

dott.ssa Margherita Degrassi
Piazza Castello n. 5
20121 Milano
Tel. 0286465051 – Fax 0286465035
e-mail : margherita.degrassi@studiodegrassi.net

TRIBUNALE ORDINARIO DI MILANO
III SEZIONE CIVILE ESECUZIONE MOBILIARE
GIUDICE DOTT.SSA SIMONA CATERBI
RUOLO GENERALE 6352/2017
PROMOSSA DA BTA S.R.L.
CONTRO [REDACTED]
PERITO DOTT.SSA MARGHERITA DEGRASSI

CONSULENZA TECNICA PER LA VALUTAZIONE DELLE
QUOTE POSSEDUTE DA [REDACTED] NELLA SO-
CIETA' BTA S.R.L.

MILANO, 20 NOVEMBRE 2018



Sommario

1. L'INCARICO RICEVUTO	3
1.1. Premessa	3
2. DESCRIZIONE DELL'AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE	6
2.1. BTA s.r.l.....	6
2.2. Descrizione del compendio immobiliare di proprietà della Società	6
3. CRITERI DI VALUTAZIONE DELLE AZIENDE.....	8
3.1. I criteri di valutazione delle aziende (cenni).....	8
3.2. I criteri di valutazione delle aziende individuati dalla dottrina economico-aziendale e dalla tecnica professionale.....	12
3.3. La scelta del criterio di valutazione nel caso di specie.....	20
4. LA VALUTAZIONE DELLA SOCIETA' BTA S.R.L. CON IL METODO PATRIMONIALE SEMPLICE	22
4.1. Premessa.....	22
4.2. La descrizione dell'applicazione del metodo patrimoniale semplice: a) la riespressione a valori correnti del valore del compendio immobiliare	22
4.3. La descrizione dell'applicazione del metodo patrimoniale semplice: b) la riclassificazione dei finanziamenti soci tra le poste del Patrimonio netto.....	25
4.4. Il valore di BTA s.r.l. al 30 settembre 2018 secondo il metodo patrimoniale.....	26
5. LA VERIFICA DELL'ESISTENZA DI EVENTUALI DIRITTI DI PRELAZIONE DEGLI ALTRI SOCI O RISERVA DI GRADIMENTO.....	29
5.1. Premessa.....	29
5.2. L'esito della verifica effettuata	29
6. CONCLUSIONI	30



1. L'INCARICO RICEVUTO

1.1. Premessa

La sottoscritta dott.ssa Margherita Degrassi, dottore commercialista, con studio in Milano Piazza Castello n. 5 - Tel. 0286465051, è stata nominata in data 16 maggio 2018 dal Giudice Dott. Simona Caterbi, perito estimatore per procedere alla valutazione delle quote del capitale sociale di proprietà di [REDACTED] [REDACTED] nella società BTA S.r.l., oggetto di pignoramento da parte della stessa BTA S.r.l..

Il quesito posto dal Giudice è il seguente: *“Letti gli atti, sentite le parti ed i loro consulenti, acquisiti i documenti necessari:*

- *stimmi il valore delle quote sociali di proprietà del debitore Abbate relative alla società BTA s.r.l., secondo i criteri civilistici e contabili di bilancio;*
- *verifichi altresì l'eventuale esistenza di diritti di prelazione degli altri soci o di riserva di gradimento”.*

Nell'udienza del 13 giugno 2018, dopo aver prestato il giuramento secondo la formula di rito, la sottoscritta ha fissato l'inizio delle operazioni peritali per il giorno 18 luglio 2018 alle ore 15,00 presso il proprio studio in Milano Piazza Castello n. 5.

Il Perito, letti i fascicoli di parte, ha richiesto alla BTA S.r.l. la documentazione necessaria per poter procedere alla valutazione della quota pignorata pari al 29,44% (per un valore nominale pari ad Euro 2.944) del capitale sociale della BTA S.R.L. detenuta dal signor [REDACTED]

La BTA S.r.l. ha consegnato la documentazione richiesta.



Le parti hanno nominato i propri C.T. come segue:

- per la parte attrice BTA S.R.L. è stato nominato il dott. [REDACTED]

[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]

- per la parte convenuta [REDACTED] è stato nominato il

[REDACTED]
[REDACTED] [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED]
[REDACTED] [REDACTED] [REDACTED]
[REDACTED]

Nel corso della riunione di avvio delle operazioni peritali è stata esaminata la documentazione messa a disposizione dalla società BTA S.r.l. al perito.

Si sono quindi tenuti diversi incontri peritali.

Constatato che nel patrimonio societario è presente un compendio immobiliare, attualmente occupato dalla [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED], il C.T.U. previo accordo, ha effettuato un accesso con i C.T. di parte al fine di visionare lo stesso.

Il Perito invitava i C.T. di parte a produrre, se in loro possesso, una relazione descrittiva del compendio immobiliare comprensiva di una valutazione a data recente, che tenga altresì conto delle passività potenzialmente esistenti sul compendio stesso in relazione allo stato di manutenzione, utilizzo, bonifica da effettuare, ecc..

Entrambe le parti hanno consegnato al C.T.U. una propria stima valutativa del compendio immobiliare con i relativi allegati.



Le parti, in occasione della riunione peritale del 10 ottobre 2018, davano atto che erano in corso trattative per la definizione della presente controversia che, tuttavia, allo stato non hanno avuto esito positivo.

Il C.T.U. in occasione dell'incontro peritale del 6 novembre 2018 ha acquisito, d'accordo con le parti, ulteriore documentazione relativa al complesso immobiliare comune di Mezzegra e Tremezzo ed ha richiesto che le parti - in contraddittorio tra loro - chiariscano la quantificazione dei valori al m³, indicati dal Geom. ██████████ (per la parte ██████████) nella perizia del 10 ottobre 2018. Il C.T.U. ha altresì richiesto chiarimenti in ordine ad alcune poste di cui al bilancio al 31 dicembre 2017 della B.T.A. S.r.l. nonché l'invio della situazione contabile al 30 giugno 2018 e al 30 settembre 2018.

Nell'ultimo incontro tenutosi in data 20 novembre 2018 le parti hanno confermato che le trattative allo stato non si erano concretizzate.



2. DESCRIZIONE DELL'AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE

2.1. BTA s.r.l.

La BTA s.r.l. ha sede in Milano, Via Lodovico il Moro 115, ed è iscritta al Registro delle Imprese Milano al n. 05939870969; Repertorio Economico Amministrativo n. MI 1861310.

Il capitale sociale ammonta ad Euro 10.000, la Società è assoggettata all'attività di direzione e coordinamento da parte della società [REDACTED]

2.2. Descrizione del compendio immobiliare di proprietà della Società

Il principale componente attivo del patrimonio aziendale della Società è costituito da due lotti immobiliari: il primo è ubicato nella zona semicentrale del Comune di Tremezzina sezione Tremezzo in Via S. Abbondio e Via Regina Teodolinda (lotto A); il secondo è ubicato nella zona semicentrale del Comune di Tremezzina seziona Mezzegra esteso dalla via Statale SS340 alla Via Regina Teodolinda (lotto B).

Per entrambi i lotti sono state rilevate difformità catastali che dovranno essere regolarizzate.

Fanno parte del compendio immobiliare, oltre ai terreni:

- un opificio dismesso ed in avanzato stato di degrado (lotto A);
- un edificio collabente (lotto A);
- un capannone/tettoia (lotto A);
- un capannone dismesso (lotto B);



- un edificio collabente (lotto B).

I terreni del compendio immobiliare sono edificati per quasi la loro totalità ad eccezione delle aree pertinenziali.

Gli edifici presenti sono in scarso stato di manutenzione e conservazione ed attualmente sono fatiscenti e presentano altresì evidenti crolli strutturali interni. Alcuni edifici sono inaccessibili a causa di cedimenti strutturali visibili.

I due lotti rientrano nell'ambito dei Piani di Recupero previsti dai vigenti Piani di Governo del Territorio dei Municipi di Mezzegra e Tremezzo – Compendio SS 340 Regina sino al lago e monte e a valle della Via A. Colombo.

La fascia a lago è di proprietà demaniale e data in concessione.

E' stato rappresentato al Perito che il compendio immobiliare in oggetto è sottoposto a vincolo paesistico ambientale e che potrebbe essere oggetto di intervento di recupero e di riqualificazione.

La sottoscritta, effettuati gli opportuni accertamenti, analizzata la documentazione ricevuta e quella depositata agli atti, assunte le informazioni e svolte le indagini presso operatori e tecnici immobiliari al fine di individuare i prezzi correnti del mercato immobiliare nella zona interessata, effettuato l'accesso presso l'immobile in carico alla società, ha provveduto a redigere, con riferimento alla data del 30 settembre 2018, la presente relazione.



3. CRITERI DI VALUTAZIONE DELLE AZIENDE

3.1. I criteri di valutazione delle aziende (cenni)

La valutazione di un'azienda funzionante, è un'operazione abbastanza articolata e difficoltosa, poiché oggetto della valutazione è un complesso economico operante, cioè una coordinazione produttiva caratterizzata:

- da una certa struttura patrimoniale, formata da un insieme coordinato di beni ed eventualmente gravata da determinati debiti, che rappresentano lo “strumento” mediante il quale si attua la produzione di impresa;
- da una serie di fattori e condizioni immateriali, interni ed esterni, che condizionano la capacità dell'azienda di produrre in modo economico, cioè la sua maggiore o minore attitudine a produrre reddito: questi elementi sono quelli che vengono indicati come fattori di avviamento.

Quindi il valore economico di un complesso aziendale deve determinarsi tenendo presenti contemporaneamente entrambi gli aspetti indicati, e cioè il valore patrimoniale dell'azienda e il valore dell'avviamento.

Il patrimonio è costituito dall'insieme delle condizioni produttive che pervengono all'impresa, il cui assetto si configura sulla base della sua composizione quali-quantitativa e delle relazioni, anche dinamiche, che si dispiegano tra i singoli componenti o classi di componenti.



Colto nella dimensione economica, il patrimonio assume valutazioni differenti secondo le ipotesi formulate circa gli svolgimenti della gestione futura.

E' d'obbligo, al fine di verificare il valore di un'azienda, analizzare la sua configurabilità economica e quindi giuridica.

Ai sensi dell'articolo 2555 del codice civile l'azienda è il «complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa».

L'azienda, sul piano funzionale, è uno strumento, mentre sul piano giuridico è un oggetto : per l'esercizio dell'attività imprenditoriale, che è attività organizzativa dei fattori della produzione, l'imprenditore opera con un complesso di beni che costituiscono lo strumento e, in un certo senso, l'oggetto del suo “lavoro organizzativo”. L'azienda è, appunto, questo complesso di beni che rappresenta, secondo la formula utilizzata nella relazione illustrativa al codice civile, la “proiezione patrimoniale” dell'impresa.

In altri termini, l'azienda può essere definita come *«l'organizzazione nella quale l'attività imprenditrice si concretizza; l'organismo tecnico-economico mediante il quale si realizza la coordinazione dei fattori della produzione cui l'impresa presiede»*.

Se si ipotizza la continuità della gestione aziendale con il medesimo assetto proprietario, la configurazione a valori del patrimonio netto è denominata capitale di funzionamento; essa è rappresentata dallo stato patrimoniale del bilancio d'esercizio e la sua



determinazione è strumentale alla corretta misurazione del risultato economico di periodo, quindi i criteri di valutazione delle attività e delle passività appaiono condizionati dalla predetta finalità.

Se si ipotizzano, invece, la cessazione dell'attività aziendale e lo scioglimento della società attraverso la liquidazione del patrimonio, si determina il capitale di liquidazione. Questo è inteso come un semplice aggregato di valori, poiché con la liquidazione vengono meno tutte le relazioni di complementarità e interdipendenza tra i fattori produttivi che sono valutati singolarmente in base al valore di netto realizzo per stralcio, in quanto si modifica la loro destinazione economica, da condizioni riguardanti i processi di produzione economica a semplice oggetto di scambio.

Ancora, se si ipotizza la continuità della gestione aziendale, ma con un differente assetto azionario o proprietario, realizzato tramite la cessione delle quote o azioni sociali, la cessione del patrimonio dell'azienda, la trasformazione o la fusione in altra realtà aziendale, diventa rilevante il capitale economico inteso quale valore di capitale d'impresa ritenuto come investimento unitario atto a produrre reddito. La determinazione del capitale economico avviene sulla base della presunta corrente di reddito che l'azienda si dimostra in grado di produrre, considerato il rendimento degli investimenti alternativi, il grado di rischio e di liquidabilità rispettivamente dell'attività e del capitale d'impresa in relazione a quello degli investimenti alternativi.



Il capitale economico è una nozione derivata dalla teoria delle valutazioni d'azienda ed esprime il valore del patrimonio tangibile e intangibile di un'impresa nell'ipotesi della sua alienazione, ovvero del radicale cambiamento del suo assetto istituzionale.

Il capitale economico rappresenta la base di riferimento di molteplici operazioni aziendali quali conferimento, fusione, scissione, trasformazione, ma, al tempo stesso, è una grandezza che può essere determinata prescindendo da obiettivi operativi perché può essere configurata a fini prevalentemente conoscitivi, allo scopo di far conoscere alle parti e ai terzi il potenziale economico dell'azienda oggetto di osservazione.

Si illustrano di seguito, in modo sintetico, i principali criteri di apprezzamento del valore, mettendo in evidenza alcune limitazioni che i metodi riportati possono eventualmente manifestare nell'applicazione al caso in esame e chiarendo inoltre le ragioni della scelta del metodo di calcolo.

Le metodologie che, pur nel rispetto dei vincoli di rigore scientifico posti dalla dottrina, hanno trovato maggior diffusione e condivisa accettazione nel corso delle più recenti applicazioni ad operazioni di valutazione di aziende o di rami d'azienda presentano, quale comune denominatore, l'esistenza congiunta, con differente grado di intensità, di quattro caratteristiche fondamentali:

- razionalità: cioè il valore viene costruito mediante uno schema logico, chiaro e condivisibile;



- dimostrabilità: ai fattori che entrano nell'algoritmo di calcolo deve essere possibile attribuire grandezze desunte da dati controllabili;
- obiettività: i valori presi a riferimento per la valutazione devono essere il più possibile oggettivi e prescindere da valutazioni soggettive;
- generalità: i metodi utilizzati devono poter essere applicabili prescindendo da situazioni contingenti e devono condurre a valori quanto più possibile stabili.

3.2. I criteri di valutazione delle aziende individuati dalla dottrina economico-aziendale e dalla tecnica professionale

Per esprimere il valore di un'azienda la dottrina aziendale e la prassi prevedono sul piano tecnico i seguenti metodi:

- il metodo patrimoniale;
- il metodo finanziario;
- il metodo reddituale;
- il metodo misto patrimoniale-reddituale;
- il metodo dei multipli di borsa;
- il metodo dei multipli delle transazioni comparabili.

Prima di procedere alla determinazione del valore della società BTA S.r.l., e conseguentemente del valore delle quote di proprietà di [REDACTED] nella stessa, il Perito procede a una sommaria disamina sui criteri di valutazione del patrimonio suggeriti dalla dottrina e dalla prassi aziendale.



Il metodo patrimoniale

Sulla base del criterio in parola, il valore di un'azienda viene stimato in misura pari al valore del suo patrimonio netto contabile, rettificato in funzione delle eventuali differenze riscontrabili tra i valori degli elementi dell'attivo e del passivo, calcolati con criteri pertinenti alle valutazioni economiche del capitale di azienda ed i corrispondenti valori determinati per le finalità e con i vincoli propri del bilancio d'esercizio.

Il valore del patrimonio netto contabile è definito come la somma algebrica del totale delle attività e delle passività espresse nel bilancio alla data di riferimento.

In applicazione del metodo in esame al patrimonio netto contabile, così definito, vengono sommate algebricamente le rettifiche apportate ai valori contabili degli elementi componenti il capitale di funzionamento che hanno costituito oggetto di specifica valutazione nella logica della espressione del valore effettivo aziendale.

Il metodo in esame è di diffuso utilizzo nei casi in cui il valore dell'impresa possa essere espresso, secondo un modello di tipo additivo, come somma del valore di più parti componenti, spesso dotate di una specifica individualità ed è comunemente utilizzato per esprimere il valore economico di aziende nelle quali la struttura patrimoniale costituisce la componente di gran lunga prevalente del valore dell'azienda.

Il metodo patrimoniale si fonda sul principio che il valore dell'azienda coincide con quello del suo patrimonio netto, calco-



lato come differenza tra i valori correnti degli elementi attivi e passivi del patrimonio stesso; l'analisi delle risorse patrimoniali è un'attività imprescindibile nell'ambito di un processo volto ad acquisire le informazioni necessarie per esprimere il capitale economico dell'azienda.

La modalità di considerazione dei valori dei beni cui riferire le componenti attive e passive permette di individuare tre diverse configurazioni di valutazione patrimoniale:

* metodo patrimoniale semplice attraverso il quale si perviene ad una stima del capitale netto rettificato facendo riferimento ai soli beni contabilizzati e cioè a tutti i beni materiali e immateriali che la legge consente di iscrivere all'attivo del bilancio.

In tale caso il valore del capitale netto rettificato assume la seguente rappresentazione:

$$K = C + [(P1 + P2 + \dots) - (M1 - M2 - \dots)](1 - t)$$

in cui:

C = capitale netto contabile

P = plusvalenze

M = minusvalenze

t = aliquota fiscale convenzionale sulle plusvalenze espressa in misura unitaria.

* metodo patrimoniale complesso di primo grado con il quale si approfondisce l'analisi comprendendo anche i beni immateriali non contabilizzati, ma dotati di un effettivo (o supposto) valore di mercato.



* metodo patrimoniale complesso di secondo grado attraverso il quale si cerca di pervenire ad un valore che comprenda anche i beni immateriali non contabilizzati e non dotati di un autonomo valore di mercato.

Come si può evincere dalla tripartizione proposta, la scelta del metodo è sovente dettata dalla particolare natura dell'attività della società di cui si intende pervenire ad un valore e, conseguentemente, delle relative componenti contabili ed extra contabili.

Il metodo finanziario

Il metodo finanziario conduce a stimare il valore del capitale (W) di un'impresa o di un suo ramo in funzione dei flussi di cassa attesi.

In realtà, sotto la denominazione di “metodo finanziario” si raggruppano più varianti di un unico modello di valutazione di azienda, realizzato mediante l'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici; tali varianti si differenziano per il diverso tipo di flusso preso in considerazione, in modo particolare per quanto riguarda il fatto di utilizzare flussi *levered* (cioè al netto degli oneri di tipo finanziario sostenuti dall'impresa per remunerare la sua posizione debitoria netta) o *unlevered* (cioè al lordo dei medesimi). Questa distinzione viene spesso proposta anche in termini diversi ma, sostanzialmente, non difformi: il W stimato sulla base dei flussi finanziari *levered*, è un W per gli azionisti, cioè riferito al valore di W di pertinenza degli azionisti, intesi come detentori dei loro diritti di *residual claimants* nei confronti degli



altri *stakeholders*. A sua volta il W stimato sulla base dei flussi *unlevered*, cioè riferito al valore di W di pertinenza dei portatori di tutto il capitale investito, è un W per l'impresa, suscettibile di essere destinato agli *stakeholders* cui compete, con effetti derivanti dal *mix* tra le fonti finanziarie realizzato dal management. Il metodo *unlevered* esprime il valore W di un'impresa come segue:

$$W = \sum Cfv + vv - PFN$$

in cui si ha:

Cfv = valore attuale (v) dei *cash flow* (cf) annuali;

vv = valore attuale del valore residuo (v) al momento n ;

PFN = posizione finanziaria (debiti-crediti finanziari) onerosa netta iniziale.

Da un punto di vista puramente descrittivo, la formula *levered*, ove si usino gli stessi simboli finora impiegati, è:

$$W = \sum Cfv + vv$$

Essa si differenzia da quella *unlevered* apparentemente solo per una minor complessità, dal momento che non vi compare la posizione finanziaria netta (PFN).

In questo caso W è un valore di capitale per l'azionista (e non per l'impresa) e deriva dall'attualizzazione di flussi disponibili per l'azionista, già stimati al netto della remunerazione dovuta ai



portatori di crediti finanziari; il valore di W sconta la presenza della posizione finanziaria netta attraverso il contenuto dei flussi utilizzati per la stima. Il confronto tra le due formule, per essere completo, deve però riguardare il complessivo processo di attualizzazione sottostante, che coinvolge due tipi di grandezze:

1. i flussi (cf), differenziati in funzione dell'inclusione nel modello *levered* degli oneri finanziari;
2. il tasso di attualizzazione (i). Per quest'ultimo basti qui ricordare che, nel caso della formula *unlevered*, è un tasso che esprime il costo medio ponderato del capitale (WACC) e, in quella *levered*, è un tasso riferito al costo del solo capitale proprio.

Il metodo reddituale

Sulla base di tali criteri il valore economico di un'azienda è funzione delle prospettive reddituali a questa riferibili. In altri termini, i criteri in parola pongono il valore economico di un'azienda in stretta correlazione con la sua autonoma capacità di generare redditi.

I criteri di determinazione del valore in base al reddito si distinguono tra loro, sotto il profilo metodologico, essenzialmente, in ragione: *a.* del fatto di essere determinati secondo un modello *levered*, oppure *unlevered*; *b.* della formula di capitalizzazione presa a riferimento per la stima. Con riferimento ad entrambi questi aspetti si ripropongono, *mutatis mutandis*, le alternative in precedenza descritte a proposito del metodo finanziario, alle quali si rimanda. Nel caso di un modello *levered* si ha $w=f(r,i)$, men-



tre in quello *unlevered* la relazione funzionale è $w=f(ro,i)-PFN$ (dove ro indica un reddito operativo e PFN esprime l'indebitamento finanziario netto dell'azienda oggetto di valutazione).

Le due relazioni funzionali differiscono, apparentemente, solo per l'inclusione, nel secondo caso, di PFN. In realtà, come si è già osservato nell'ambito del metodo finanziario, il significato aziendale dei parametri che vengono utilizzati nei due modelli è diverso.

Il modello *levered* prevede l'attualizzazione di risultati netti (r) che l'impresa dimostra di essere in grado di generare. Il tasso di attualizzazione esprime il costo del capitale proprio.

Il modello *unlevered* prevede invece l'attualizzazione di risultati operativi (ro), normalmente al netto della fiscalità ad esso convenzionalmente riferibile.

Il tasso di attualizzazione, in questo caso, esprime il costo medio ponderato del capitale (WACC).

Il metodo misto patrimoniale-reddituale

Il metodo in oggetto, fondandosi sui presupposti concettuali propri sia del criterio reddituale, sia di quello patrimoniale, consente di pervenire ad un risultato finale che contempera entrambi gli aspetti indicati.

Questa soluzione, quindi, valuta l'impresa tenendo conto in via congiunta sia della sua struttura patrimoniale, sia della capacità di generare flussi reddituali.



I criteri più diffusi tra quelli appartenenti a tale categoria sono il metodo del valore medio e quello della capitalizzazione limitata del sovrareddito.

Sulla base del metodo del valore medio il valore del capitale economico di un'azienda è pari alla media aritmetica del valore ottenuto con il criterio patrimoniale e quello ottenuto con il criterio reddituale. Il metodo in esame assume, quale valore patrimoniale, quello ottenuto con il criterio patrimoniale semplice e, quale valore di natura reddituale, quello ottenuto tramite la capitalizzazione del reddito "medio-normale" atteso.

Nella prassi il più diffuso metodo misto, noto anche come metodo U.E.C., definisce il valore economico di un'azienda come somma del valore del patrimonio netto rettificato e del valore attuale del "sovrareddito", inteso come differenza tra il reddito "medio-normale" atteso ed il reddito giudicato soddisfacente, stimato utilizzando un tasso (i) di settore conseguibile per investimenti simili.

Il metodo U.E.C. è solitamente utilizzato nella valutazione delle imprese industriali e trova appropriata applicazione allorché sussista un'equilibrata coesistenza del capitale investito e della redditività aziendale, condizioni nelle quali generalmente si ottengono risultati apprezzabili per stimare "valori generali" di imprese industriali.



Il metodo dei multipli di borsa

Il metodo dei multipli di borsa giunge a determinare il valore del capitale aziendale sulla base dei prezzi negoziati in vasti mercati organizzati per titoli rappresentativi di quote di capitale di imprese comparabili. Scopo del metodo è sviluppare rapporti fondati sugli effettivi prezzi di quotazione dei titoli delle società comparabili e finalizzati ad individuare la relazione che lega il prezzo di mercato del capitale delle imprese con variabili economiche aziendali.

Il multiplo così calcolato viene poi applicato alla medesima variabile economica dell'azienda oggetto di valutazione in modo da giungere, per moltiplicazione, al valore ricercato.

Il metodo dei multipli delle transazioni comparabili

Il metodo dei multipli delle transazioni comparabili si fonda sullo stesso impianto del metodo dei multipli di borsa, differenziandosene quanto alla natura dei prezzi, espressivi dei valori negoziati, utilizzati per la costruzione dei multipli.

Nel metodo delle transazioni comparabili, infatti, i prezzi ai quali ci si riferisce sono quelli rilevabili nell'ambito di negoziazioni private per quote di controllo del capitale azionario di imprese comparabili.

3.3. La scelta del criterio di valutazione nel caso di specie

Trattandosi di una società proprietaria di un compendio immobiliare, come in precedenza illustrato, il Perito ritiene appropriata



l'adozione del metodo di valutazione patrimoniale semplice come illustrato nel successivo Capitolo 4.



4. LA VALUTAZIONE DELLA SOCIETA' BTA S.R.L. CON IL METODO PATRIMONIALE SEMPLICE

4.1. Premessa

Il Perito, tenuto conto che la finalità della consulenza tecnica disposta dal Tribunale è quella di determinare il valore delle quote di proprietà del Sig. ██████████ nella BTA S.R.L., ha scelto l'approccio, il metodo ed i parametri di valutazione ritenuti più idonei al caso specifico esaminato.

La valutazione del capitale economico della suddetta società è stata effettuata dal Perito prendendo come base la situazione contabile al 30 settembre 2018.

Da questo sistema di valori il Perito ha individuato l'entità del patrimonio attribuibile all'azienda tenendo conto della specifica situazione patrimoniale/finanziaria della Società alla data di riferimento; in particolare il Perito ha:

- aggiornato il valore contabile del compendio immobiliare di proprietà sulla base dei valori indicati negli elaborati peritali trasmessi dalle parti (circa 2.900 mq su cui insistono fabbricati in avanzato stato di degrado);
- provveduto alla riclassificazione dei finanziamenti effettuati dai soci tra le poste del Patrimonio netto.

4.2. La descrizione dell'applicazione del metodo patrimoniale semplice: a) la riespressione a valori correnti del valore del compendio immobiliare

Ai fini della valutazione richiesta, il Perito ha proceduto alla riespressione a valori correnti del valore contabile del compendio immobiliare in oggetto considerando i valori espressi dal merca-



to immobiliare attuale, assumendo tra le differenti destinazioni d'uso possibili (industriale, residenziale, alberghiero), quella residenziale. Nei calcoli effettuati non sono stati considerati i volumi insistenti sulle aree demaniali. Non sono stati, pertanto, consideranti autonomamente i valori delle concessioni demaniali e sub-comunali sia per l'area fronte lago sia per l'area lacustre (per le quali è previsto entro il 20 novembre 2018 il pagamento di Euro 120.000 da parte della società [REDACTED] a favore dell'Autorità di Bacino del Lario e del Laghi Minori a titolo di occupazione dell'area demaniale nel Comune di Trezzina).

La sottoscritta ha considerato congiuntamente gli elaborati peritali trasmessi dalle parti che, solo in parte, sono confrontabili tra loro giacché gli stessi considerano in maniera diversa il futuro potenziale sviluppo turistico/ricettivo dell'area su cui insiste il compendio immobiliare in oggetto. Sono stati altresì stimati in maniera diversa i costi per la demolizione e i costi per i diritti di discarica degli inerti.

Sulla base delle valorizzazioni indicate negli elaborati predisposti dal [REDACTED] e del [REDACTED] [REDACTED] la sottoscritta ha proceduto a determinare il valore del compendio immobiliare operando una media tra il valore indicato nell'elaborato predisposto dal [REDACTED] e quello indicato nell'elaborato predisposto dal [REDACTED] [REDACTED] come di seguito indicato:



Edificio	Volume	Euro mc	Valore	Volume	Euro mc	Valore
			complessivo			complessivo
			(Euro)			(Euro)
69	1.104	740	816.960	1.060	125	132.500
70	1.183	370	437.710	1.260	270	340.200
71	1.394	500	697.000	1.200	270	324.000
72			-			-
73	111	740	82.140			-
74	4.329	740	3.203.460	3.290	125	411.250
			-			-
133	1.834	370	678.580	1.765	185	326.525
134	4.345	370	1.607.650	4.140	115	476.100
Totale			7.523.500			2.010.575
Media	4.767.038					

La scelta di assumere il valore medio risultante dai due elaborati predisposti dai consulenti delle parti, appare coerente tenuto conto che i due elaborati considerano in maniera diversa il compendio immobiliare oggetto di valutazione: da una parte viene stimato il valore dello stesso nelle attuali condizioni; dall'altra viene stimato un valore potenziale considerandolo a destinazione turistico/ricettiva.

Al valore medio di Euro 4.767.088 del compendio immobiliare in oggetto è stato detratto il valore medio dei costi di bonifica e di demolizione così come stimati dal [REDACTED] e del [REDACTED] come di seguito riportato:



Descrizione	Costi bonifica	Costi bonifica
Bonifica area e smaltimento Eternit	97.650	64.800
Demolizioni	89.913	
Diritto di scarica inerti	11.208	
Smaltimento lana di vetro	806	
Progettazione e coordinamento sicurezza	5.000	
Costi tecnici vari	5.000	11.500
Totale	209.577	76.300
Media	142.939	

La sottoscritta è quindi pervenuta ad una valorizzazione del compendio immobiliare in oggetto di complessivi Euro 4.624.099 (Euro 4.767.088 – Euro 142.939).

4.3. La descrizione dell'applicazione del metodo patrimoniale semplice: b) la riclassificazione dei finanziamenti soci tra le poste del Patrimonio netto

Tenuto conto del modello valutativo adottato, la sottoscritta sulla base dell'esame della tipologia di società oggetto di valutazione (una società immobiliare costituita per il realizzo dell'investimento costituito dall'acquisto del compendio immobiliare in oggetto), del rapporto tra capitale sociale e finanziamenti di terzi e del costante apporto dei soci per il finanziamento della stessa, ha provveduto a riclassificare l'ammontare dei debiti a medio-lungo termine della Società nei confronti dei soci per i finanziamenti da questi effettuati (così come risultanti dalla si-



tuazione contabile al 30 settembre 2018 e pari ad Euro 1.118.822) tra le poste del Patrimonio netto (andandoli, cioè, a considerare come versamenti in conto capitale, voce già presente in bilancio per Euro 762.258, attesa – come accennato – l'esiguità dell'ammontare del capitale sociale di Euro 10.000 a fronte dell'investimento immobiliare effettuato). La predetta riclassificazione consegue altresì – dal punto di vista valutativo – al fatto che:

- i soci sin dal novembre 2010 hanno effettuato finanziamenti a favore della Società;
- sono finanziamenti infruttiferi;
- sono finanziamenti che sono stati tacitamente rinnovati alle singole scadenze.

La sottoscritta ha considerato pertanto che i finanziamenti erogati e le condizioni negoziali sottostanti diano evidenza della volontà del socio di patrimonializzare la società partecipata. Conseguentemente, si è di fronte - ai fini della richiesta valutazione - ad una posta rappresentativa non tanto di un debito quanto, piuttosto, di una posta rappresentativa di patrimonio netto.

4.4. Il valore di BTA s.r.l. al 30 settembre 2018 secondo il metodo patrimoniale

Sulla base di quanto indicato nei §§ 4.2 e 4.3. il valore economico della società BTA s.r.l. con il metodo patrimoniale risulta pari a complessivi Euro 1.618.563, considerando una fiscalità latente in ragione del 30% sulla plusvalenza emergente tra il valore ride-



terminato dalla sottoscritta del compendio immobiliare e il valore di iscrizione contabile, come di seguito rappresentato:

Stato patrimoniale	30/09/2018	Rettifiche/integrazioni			Valori correnti	
		Valore rideterminato area	Plusvalenza latente lorda	% fiscalità latente		Plusvalenza latente netta
Lavori in corso e semilavorati	4.096.248	4.624.099	527.851	30%	369.496	4.254.603
Erario c/IVA	6.207					6.207
TOTALE ATTIVO	4.102.455					4.260.810
Capitale sociale	10.000					
Versamenti soci c/capitale	762.258			1.118.822	Riclassifica finanziamento soci nel PN	
Utile (perdita) esercizi precedenti	- 333.881					
Utile (perdita) di esercizio	- 106.929					
TOTALE PATRIMONIO NETTO	331.448					
Banca c/c ipotecario	2.570.568			-		2.570.568
Banca c/anticipi	71.679			-		71.679
Finanziamenti soci infruttiferi	1.118.822			- 1.118.822	Riclassifica finanziamento soci nel PN	-
Erario c/ritenute da versare	1.080					1.080
Fatture da ricevere	8.858					8.858
TOTALE PASSIVITA' E NETTO	4.102.455					2.642.247
W PATRIMONIALE						1.618.563

Determinato il valore economico della società BTA s.r.l. con il metodo patrimoniale semplice, il Perito può ora stabilire il valore della partecipazione detenuta dal [REDACTED] (pari al 29,44% del capitale sociale).

Tenuto conto dell'appetibilità commerciale del compendio immobiliare di proprietà della Società, non è stato considerato alcuno sconto di minoranza.

Il valore delle quote pignorate, possedute dal [REDACTED] in ragione del 29,440 % del capitale sociale della BTA s.r.l. ri-



sulta pertanto stimabile in complessivi Euro 476.505, arrotondabile in complessivi Euro 480.000.



5. LA VERIFICA DELL'ESISTENZA DI EVENTUALI DIRITTI DI PRELAZIONE DEGLI ALTRI SOCI O RISERVA DI GRADIMENTO

5.1. Premessa

Con riferimento all'incarico ricevuto, è stato altresì richiesto alla sottoscritta di verificare *“l'eventuale esistenza di diritti di prelazione degli altri soci o di riserva di gradimento”*.

5.2. L'esito della verifica effettuata

In ordine a quanto sopra, la sottoscritta ha verificato che lo statuto sociale della BTA s.r.l. prevede all'art. 8) prevede quanto segue: *“Le partecipazioni sono liberamente trasferibili per atto tra vivi, salvo il diritto di prelazione a favore dei soci, che dovrà comunque essere esercitato sull'intera partecipazione posta in vendita. E' escluso il diritto di prelazione e il gradimento nei trasferimenti che avvengano a favore del coniuge, dei parenti dell'alienante entro il terzo grado e dei suoi affini entro il secondo grado; è pure escluso il diritto di prelazione nel caso di trasferimento tra fiduciante e società fiduciaria e viceversa, ove la società fiduciaria esibisca la scritturazione del proprio registro delle intestazioni fiduciarie dalla quale risulti il mandato fiduciario; è invece soggetta a prelazione la sostituzione del fiduciante senza sostituzione della società fiduciaria”*.

La sottoscritta ha altresì verificato l'esistenza di eventuali patti parasociali, con esito negativo.



6. CONCLUSIONI

Il Perito ha analizzato ed esaminato il bilancio al 31 dicembre 2017 e la situazione contabile al 30 settembre 2018 della società BTA s.r.l.. Ha altresì esaminato l'ulteriore documentazione acquisita completando l'analisi con mirate indagini di carattere valutativo.

Il criterio adottato dal Perito è stato quello della prudenza, tenendo presente che il valore di mercato di un bene, a dispetto di ogni corretta valutazione a tavolino, è poi determinato dall'incontro dell'offerta di vendita e della domanda di acquisto.

Il Perito a conclusione dell'indagine risponde al quesito posto dal Giudice come segue:

- 1) Il valore di mercato delle quote della BTA s.r.l. oggetto di pignoramento ammonta, alla data del 30 settembre 2018, a complessivi **Euro 480.000**.
- 2) In ordine alla verifica dell'esistenza di eventuali diritti di prelazione, si evidenzia che lo statuto sociale della BTA s.r.l. prevede all'art. 8) prevede quanto segue: *“Le partecipazioni sono liberamente trasferibili per atto tra vivi, salvo il diritto di prelazione a favore dei soci, che dovrà comunque essere esercitato sull'intera partecipazione posta in vendita. E' escluso il diritto di prelazione e il gradimento nei trasferimenti che avvengano a favore del coniuge, dei parenti dell'alienante entro il terzo grado e dei suoi affini entro il secondo grado; è pure escluso il diritto di prelazione nel caso di trasferimento tra fiduciante e società fiduciaria e vicever-*



sa, ove la società fiduciaria esibisca la scritturazione del proprio registro delle intestazioni fiduciarie dalla quale risulti il mandato fiduciario; è invece soggetta a prelazione la sostituzione del fiduciante senza sostituzione della società fiduciaria”.

La documentazione di supporto al lavoro peritale viene trattenuta dal Perito che la metterà a disposizione su richiesta del Giudice o delle parti.

In fede.

Milano, 20 novembre 2018

Il Perito
dott.ssa Margherita Degrassi


