniale al 31 dicembre 2017 espone una liquidità per complessivi Euro 866, corrispondenti a giacenze sui conti correnti intrattenuti presso le banche ed alle liquidità esistenti nelle casse sociali alla chiusura dell'esercizio e sono state valutate al valore nominale.

Il perito stimatore ritiene di mantenere la valutazione allo stesso valore espresso in bilancio e quindi per complessivi **Euro 866,00**.

3.2. L'analisi delle componenti patrimoniali passive

Le passività a breve termine

L'ammontare complessivo dei debiti alla data di chiusura del bilancio di esercizio chiuso al 31 dicembre 2017 ammonta ad Euro 464.873,98, importo riclassificato come esigibile entro l'esercizio successivo.

L'ammontare del debito risulta così costituito:

- ☐ Debiti verso banche Euro 149.510,06;
- ☐ Debiti verso Fornitori Euro 134.209,71;
- ☐ Debiti tributari Euro 44.248,01;
- ☐ Altri debiti Euro 136.906,20.

In linea di principio, anche le passività a breve termine dovrebbero essere valutate al loro *valore attuale* ottenuto scontando il valore nominale in base al tasso corrente di mercato.

Dal momento che trattasi di debiti destinati a essere estinti in un ristretto arco temporale è prassi assumere questi debiti al loro valore nominale, corrispondente al valore di bilancio, salvo i rarissimi casi in cui la rettifica sia realmente indispensabile.

Il perito dovrebbe accertare anche l'esistenza, eventuali prescrizione, e soprattutto se il valore nominale iscritto in bilancio coincida, effettivamente, con il loro valore di rimborso.

Non è stato possibile svolgere quest'ultima analisi per i motivi in precedenza indicati.

Il sottoscritto ha mantenuto gli stessi valori espressi dagli amministratori in bilancio con la

sottrazione in compensazione dei crediti verso Ecoetrusca eliminati dall'attivo. **Euro 450.000.**

Fondo per rischi e oneri

Nella situazione patrimoniale al 31 dicembre 2017 il Fondo per rischi e oneri risulta costituito nel 2013 per non precisati oneri legati al contenzioso con l'affittuario, che nonostante tutto ha continuato ad eseguire il contratto.

In particolare il fondo rischi accoglie gli accantonamenti derivanti da situazioni in corso caratterizzate da incertezza che potrebbero originare in futuro delle perdite o oneri la cui competenza economica è dell'esercizio in chiusura.

La valutazione del rischio deve prendere in considerazione il grado di certezza della situazione, dell'evento. Il principio contabile OIC 31 stabilisce le seguenti definizioni:

- 1- Evento probabile: quando il suo accadimento è ritenuto più verosimile rispetto a contrario, in base ad elementi oggettivi e attendibili anche se non certi.
- 2- Evento possibile: quando il suo accadimento è collegato ad un'eventualità che può verificarsi oppure no. In particolar modo secondo il principio in commento il grado di accadimento dell'evento è inferiore al probabile e si tratta di eventi contraddistinti da una ridotta probabilità di sopravvenienza.
- 3- Evento remoto: quando l'accadimento ha scarsissime possibilità di verificarsi, cioè potrebbe accadere solo in circostanze eccezionali.

La normativa vigente, in accordo con i principi contabili, prevede l'accantonamento ai fondi rischi unicamente nel caso di un evento certo o probabile. In caso di evento certo si dovrà iscrivere in bilancio un debito. In caso di evento probabile il fondo rischi ed oneri deve essere iscritto solo quando si riferisce ad accantonamenti per perdite o debiti:

- i) Di natura determinata;
- ii) Di esistenza certa o probabile;
- iii) Con data della passività indeterminata (ma stimabile);
- iv) Con ammontare indeterminato (ma stimabile).

Dalle notizie acquisite, dall'attuale esito del contenzioso che ha visto vittoriosa la società in esame, dal fatto della svalutazione dei crediti è stata già effettuata dal sottoscritto secondo altri criteri, riteniamo allo stato attuale il fondo rischi sostanzialmente una riserva occulta che ai fini di un prezzo di cessione dovrebbe essere eliminata, pur comprendendo

le motivazioni hanno consigliato agli amministratori il mantenimento di una tale posta in bilancio. Valore rideterminato: **Euro 0**

Le passività a lungo termine

- Ci troviamo di fronte a passività contratte nei confronti dei soci AAMPS SPA e Ecoetrusca srl il cui obbligo di rimborso scade oltre l'esercizio.
- Verificata l'applicazione di un tasso di interesse passivo su tali debiti, la valutazione è stata fatta al valore nominale non avendo elementi per andare a modificare l'importo iscritto in bilancio.

I ratei passivi

Nella situazione patrimoniale al 31 dicembre 2017 compare, infine, una voce residuale relativa a ratei passivi, pari ad Euro 10,18.

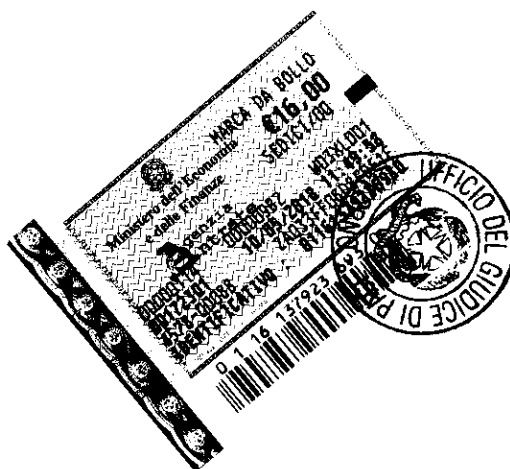
Tale posta contabile è riferita a costi di competenza dell'esercizio esigibili negli esercizi successivi

Il perito stimatore ritiene di non apportare alcuna rettifica, quindi ritiene di assumere ai fini della presente stima il valore espresso in bilancio pari ad **Euro 10,18**.

3.4. La determinazione del capitale netto rettificato

L'articolata opera di revisione delle componenti patrimoniali attive e passive fin qui svolta può essere opportunamente sintetizzata nel seguente prospetto riepilogativo nel quale i valori contabili alla data del 31 dicembre 2017 sono posti a confronto con quelli di stima. Dalla differenza tra il totale delle attività e delle passività stimate scaturisce, ovviamente, il capitale netto rettificato.

STATO PATRIMONIALE	valore contabile	valore corrente	Plus/Minus latenti
ATTIVITA'			
A) Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti	0,00	0,00	0,00
B) Immobilizzazioni	5.627.591,00	1.994.000,00	-3.633.591,00
I) Immobilizzazioni immateriali	1.470,00	0,00	-1.470,00
1) Costi di impianto e di ampliamento	1.470,00	0,00	-1.470,00
2) Costi di sviluppo			
3) Diritti di brevetto industriale e di utilizzo di opere dell'ingegno			
4) Concessioni, licenze, marchi e diritti simili			
5) Avviamento			
6) Immobilizzazioni in corso e acconti			
7) Altre ...			
II) Immobilizzazioni materiali	5.626.121,00	1.994.000,00	-3.632.121,00
1) Terreni e fabbricati	5.626.121,00	1.994.000,00	-3.632.121,00
2) Impianti e macchinario			
3) Attrezzature industriali e commerciali	0,00	0,00	0,00
4) Altri beni			
5) Immobilizzazioni in corso e acconti			
III) Immobilizzazioni finanziarie	0,00	0,00	0,00
C) Attivo circolante	398.543,00	325.019,98	-73.523,02
I) Rimanenze	0,00	0,00	0,00
II) Crediti	397.677,00	324.153,98	-73.523,02
1) Verso clienti			
- entro 12 mesi	381.373,00	322.723,98	-58.649,02
- oltre 12 mesi			
2) Verso imprese controllate			
- entro 12 mesi			
- oltre 12 mesi			
3) Verso imprese collegate			
- entro 12 mesi			
- oltre 12 mesi			
4) Verso controllanti			
- entro 12 mesi	14.874,00	0,00	-14.874,00
- oltre 12 mesi			
5) Verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti			
- entro 12 mesi			
- oltre 12 mesi			
5-bis) crediti tributari;			
- entro 12 mesi	1.430,00	1.430,00	
- oltre 12 mesi	0,00	0,00	
5-ter) imposte anticipate;			
- entro 12 mesi			
- oltre 12 mesi			
5-quater) Verso altri			
- entro 12 mesi	0,00	0,00	0,00
- oltre 12 mesi			
III) Attività finanziarie che non costituiscono immob.	0,00	0,00	0,00
IV) Disponibilità liquide	866,00	866,00	0,00
1) Depositi bancari e postali	866,00	866,00	0,00
2) Assegni			
3) Denaro e valori in cassa	0,00	0,00	0,00
D) Ratei e risconti	146,00	146,00	0,00
TOTALE ATTIVO	6.026.280,00	2.319.165,98	-3.707.114,02



PASSIVITA'	valore corrente	valore corrente	Plus/Minus latenti
B) Fondi per rischi e oneri	60.000,00	0,00	-60.000,00
1) Fondi di trattamento di quiescenza e obblighi simili			
2) Fondi per imposte, anche differite			
3) Strumenti finanziari derivati passivi			
4) Altri	60.000,00	0,00	-60.000,00
C) Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato	0,00	0,00	0,00
D) Debiti	663.209,98	648.336,17	-14.873,81
I) Obbligazioni			
1) Entro 12 mesi			
2) Oltre 12 mesi			
II) Obbligazioni convertibili			
1) Entro 12 mesi			
2) Oltre 12 mesi			
III) Debiti verso soci per finanziamenti			
1) Entro 12 mesi			
2) Oltre 12 mesi	198.336,00	198.336,00	0,00
IV) Debiti verso banche			
1) Entro 12 mesi	149.510,06	149.510,06	0,00
2) Oltre 12 mesi			
V) Debiti verso altri finanziatori			
1) Entro 12 mesi		0,00	0,00
2) Oltre 12 mesi			
VI) Acconti			
1) Entro 12 mesi			
2) Oltre 12 mesi			
VII) Debiti verso fornitori			
1) Entro 12 mesi	134.209,71	119.335,90	-14.873,81
2) Oltre 12 mesi			
VIII) Debiti rappresentati da titoli di credito			
1) Entro 12 mesi			
2) Oltre 12 mesi			
IX) Debiti verso imprese controllate			
1) Entro 12 mesi			
2) Oltre 12 mesi			
X) Debiti verso imprese collegate			
1) Entro 12 mesi			
2) Oltre 12 mesi			
XI) Debiti verso controllanti			
1) Entro 12 mesi	0,00	0,00	0,00
2) Oltre 12 mesi			
XI bis) Debiti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti			
1) Entro 12 mesi			
2) Oltre 12 mesi			
XII) Debiti tributari	44.248,01	44.248,01	0,00
1) Entro 12 mesi			
2) Oltre 12 mesi			
XIII) Debiti v/istituti di previdenza e di sicurezza sociale	0,00	0,00	0,00
1) Entro 12 mesi			
2) Oltre 12 mesi			
XIV) Altri debiti	136.906,20	136.906,20	0,00
1) Entro 12 mesi	0,00	0,00	0,00
2) Oltre 12 mesi			
E) Ratei e risconti	10,18	10,18	0,00
TOTALE PASSIVO	723.220,16	648.346,35	-74.873,81

Patrimonio netto	5.303.059,84
Saldo plus/minusvalenze latenti da situazione contabile	-3.632.240,21
Plusvalenze su beni in leasing ⁽¹⁾	
TOTALE plus/minus latenti	-3.632.240,21
Capitale netto rettificato (K)	

In definitiva, il capitale netto rettificato alla data del 31 dicembre 2017, rilevante ai fini dell'applicazione del metodo valutativo prescelto, è pari a Euro **1.670.819,63**

4. La stima autonoma dell'avviamento

4.1 Il reddito medio atteso

Determinato il capitale netto rettificato, procediamo alla stima autonoma dell'avviamento («G», Goodwill, ovvero Badwill) così come indicato nelle premesse, tenendo presente che la formula qui adottata è quella dell'attualizzazione limitata del reddito differenziale medio, espressa dalla seguente relazione:

$$(R - i'' K) a | n, i'$$

Per l'applicazione tale formula è necessario conoscere il valore di tutti gli elementi che la compongono («R», «i'», «i'», «n»), oltre a quello del capitale netto rettificato già determinato con l'analisi patrimoniale.

4.2. La tecnica di previsione adottata

Il primo di tali elementi è il reddito medio (o medio-normale) atteso («R»).

Verificato che il reddito da impiegare nella stima dell'avviamento è un reddito futuro, e che la gestione complessiva del contratto di affitto deriva in gran parte dalla presenza dei soci pubblici di maggioranza. E' evidenza che l'attività di gestione e affitto di un unico compendio immobiliare potrebbe essere svolta, a seguito dell'uscita dei soci pubblici, con sistemi forme e gestione del tutto più semplificate e meno costose. Ad esempio si può prevedere facilmente la trasformazione in società a responsabilità limitata e l'eliminazione delle collegio sindacale.

Di seguito andremo a determinare un reddito futuro che si può attendere un possibile acquirente privato nei prossimi anni e più precisamente sino alla data conclusione del contratto di affitto in essere, partendo dall'assunto che la società potrà continuare a svolgere la medesima attività immobiliare in ipotesi di minimizzazione dei costi di esercizio e gestione.

La principale metodologia per determinare il reddito futuro risulta essere l'analisi dei conti economici storici, fondata sulla considerazione dei risultati economici prodotti dall'azienda nel recente passato. Naturalmente, i dati storici devono essere opportunamente elaborati, soprattutto al fine di eliminare punte positive e negative nelle misure reddituali così come eventi eccezionali non più riproducibili.

Dall'esame dei bilanci 2015/2016/2017 si evidenzia una sostanziale uniformità della struttura dei costi e dei ricavi tali da ritenere sufficiente andare a normalizzare il conto economico dell'esercizio più recente, unico esercizio per il quale il sottoscritto ha avuto a disposizione una situazione contabile dettagliata.

Ai fini della determinazione di un probabile valore aziendale si è ritenuto prudente proiettare i risultati nei prossimi 6 anni, periodo durante il quale è probabile che la società debba comunque mantenere la sua connotazione di impresa immobiliare ed eseguire il contratto di affitto in essere.

4.3. La normalizzazione dei risultati storici

Il processo di normalizzazione è una complessa elaborazione il cui scopo, come noto, è quello di trasformare il risultato economico di bilancio in un dato capace di esprimere, effettivamente, la capacità di reddito sottrarre alla accidentalità una serie di componenti di reddito, in modo da ricondurli a un rapporto di effettiva causalità sia con l'attività caratteristica dell'azienda, sia con il periodo di riferimento:

- ☐ l'eliminazione o la redistribuzione dei componenti straordinari di reddito;
- ☐ l'eliminazione di costi e ricavi estranei alla gestione;
- ☐ l'aggiunta (eventuale) di costi latenti;
- ☐ la neutralizzazione di politiche di bilancio distorsive;
- ☐ la correzione dell'incidenza fiscale sui risultati di bilancio.

Ricavi di vendita.

I ricavi sono stati accettati per l'importo dell'ultimo esercizio, non sono stati presi in considerazione altri tipi di ricavi nell'assunto che per i prossimi 6 anni i ricavi della rimarranno stabilizzati sui minimi previsti dal contratto, non essendo ipotizzabile un incremento della fatturazione sulla base dello svolgimento di fattive attività economiche da parte dell'affittuario, né per le attività previste, né per altre e nuove attività, allo stato attuale solo futuribili. € 96.518

Costi per servizi

Professore Franco Pardini
Dottor Alessandro Carrara
Dottor Andrea Pardini
Dottoressa Rita Belloni

Sono stati eliminati i costi per il collegio sindacale sull'ipotesi che il mantenimento della spa sarà una scelta del socio privato, in quanto lo strumento della forma giuridica di spa appare sproporzionato rispetto alle attività svolta e i volumi realizzati (variazione €-6.019,52). Per la stessa motivazione si può presupporre anche una possibile riduzione dei costi amministrativi da valutarsi intorno al 25%, la riduzione potrebbe essere maggiore in situazione di incorporazione o fusione in altra società (variazione €-2469)

Oneri diversi di gestione

Importo normalizzato escludendo componenti straordinarie, quali sanzioni, spese per ravvedimento operoso relative a situazioni eccezionali (variazione €-1260)

Interessi passivi

Anche gli interessi passivi sono stati corretti dalle componenti straordinari come gli interessi di mora (variazione € -115).

Il punto di maggior rilievo in tema di normalizzazione riguarda la neutralizzazione delle politiche di bilancio giudicate distorsive rispetto al fine di una corretta misura (in senso contabile) dei risultati conseguiti. La questione va valutata in rapporto alle fondamentali stime di bilancio e, quindi, in relazione alle politiche relative agli ammortamenti, alle rimanenze, ai fondi rischi, e così via. In linea di principio, la «correzione» deve essere ispirata all'adozione di soluzioni tecnicamente razionali, escludendo qualsiasi intento contrastante con un'equilibrata e «neutrale» determinazione del risultato di periodo. In questa prospettiva, sono senz'altro da eliminare intenti riduttivi del reddito imponibile ai fini tributari, così come vanno corrette scelte obbligate, in base a norme fiscali, che distorcono i risultati di bilancio.

Ammortamenti

Nel caso specifico, ai fini della determinazione dei corretti ammortamenti, si ritiene di dovere far riferimento ai valori delle immobilizzazioni tecniche, così come indicati dal perito stimatore del compendio immobiliare è così come rettificato ai fini della valutazione patrimoniale, in quanto i valori di bilancio degli immobili non risulterebbero ormai più attuali.

Pertanto l'importo di 1.994.000 viene scomposto nella quota terreno, così come determinato dal perito (219.000) e la parte residua viene ammortizzata prudenzialmente tra il minore periodo di tempo di vita dell'immobilizzazione indicato dal perito stimatore del compendio immobiliare. Per le strutture viene considerata una vita utile di 60 anni, mentre per gli impianti 40 anni, pertanto prudenzialmente viene preso a riferimento una



quota di ammortamento calcolata su un periodo di 40 anni per gli impianti. Con la consapevolezza che anche in un periodo così lungo il valore di un bene immobile non potrà mai andare a zero, e le quote di ammortamento così determinate manterranno una riserva di valori che andrà a favore della parte acquirente.

Imposte

Un aspetto spesso rilevante del processo di normalizzazione è rappresentato anche dalla correzione dell'incidenza fiscale sui nuovi risultati di bilancio.

Mentre si è preferito non introdurre elementi di fiscalità differita, si è proceduto alla rideterminazione della fiscalità corrente Ires e Irap secondo le aliquote vigenti al reddito fiscale normalizzato e al valore della produzione netto, senza considerare la normativa sulle società non operative, o sull'ACE, che presuppongono informazioni non conosciute dal sottoscritto.

Sulla base delle regole sinteticamente descritte, e tenuto conto delle limitate informazioni rinvenibili nelle note integrative, il sottoscritto ha proceduto alla normalizzazione del reddito relativo all'ultimo esercizio anteriore alla data del recesso.

Le rettifiche in aumento e in diminuzione dei singoli risultati economici che il processo di normalizzazione ha comportato sono riepilogate nel seguente prospetto di sintesi.



	normalizzazione	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Conto economico	n	n	n-1	n-2
A) Valore della produzione	96.518,00	96.518,00	98.565,00	96.446,00
1) Ricavi delle vendite e delle prestazioni	96.518,00	96.518,00	96.445,00	96.445,00
2) Variazione delle rim. di prodotti in lavoraz., semilav. e finiti				
3) Variazioni dei lavori in corso su ordinazione				
4) Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni				
5) Altri ricavi e proventi	0,00	0,00	2.120,00	1,00
B) Costi della produzione	91.277,32	123.915,00	126.218,00	121.454,00
6) Per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	0,00	0,00	0,00	0,00
7) Per servizi	7.562,75	16.051,00	15.356,00	15.262,00
8) Per godimento di beni di terzi	0,00	0,00	0,00	0,00
9) Per il personale	0,00	0,00	0,00	0,00
a) salari e stipendi	0,00	0,00	0,00	0,00
b) oneri sociali	0,00	0,00	0,00	0,00
c) trattamento di fine rapporto	0,00	0,00	0,00	0,00
d) trattamento di quiescenza e simili	0,00	0,00	0,00	0,00
e) altri costi del personale	0,00	0,00	0,00	0,00
10) Ammortamenti e svalutazioni	44.360,05	67.249,00	67.250,00	67.249,00
a) ammortamenti delle immobilizzazioni immateriali		267,00	268,00	267,00
b) ammortamenti delle immobilizzazioni materiali	44.360,05	66.982,00	66.982,00	66.982,00
c) altre svalutazioni delle immobilizzazioni				
d) svalutazioni crediti dell'attivo circolante e disp. liquide	0,00			
11) Variazioni delle rim. di mat. prime, suss., di consumo e merci				
12) Accantonamento per rischi				
13) Altri accantonamenti				
14) Oneri diversi di gestione	39.354,52	40.615,00	43.612,00	38.943,00
Differenza tra valore e costi della produzione (A-B)	5.240,68	-27.397,00	-27.653,00	-25.008,00
C) Proventi e oneri finanziari	-4.134,66	-4.250,00	-4.990,00	-5.921,00
15) Proventi da partecipazioni				
16) Altri proventi finanziari	0,00	0,00	7,00	54,00
17) Interessi e altri oneri finanziari	4.134,66	4.250,00	4.997,00	5.975,00
17bis) Utili e perdite su cambi	0,00	0,00	0,00	
D) Rettifiche di valore di attività e passività finanziaria	0,00	0,00	0,00	0,00
18) Rivalutazioni				
19) Svalutazioni				
E) Proventi e oneri straordinari	0,00	0,00	0,00	0,00
20) Proventi				
21) Oneri			0,00	
Risultato prima delle imposte	1.106,02	-31.647,00	-32.643,00	-30.929,00
20) Imposte sul reddito dell'esercizio	265,44	46,00	0,00	105,00
a) Imposte correnti	265,44	46,00	0,00	105,00
b) Imposte differite (anticipate)	0,00	0,00	0,00	
21) Utile (Perdita) dell'esercizio	840,58	-31.693,00	-32.643,00	-31.034,00

Il reddito medio atteso futuro da assumere al fine della stima autonoma dell'avviamento è pari a € 840,58.

4.4. Il costo del capitale

La stima del tasso di attualizzazione (o di capitalizzazione) «r» da applicare al capitale

netto rettificato nella formula dell'attualizzazione limitata del reddito differenziale medio consiste, secondo le più recenti concezioni al riguardo, nella stima del costo del capitale o, detto in altri termini, nella stima del tasso di rendimento del capitale di rischio per l'azienda oggetto di valutazione.

- La scelta di questo tasso, è bene subito rilevarlo, rappresenta un elemento essenziale di tutto il procedimento valutativo poiché laddove si applichino, come nel caso di specie, metodi fondati sui flussi reddituali attesi, errori, anche lievi nella scelta dei tassi, possono comportare variazioni sensibili nel valore finale attribuito all'azienda.

D'altra parte, il costo del capitale, contrariamente a quel che si potrebbe immaginare, non è affatto una misura oggettiva fornita dal mercato. Tale grandezza è frutto, invece, di una stima complessa e articolata non esente da scelte discrezionali, con la conseguenza che esso può risentire di elementi di soggettività più o meno marcati secondo l'approccio adottato dal valutatore.

Nelle valutazioni fondate sui flussi (come è nel caso di specie quella riguardante la stima autonoma dell'avviamento), la scelta di questo tasso deve rispondere a due fondamentali principi:

- il principio della sostituibilità dell'investimento, secondo il quale il tasso deve essere allineato al rendimento ottenibile da investimenti della medesima classe di rischio (costo-opportunità del capitale);
- il principio della coerenza con i flussi di risultato attesi, secondo il quale il tasso deve essere coerente con i flussi di risultato prospettici normalizzati separatamente determinati.

$$i'' = R_f + (R_m - R_f) * \beta$$

Il tasso di attualizzazione (i'') utilizzato incorpora il compenso derivante dal semplice trascorrere del tempo sostanzialmente pari al rendimento riconosciuto ad attività prive di rischio - Risk Free (R_f) ed altresì l'adeguata remunerazione del rischio sopportato - Premio per il Rischio $\beta * (R_m - R_f)$.

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

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

- condizioni generali: congiuntura economica, inflazione, situazione politico-sociale del paese ecc.
- condizioni settoriali: struttura del mercato di appartenenza, condizioni varie di instabilità del settore, ecc.
- condizioni aziendali: solidità patrimoniale, livello e composizione dell'indebitamento, situazione di liquidità con annesse condizioni di pagamento e di incasso, variabilità dei risultati operativi della gestione, parco clienti, ecc.:

Relativamente ai parametri di base per la determinazione tasso di attualizzazione del sovrareddito (i), il tasso di rendimento netto delle attività prive di rischio è stato determinato pari al 2,06 % e corrisponde al rendimento lordo dei BTP a 10 anni emessi nell' asta del 31/01/2018 (Fonte. Banca d'Italia).



Ministero dell'Economia e delle Finanze

Risultati Asta: BTP 10 ANNI
Data: 30/01/2018 - 31/01/2018

Codice ISIN	IT0005323032
Tranche	1° - 2°
Cedola	2,00%
Data Emissione	01/02/2018
Data Scadenza	01/02/2028
Data Asta	30/01/2018
Data Regolamento	01/02/2018
Importo Max Offerto	4.500.000
Importo Min Offerto	4.000.000
Importo Richiesto	5.647.117
Importo Assegnato	4.500.000
Prezzo di Aggiudicazione	99,55
Rapporto di Copertura	1,25
Rendimento Lordo	2,06%
Dietimi gg.	-
Prov. di Collocamento	0,35%
Prezzo Nettisti	99,550000
Prezzo Fiscale	99,550
Importo Offerto Specialisti	1.350.000
Importo Richiesto Specialisti	962.736
Importo Assegnato Specialisti	962.736

Mentre premio per il rischio degli investimenti in Italia (nella formula $rm-rf$), attualmente è pari a 7.27%, fonte Aswath Damodaran (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>). La stima è basata sul rating Italia di Moodys (www.moodys.com) - Baa2.



Country	Italy
Moody's sovereign rating	Baa2
S&P sovereign rating	BBB
CDS spread	1,81%
Excess CDS spread (over US CDS)	1,42%
Country Default Spread (based on rating)	1,95%
Country Risk Premium (Rating)	2,19%
Equity Risk Premium (Rating)	7,27%

Il coefficiente «beta» (β), esprime l'esposizione dell'impresa a fonti di rischio sistematico, cioè a eventi che hanno impatto sul rendimento del portafoglio di mercato. In questa prospettiva, il coefficiente «beta» può essere inteso come il legame fra le determinanti macro e microeconomiche del premio per il rischio azionario.

Da un punto di vista statistico, il coefficiente β rappresenta la covarianza standardizzata degli extrarendimenti del titolo rispetto all'extrarendimento del portafoglio di mercato.

Il calcolo di tale coefficiente si basa sull'assunto che i rischi connessi all'investimento in una qualsiasi azienda sono legate a componenti dell'azienda stessa e a componenti sistematiche del settore in cui opera. Il coefficiente «beta» costituisce, appunto, un indicatore del rischio non diversificabile che è riflesso dalla maggiorazione per il rischio azionario. Valori di β maggiori di uno corrispondono, come noto, ad alti rischi per il titolo (e l'azienda) considerato, nel senso che esso eccede il rischio generico di mercato, mentre valori di β inferiori a uno hanno un significato opposto. In qualsiasi mercato, il campione di aziende rappresentativo assume, per definizione, β uguale a uno.

Il coefficiente β trattandosi di società non quotata e non comparabile con società quotate dello stesso settore, è stato, in prima ipotesi, assimilato al β del settore levered "0,63". Questo importo, considerato plausibile per il settore immobiliare anche dal Trattato sulla valutazione delle aziende - L. Guatri, è stato rettificato dalla minore rischiosità dell'impresa oggetto della presente valutazione, rispetto normale mercato immobiliare, in quanto, nel periodo limitato preso a riferimento esistono chiare certezze in merito all'importo dei ricavi e alla struttura dei costi. Riducendosi l'alea di incertezza il β della Piattaforma biscottino è stato considerato pari a 0,50. Ovviamente la rischiosità aumenterebbe se si volesse andare ad attualizzare redditi degli anni successivi, in quanto, a fronte della scadenza del contratto, insorgerebbe anche una importante aleatorietà sui ricavi.

Tasso free risk lordo
Ritenuta fiscale sul rendimento
Tasso di inflazione atteso
Tasso free risk r

2,060%
12,500%
1,200%
0,603%

β	0,50
r_m	7,87%
r_f	0,60%
s	3,64%

$$I'' = r_f + s$$

Il tasso di rendimento del capitale di rischio (o costo del capitale o tasso di attualizzazione del reddito differenziale medio) utilizzato nella formula dell'attualizzazione limitata del reddito differenziale medio al fine della stima autonoma dell'avviamento della società Piattaforma Biscottino SpA è pari, pertanto, al 4,24%.

Il tasso di attualizzazione del reddito differenziale

Nella formula di attualizzazione limitata del profitto differenziale medio scelta dal sottoscritto come cardine della presente valutazione, il tasso «d» rappresenta il saggio al quale attualizzare, per un certo numero di anni, il reddito differenziale medio (o sovrareddito) ed esprime il rischio che tale reddito differenziale possa non ripetersi nel tempo.

Esso va inteso come il puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo. E' indipendente da problemi di rischio specifico dell'impresa e si collega a parametri finanziari "free risk" (es. al tasso di rendimento dei titoli di stato per corrispondenti durate), potendo aumentare tale risultato della componente "maggiorazione per l'investimento azionario".

Tasso free risk (r)	0,60%
Premio per investimento azionario ERP	7,27%
Tasso di attualizzazione (i)	7,87%

4.5.L'avviamento secondo la formula dell'attualizzazione limitata del reddito differenziale medio

L'articolata disamina svolta in questo capitolo consente ora di disporre di tutte le informazioni necessarie per procedere alla stima autonoma dell'avviamento (G, goodwill) secondo la formula dell'attualizzazione limitata del reddito differenziale medio, espressa dalla seguente relazione:

$$(R - i'' K) a | n, i''$$

Dove:

- ☐ il capitale netto rettificato «K» è stato stimato in misura pari a **Euro 1.670.819,63;**

- ☐ il reddito medio atteso «R» è stato stimato in misura pari a **Euro 1.336,68** ;
- ☐ il costo del capitale (o tasso di rendimento del capitale) «i» è stato assunto in misura pari al 4,24%;
- ☐ il tasso di attualizzazione del reddito differenziale «i» è stato assunto in misura pari al 7,87 %;
- ☐ il numero di anni di durata del reddito differenziale «n» è stato assunto in misura pari a 6 anni.

Dal momento che $R - i^n K$ assume un risultato negativo pari a -69.464,30 la sua attualizzazione non può che portare ad un avviamento negativo, cosiddetto Badwill, di € - 322.370,98.

Sostituendo il valore delle singole variabili nella formula sopra richiamata, si ottiene una stima dell'avviamento – da aggiungere al capitale netto rettificato per ottenere la valutazione complessiva del capitale economico aziendale – pari a Euro **1.345.044,00**.

5. Conclusioni: Il capitale economico di PB SPA e il valore della quota di partecipazione della soc. AAMPS SPA

Secondo la logica del criterio valutativo prescelto è ora possibile procedere alla determinazione del valore della quota di partecipazione del socio recedente Aamps Spa. Tenuto conto che nel caso di specie, secondo la preferibile interpretazione dell'art. 2473, terzo comma, non trova applicazione la rettifica per sconto di minoranza, il valore della quota di partecipazione di AAMPS SPA deve essere determinato applicando la percentuale del 37,60 % al valore del capitale economico pari ad euro 1.345.044,00, ottenendo in questo modo l'importo di **Euro 505.736**.

Verificato il brevissimo tempo intercorso dalla data di riferimento della documentazione e la mancanza di notizie su fatti accaduti successivamente che potrebbero modificare le valutazioni fatte, il sottoscritto perito, in esecuzione del mandato conferitogli, afferma che la valutazione della quota sociale è stata eseguita con imparzialità, ed obiettività, al fine di determinarne il valore corrente alla data del (26/01/2018,) e attesta, che il valore patrimoniale della quota del 37,60% della società Piattaforma Biscottino Spa è pari a EURO **505.736**.

Livorno, 26/04/2018

Dott. Alessandro Carra

TRIBUNALE DI LIVORNO
UFFICIO DEL GIUDICE DI PACE

1067/2018

Verbale di asseverazione

Oggi, nel giorno 10, del mese di maggio 2018, negli uffici dell'intestato Tribunale, davanti al

Ufficio del Giudice di Pace
di Livorno

sottoscritto ~~Direttore Amministrativo~~ personalmente comparso il Dott. Alessandro Carrara,

nato a Livorno (LI), il 21/10/1970 CF CRRLSN70R21E625X e residente in Livorno (LI), piazza

id. TO con C.F. A.Y. 2315483 n. 114 ~~Carrara~~ ~~4-9-2012~~

185° RGT ART. Folgore n. 12, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti di Livorno al n. 402,

che richiede di asseverare con giuramento la relazione di stima della quota posseduta nel capitale

della società Piattaforma Biscottino SpA con sede a Collesalveti (LI), strada statale 67 bis km.

17,300 cap 57014 in Via G.B. Foggini n.26/28, dalla società AAMPS S.P.A., stima riferita alla data

del 26 gennaio 2018.

Previa ammonizione di legge, abbiamo deferito al perito il giuramento di rito, che il medesimo

presta ripetendo le parole della formula "Giuro di aver bene e fedelmente adempiuto alle operazioni

affidatemi, al solo scopo di far conoscere ai giudici la verità".

Letto, confermato e sottoscritto.

Il Giudice di Pace



IL DIRETTORE AMMINISTRATIVO
D.ssa Carla Semeraro

Il perito

Dott. Alessandro Carrara