
***Relazione di stima del valore
economico delle quote della
società Aprile Srl
R.g.e. mob. N. 11617/2015***

8 novembre 2016



Indice

1. Introduzione	3
1.1 Oggetto della valutazione e termini dell'incarico	3
1.2 Finalità dell'operazione	4
1.3 Data di riferimento	4
1.4 Documentazione e fonti utilizzate	4
1.5 Ipotesi e limitazioni	5
1.6 Lavoro svolto	5
1.7 Restrizioni all'uso della presente relazione	6
2. Profilo della Società	7
2.1 La Società	7
2.2 La situazione economica e patrimoniale della Società	8
3. Presupposti metodologici	11
3.1 Introduzione	11
3.2 Il metodo dei flussi di cassa attualizzati (Discounted Cash Flow)	11
3.3 Metodo reddituale	13
3.4 Metodi patrimoniali	13
Il metodo patrimoniale semplice	13
Il metodo patrimoniale complesso	14
3.5 Il metodo misto patrimoniale – reddituale	14
3.6 Il metodo dei multipli di mercato	15
4. Determinazione del valore economico della Società	16
4.1 La scelta metodologica: il metodo patrimoniale	16
4.2 L'applicazione del metodo patrimoniale semplice	16
4.3 Considerazioni finali	19
5. Conclusioni	20
Allegati	21



1. Introduzione

1.1 Oggetto della valutazione e termini dell'Incarico

In data 4 gennaio 2016 è stato depositato presso il Registro delle Imprese della Camera di Commercio di Milano l'atto di pignoramento, a favore della Sig.ra Crocetta Santina, creditore procedente, delle quote di partecipazione (pari al 50% del capitale sociale), di proprietà del [REDACTED] nella società Aprile Srl (nel seguito anche la "Società") (C.F. 08569910154), società attiva nel settore immobiliare con sede a Senago (MI) in Via Martinelli SNC.

In data 12 febbraio 2016 lo scrivente ha ricevuto comunicazione di essere stato nominato in data 9 febbraio 2016, dal Dott. Giuseppe Fiengo - Giudice dell'Esecuzione del Tribunale di Milano Sez. III Civile -, per la procedura esecutiva mobiliare iscritta al numero di ruolo 11617/2015, quale "Ausiliario del Giudice" con il preciso compito di redigere "(...) una prima check-list relativamente alla società oggetto di pignoramento che evidenzi l'effettiva possibilità di collocare sul mercato la quota oggetto di pignoramento (ndr., quote detenute dal [REDACTED] in Aprile Srl (le "Quote"))".

In data 16 marzo 2016 lo scrivente ha depositato nel fascicolo della procedura esecutiva in oggetto una Nota Informativa relativa alla check-list predisposta all'esito delle preliminari attività di valutazione delle quote della società Aprile Srl, nelle cui conclusioni è stato riportato che:

*"Sulla base dei documenti ottenuti e delle informazioni rese disponibili, **si ritiene ragionevole attribuire, astrattamente alla data odierna, alla Società un valore positivo.** Questo in virtù delle consistenze immobiliari di proprietà e del fatto che nel passivo risulta un importo consistente relativo al finanziamento soci".*

Successivamente al deposito di tale Nota Informativa, in data 12 maggio 2016 lo scrivente è stato nominato dal Dott. Giuseppe Fiengo quale "perito stimatore" delle Quote con il preciso compito di, *"esaminati gli atti e i documenti di causa, acquisita tutta la documentazione utile o solo necessaria presente presso gli uffici pubblici in generale e la Camera di Commercio in particolare, sentiti gli amministratori della società le cui quote sono state pignorate, visionati i libri sociali comunque tenuti dalla società, prese le opportune informazioni presso l'Agenzia delle Entrate, l'agente per la riscossione Equitalia Nord s.p.a., l'INPS e l'INAIL o altri istituti pubblici sull'esistenza e l'ammontare di eventuali debiti della società non risultanti dai libri contabili",* indicare *"il presumibile valore di realizzo ad oggi derivante dalla vendita delle quote sociali di cui si discute"*.

Nell'ambito della medesima udienza di nomina, il Dott. Giuseppe Fiengo ha nominato quale ausiliario del perito stimatore l'Arch. Daniela Nasta al fine di predisporre una perizia indicante il valore di mercato dei beni immobili ricompresi nel patrimonio della società le cui quote sono pignorate. Per la valutazione dell'impianto fotovoltaico di pertinenza del capannone, l'Arch. Nasta si è a sua volta avvalsa del supporto di professionisti terzi.

Firmatario della presente relazione è il Dott. Alberto Beretta, socio della società PricewaterhouseCoopers SpA, iscritto nel Registro dei Revisori Contabili ai sensi del Decreto Legislativo 27 gennaio 1992 n.88.

Per svolgere le attività valutative lo scrivente si è avvalso del supporto di PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A. - Divisione Corporate Finance ("**PwC CF**"), società di consulenza specializzata in operazioni di finanza straordinaria, in particolare nella persona del Dott. Giovanni Ambrosetti.

Lo scrivente ha definito l'oggetto del lavoro, concordato le attività da svolgere ai fini dello svolgimento dell'incarico, discusso e condiviso le conclusioni finali. La struttura della relazione è descritta nelle pagine seguenti.



1.2 Finalità dell'operazione

Il valore determinato sarà utilizzato come una delle informazioni di supporto per la determinazione del prezzo di vendita delle Quote da parte del delegato per la vendita che sarà nominato dal Tribunale di Milano.

Per valore economico o valore del capitale economico si intende il valore di riferimento di un'impresa in condizioni di autonomia operativa, o di una parte del suo capitale, che può essere negoziato fra compratore e venditore prescindendo dalle caratteristiche delle parti interessate alla negoziazione, dalle forze contrattuali che esse esprimono, nonché dalle sinergie eventualmente realizzabili dall'operazione di integrazione.

Ne consegue che tale valore potrebbe differire, anche in modo significativo, sia dal valore soggettivo sia dal prezzo, laddove il primo rappresenta una dimensione di valore calcolata nella prospettiva dell'utilità derivante dall'acquisizione per una specifica parte, mentre il secondo riflette, oltre che considerazioni legate a fattori soggettivi per le parti in causa, fenomeni di carattere contingente legati allo stato della domanda e dell'offerta della specifica attività oggetto di negoziazione.

1.3 Data di riferimento

Data di riferimento per la valutazione in oggetto, è il **31 marzo 2016** (“**Data di Riferimento**”) e di conseguenza a tale data vengono sviluppati gli elementi di base del processo valutativo. Ai fini dello sviluppo del procedimento valutativo è stata considerata la situazione economica e patrimoniale alla data del 31 marzo 2016 e gli elementi di rilievo intervenuti. In ogni caso, non sono stati portati alla nostra attenzione eventi non inclusi nelle informazioni utilizzate o ulteriori elementi di rilievo intervenuti tra la Data di Riferimento e la data di sottoscrizione della presente Relazione di Stima e che potrebbero avere un impatto rilevante sulle conclusioni rappresentate nel presente documento.

1.4 Documentazione e fonti utilizzate

Ai fini della presente relazione di stima abbiamo ottenuto dai referenti di [REDACTED] nello specifico, dai commercialisti della stessa Dott. [REDACTED] e Dott. [REDACTED] (di seguito, congiuntamente i “Commercialisti della Società”), tra gli altri, i seguenti documenti:

- Bilancio di esercizio al 31.12.2015 della Società;
- Situazione economico/patrimoniale aggiornata al 31.03.2016 e relative schede contabili;
- Modello UNICO e Irap 2013, 2014, 2015;
- Bozza modello UNICO e Irap 2016;
- Modello IVA 2016;
- Prospetto di liquidazione dell'IVA relativo al primo trimestre 2016;
- Prospetto di dettaglio dei ricavi derivanti dall'impianto fotovoltaico;
- Estratti conto corrente al 31.03.2016 relativi ai due conti correnti intestati alla Società;
- Schermate “Conto Energia” relative alla Società estratte dal portale fotovoltaico;
- Perizia immobiliare predisposta da parte dell'Arch. Nasta in data 25 ottobre 2016.

Inoltre i Commercialisti della Società hanno riferito che:



- la Società non ha più in forza personale dipendente e il ██████████ non percepisce compensi quale amministratore della stessa;
- lo studio commercialista non è in possesso del contratto di mutuo e del relativo piano di ammortamento;
- all'interno del c.d. Cassetto Fiscale della Società non sono presenti ulteriori informazioni di interesse rispetto a quanto comunicatoci e gli stessi non sono a conoscenza di altre passività non registrate o rischi per contenziosi.

1.5 Ipotesi e limitazioni

La valutazione è stata sviluppata sulla base delle assunzioni e limitazioni di seguito riportate:

- la valutazione è stata effettuata in ipotesi di continuità aziendale e in condizioni "normali" di funzionamento (astruendo da eventi straordinari e non ricorrenti di gestione), con riferimento alla situazione in atto ed alle prospettive conosciute alla data della presente Relazione di Stima e pertanto non tiene conto di eventi esterni futuri straordinari o inattesi;
- la valutazione è basata su informazioni e su documenti predisposti dai referenti della Società, che sono stati da noi verificati sia per ragionevolezza sia per il tramite di procedure di verifica di seguito illustrate. La responsabilità sulla qualità, completezza e sulla correttezza dei dati e delle informazioni compete esclusivamente ai referenti medesimi;
- l'incarico non prevede lo svolgimento di procedure di revisione contabile come definite dagli statuiti principi di revisione generalmente accettati, né un esame dei controlli interni o altre procedure di verifica. Di conseguenza, non si esprime alcun parere né alcuna altra forma di certificazione sui bilanci della Società o su qualsiasi altra informazione finanziaria, o sui controlli operativi o interni;
- con riferimento allo svolgimento di verifiche ed accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura fiscale, contrattuale, previdenziale, connesse a problematiche non riportate nei bilanci e negli altri documenti utilizzati ai fini dell'analisi, si evidenzia che è stato richiesto ai Commercialisti della Società, ma non ottenuto, il certificato dei carichi pendenti fiscali. I commercialisti ci hanno tuttavia confermato: i) che all'interno del c.d. Cassetto Fiscale della Società non sono presenti ulteriori informazioni di interesse rispetto a quanto comunicatoci; ii) che non sono a conoscenza di altre passività non registrate o rischi per contenziosi. Conseguentemente, ai fini della presente valutazione, si è assunto che sulla Società non gravino passività potenziali di natura fiscale e previdenziale oltre a quelle esposte nella situazione contabile utilizzata a riferimento;
- l'incarico descritto non prevede l'assistenza e/o la consulenza di natura legale e/o fiscale nell'ambito della possibile operazione di rivalutazione del valore della Società, né alcun giudizio sulla sua fattibilità o convenienza.

1.6 Lavoro svolto

Nell'ambito dell'Incarico abbiamo svolto le attività di seguito riportate.

- Esame dei dati patrimoniali della Società anche con l'ausilio di interviste effettuate ai Commercialisti della Società.
- Individuazione delle metodologie di valutazione da applicare nella fattispecie; queste ultime sono state individuate sulla base della finalità dell'Incarico, delle informazioni disponibili e del settore di attività in cui opera la Società.



- Applicazione delle metodologie di valutazione; in particolare, l'applicazione delle metodologie individuate ha richiesto lo svolgimento di una serie di attività quali l'identificazione dei parametri valutativi necessari.
- Sulla base delle considerazioni emergenti dall'attività svolta e sulla base delle analisi effettuate abbiamo, infine, individuato il valore economico della Società.

1.7 Restrizioni all'uso della presente relazione

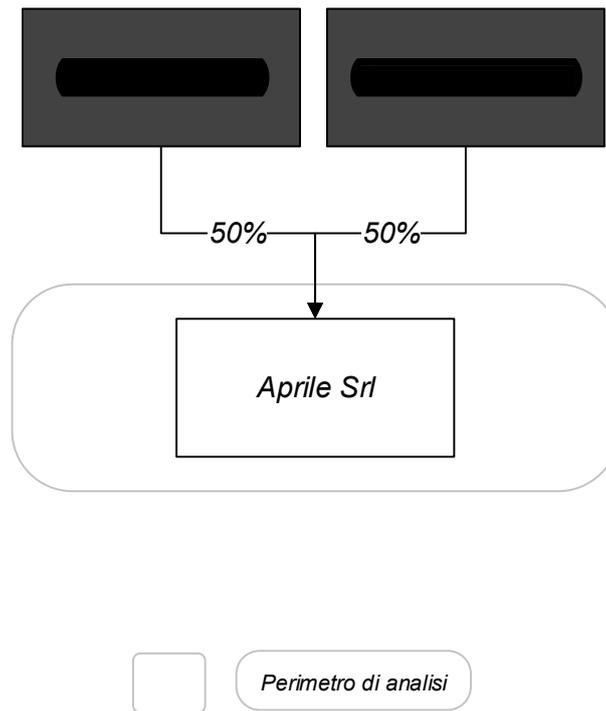
La presente relazione di valutazione non potrà essere utilizzata per finalità diverse da quelle indicate nel Paragrafo denominato 1.2 "Finalità dell'operazione" del presente capitolo e non potrà essere consegnata a terzi al di fuori dei soggetti coinvolti nella presente procedura esecutiva, senza il nostro preliminare consenso.



2. Profilo della Società

2.1 La Società

Aprile Srl (C.F. 08569910154) è una società immobiliare costituita in data 1 dicembre 1986 con sede a Senago in Via Martinelli Snc. La Società è partecipata al 50% dal Sig. [REDACTED] e al 50% dalla Sig.ra [REDACTED]. Di seguito viene riportato l'azionariato della Società.



L'oggetto sociale della Società include:

- l'attività immobiliare in genere ed in particolare l'acquisto, la vendita, la permuta e la locazione di fabbricati di ogni genere ovunque situati;
- l'amministrazione, la gestione, la costruzione e la ristrutturazione di beni.

La Società risulta essere proprietaria dei seguenti immobili posti in locazione:

- un capannone industriale con uffici sito in Senago Via Martinelli n. 59/A;
- un appartamento con locali ripostiglio sito in Paderno Dugnano via Reali 62.

Inoltre sul tetto del capannone industriale è stato collocato un impianto fotovoltaico, che permette alla Società di generare energia elettrica che a sua volta rivende al Gestore dei Servizi Elettrici (GSE). Pertanto le fonti di ricavo della Società derivano sia dai canoni di affitto sia dai ricavi di vendita di energia elettrica, cui si aggiungono i contributi contrattuali erogati dal GSE.



2.2 La situazione economica e patrimoniale della Società

La tabella seguente mostra lo Stato Patrimoniale della Società relativo all'esercizio sociale chiusosi al 31 dicembre 2015 e la situazione patrimoniale provvisoria al 31 marzo 2016.

Stato Patrimoniale (€)	31.12.15	31.03.16	Perizia Nasta
Imm. Materiali	497.685	497.685	
<i>Fabbricati industriali</i>	220.773	220.773	
<i>Immobili civili</i>	67.248	67.248	
<i>Impianti</i>	209.137	209.137	
<i>Altro (Mobili e arredi)</i>	528	528	
Crediti commerciali	1.145	1.223	
Crediti tributari	16.818	15.525	
<i>Ritenute IRPEF/IRES</i>	971	297	
<i>IVA</i>	8.448	7.155	
<i>Credito IRPEF/IRES</i>	7.325	7.998	
<i>Crediti IRAP</i>	74	74	
Crediti vs fornitori	8.168	8.168	
Altri crediti (depositi cauzionali)	1.769	1.769	
Disponibilità liquide	11.859	12.843	
Ratei e Risconti Attivi	14.965	14.722	
Totale Attivo	552.410	551.935	
Patrimonio Netto	20.987	28.446	
<i>Capitale Sociale</i>	10.400	10.400	
<i>Utile (perdita) di esercizio</i>	10.587	7.459	
<i>Riserve</i>		10.587	
Totale Passività	531.423	523.489	
Debiti vs fornitori	4.455	3.330	
Debiti tributari	5.597	5.597	
Altri debiti	3.606	3.606	
Debiti vs Banche	219.013	214.144	
Debiti vs Altri finanziatori (Finanziamento Soci)	296.812	296.812	
Ratei e risconti passivi	1.939	-	
Totale Passivo e PN	552.410	551.935	

Prendendo in considerazione la situazione economica e patrimoniale alla Data di Riferimento (31 marzo 2016), la voce principale dell'**Attivo** è rappresentata dalle **Immobilizzazioni Materiali** (pari a **Euro 497.685**). Tale voce è composta, prevalentemente, da fabbricati industriali (capannone) per Euro 220.773, immobili civili (appartamento) per Euro 67.248 e impianti (impianto fotovoltaico) per Euro 209.137.

Al fine di ottenere un'indicazione aggiornata del valore di mercato dei beni immobili ricompresi nel patrimonio della Società per la successiva quantificazione del valore delle Quote, in data 25 ottobre 2016 l'Arch. Daniela Nasta ha predisposto una perizia immobiliare (di seguito la "Perizia Immobiliare"), dalla quale risulta un valore degli immobili di proprietà della Società pari a **Euro 921.372, di cui Euro 676.600 relativi al capannone, Euro 68.850 relativi agli appartamenti e Euro 175.922 relativi all'impianto fotovoltaico (Allegato 1)**.

La voce **Crediti** (pari a **Euro 26.685**) si riferisce a:

- crediti tributari per Euro 15.525, di cui:
 - crediti IVA per Euro 7.058;
 - crediti IRES per Euro 7.325;



- crediti verso fornitori per Euro 8.168;
- cauzioni per Euro 1.769;
- crediti verso clienti per Euro 1.223.

Per tali voci di bilancio abbiamo ottenuto dai commercialisti della Società e analizzato la seguente documentazione e informazioni rilevanti:

- crediti tributari:
 - crediti IVA: abbiamo ottenuto il Modello IVA 2016 (**Allegato 2**) riferito all'esercizio 2015 e il prospetto di calcolo della liquidazione IVA relativa al primo trimestre 2016 (**Allegato 3**). Il credito IVA è stato riconciliato con il modello IVA 2016 riferito all'esercizio 2015 e con il prospetto di liquidazione riferito al primo trimestre 2016 senza rilevare eccezioni.
 - crediti IRES: abbiamo verificato che il saldo dei crediti IRES risultanti dal modello UNICO 2015 relativo ai redditi 2014 (**Allegato 14**) fosse il medesimo di quello risultante in contabilità, riscontrando una squadratura non materiale di Euro 19,15. Non è stato possibile verificare il saldo del conto al 31 marzo 2016 in quanto ci è stata fornita solo la scheda contabile relativa al credito IRES (**Allegato 15**) e non anche i modelli F24, nonostante fossero stati da noi richiesti;
- crediti verso fornitori: come risulta dalla scheda contabile (**Allegato 4**) trattasi di registrazioni effettuate in anni precedenti al 2011, anno in cui il commercialista ha acquisito la gestione della contabilità della Società. Non è stata fornita ulteriore documentazione a supporto di tale voce in aggiunta alla scheda contabile;
- cauzioni: come risulta dalla scheda contabile (**Allegato 5**) il saldo iniziale 2015 pari a Euro 9.169 si è costituito in anni precedenti al 2011, anno in cui il commercialista ha acquisito la gestione della contabilità della Società. Nel corso del 2015 sono state incassate cauzioni per Euro 5.600 relativamente a due contratti di locazione. Si segnala che all'interno di tale conto è stata contabilizzata anche una fattura di vendita merci per Euro 1.800. Non è stata fornita ulteriore documentazione a supporto di tale voce in aggiunta alla scheda contabile;
- crediti verso clienti: Non è stata fornita ulteriore documentazione a supporto di tale voce in aggiunta alle schede contabili di ciascun cliente (**Allegato 6**).

Con riferimento alla voce **Disponibilità liquide** (pari a **Euro 12.843**) abbiamo richiesto ai commercialisti della Società gli estratti conto al 31 marzo 2016 relativi ai conti correnti intestati alla Società presso la Banca [REDACTED] c/c n. [REDACTED] (**Allegato 7**) e n. [REDACTED] (**Allegato 8**). Non sono state rilevate eccezioni. Si precisa che non si è proceduto a effettuare procedure di verifica sul saldo della voce "Cassa contanti sede" pari a Euro 174.

La voce **Ratei e risconti attivi** (pari a **Euro 14.722**) si riferisce a contributi contrattuali GSE di competenza 2015 non ancora incassati. Abbiamo richiesto ai commercialisti della Società un dettaglio di tale conteggio e ci è stata fornita la schermata relativa ad Aprile Srl estratta dal Portale Fotovoltaico (**Allegato 9**). Non sono state rilevate eccezioni.

Con riferimento al **Passivo**, esso consiste principalmente in:

- **Debiti bancari** (per **Euro 214.144**), relativi ad un mutuo ipotecario da Euro 219.013. Come riferitoci dai Commercialisti della Società all'interno del conto contabile [REDACTED] Finanziamento [REDACTED] sono indicate, con segno negativo, le quote di mutuo rimborsate nell'anno (pari a Euro 4.869). I commercialisti della Società ha riferito di non essere in possesso del contratto di mutuo e del relativo piano di ammortamento;
- **Debiti verso altri finanziatori** (per **Euro 296.812**), relativi ad un finanziamento soci infruttifero. Non ci è stata fornita documentazione di supporto in merito a tale conto ad eccezione della scheda contabile (**Allegato 10**);
- **Debiti verso fornitori** (per **Euro 3.330**). Non ci è stata fornita documentazione di supporto in merito a tale conto ad eccezione delle schede contabili relative a ciascun fornitore (**Allegato 11**).



- **Debiti tributari** (per **Euro 5.597**) relativi al saldo di IRPEF/IRES (Euro 4.790) e IRAP (Euro 807). Abbiamo richiesto e ottenuto la bozza di Modello Unico 2016 relativo ai redditi 2015 (**Allegato 12**) da cui si evince un saldo di debiti per IRES da Euro 4.790 e un saldo di debiti per IRAP da Euro 807.
- **Altri debiti** (per **Euro 3.606**) relativi a debiti per cauzioni ricevute. Non ci è stata fornita documentazione di supporto in merito a tale conto ad eccezione della scheda contabile (**Allegato 13**).

I Commercialisti della Società ci hanno riferito di non essere a conoscenza di ulteriori passività non registrate / latenti. Sarà tuttavia da tenere in considerazione il debito relativo al costo di competenza delle loro elaborazioni contabili trimestrali successive al primo trimestre 2016 e della produzione documentale fornita per l'elaborazione della presente relazione di stima da parte dello scrivente, tuttora da quantificare.

Dal conto economico al 31 dicembre 2015 e 31 marzo 2016 si evince che la società risulta aver registrato ricavi e risultati di esercizio positivi. Di seguito si riportano le indicazioni in merito ai ricavi e ai risultati di esercizio registrati dalla Società:

Voce di bilancio	31.12.2015	31.03.2016
Valore della produzione	71.477	10.915
Risultato d'esercizio	10.587	7.459



3. Presupposti metodologici

3.1 Introduzione

I metodi di stima del capitale economico delle aziende si possono ricondurre concettualmente alle seguenti tipologie basate su:

- il ritorno finanziario atteso dall'investimento, cioè sui flussi di cassa che esso è atto a generare nel futuro, dal momento attuale alla sua completa liquidazione (metodo dei flussi di cassa attualizzati o DCF - *Discounted Cash Flow*);
- i redditi che l'investimento è atto a produrre nel futuro (metodo reddituale);
- il valore patrimoniale corrente (metodo patrimoniale);
- l'unione dei principi essenziali dei procedimenti reddituali e patrimoniali (metodo misto patrimoniale - reddituale e metodo dell'*Economic Profit*);
- l'analisi comparativa di società e transazioni comparabili (metodo dei multipli).

Riportiamo nelle pagine seguenti la descrizione dei metodi utilizzati nel contesto dell'analisi.

3.2 Il metodo dei flussi di cassa attualizzati (*Discounted Cash Flow*)

Il metodo dei flussi di cassa attualizzati si ispira al concetto generale che il valore di un'azienda sia pari al valore attualizzato dei due seguenti elementi:

- flussi di cassa che essa sarà in grado di generare entro l'orizzonte di previsione;
- valore residuo, cioè il valore del complesso aziendale derivante dal periodo al di là dell'orizzonte di previsione.

Nell'approccio che considera i flussi operativi (approccio *unlevered*), al fine di ottenere il valore economico del capitale investito operativo (*Enterprise Value*), i flussi di cassa considerati sono i *Free Cash Flow* operativi (FCF), i quali vengono scontati al WACC (*Weighted Average Cost of Capital*).

Il valore così ottenuto viene rettificato della posizione finanziaria netta alla data di riferimento della valutazione e dell'ammontare del valore delle eventuali attività non operative (*Surplus Assets*) ottenendo così il valore del capitale economico (*Equity Value*).

La formula generale in base alla quale si procede alla determinazione del valore del capitale economico dell'azienda è così rappresentabile:

$$Equity Value = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1 + WACC)^i} + TV + SA - PFN$$



dove:

FCF = free cash flow, o flusso di cassa prodotto dalla gestione operativa;
WACC = costo medio ponderato del capitale;
n = periodo di previsione esplicita;
TV = valore attuale del valore residuo (*Terminal Value*), ossia il valore derivante dai flussi finanziari prodotti al di là dell'orizzonte di previsione esplicita;
SA = Surplus Assets;
PFN = Posizione finanziaria netta.

COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE – WACC

Il costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital* – WACC) è determinato come media ponderata del costo del capitale proprio e del costo del capitale di terzi, al netto degli effetti fiscali.

La formula del WACC è quindi:

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

dove:

K_e = costo del capitale proprio;
E/(D+E) = percentuale del capitale proprio sul totale del capitale investito (capitale di rischio + capitale di debito);
K_d = costo del capitale di debito prima delle imposte;
t_c = aliquota d'imposta ("scudo fiscale");
D/(D+E) = percentuale del capitale di debito sul totale del capitale investito (capitale di rischio + capitale di debito).

Il costo del capitale proprio rappresenta il rendimento che ci si aspetta, in condizioni non influenzate da fenomeni contingenti, dal settore di appartenenza dell'azienda ed è stato calcolato utilizzando il *Capital Asset Pricing Model*, attraverso la formula:

$$K_E = r_f + \beta \times (R_m - R_f) + S_p$$

dove:

K_e = costo del capitale proprio;
R_f = tasso privo di rischio (*risk-free rate*), pari al rendimento offerto nel medio-lungo termine da investimenti quali i titoli di stato;
b = coefficiente "beta" espressivo del rischio che caratterizza la particolare impresa rispetto al mercato finanziario in generale;
R_m - R_f = premio per il rischio azionario, ovvero il rendimento addizionale richiesto da un investitore avverso al rischio rispetto al rendimento delle attività prive di rischio; esso è pari alla differenza tra il rendimento medio del mercato azionario e il tasso privo di rischio;
S_p = *Small size premium* o *Additional premium*, ovvero il rendimento addizionale richiesto dall'investitore razionale che investe in società di piccole dimensioni o non quotate, che comportano una minore liquidabilità dell'investimento.

Il costo del debito finanziario (*K_d*) è il tasso di interesse al quale si ipotizza l'azienda possa finanziarsi. Questo tasso è solitamente stimato facendo riferimento a tassi di mercato, considerando uno spread per riflettere il potere contrattuale delle società nei confronti dei fornitori di capitale di debito. Il costo del debito deve essere considerato al netto dell'aliquota d'imposta "t", al fine di tenere conto del risparmio fiscale generato dalla deducibilità degli oneri finanziari.



3.3 Metodo reddituale

Il valore di un'azienda, secondo il metodo reddituale, deriva unicamente dai redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre. Per determinare il reddito atteso, si tratta di definire una funzione di capitalizzazione, nel senso che la determinazione del valore attribuibile al capitale economico dell'impresa (*Equity Value*) si suppone, per ipotesi, formata dalla serie dei valori attuali dei redditi futuri dell'impresa.

La formula comunemente adottata corrisponde all'ipotesi di durata a tempo indefinito della vita dell'azienda e si esprime come segue:

$$Equity Value = \frac{R}{i}$$

dove:

R = reddito netto medio - normale atteso;
i = tasso di capitalizzazione.

La definizione quantitativa del reddito medio normale atteso si può delineare attraverso le seguenti ipotesi di stima:

- supponendo la conservazione dei risultati consuntivi ottenuti in tempi recenti (metodo dei risultati storici);
- mediante la proiezione dei risultati storici nel futuro, in funzione del probabile comportamento di alcune variabili. Ad esempio: dimensione dell'attività svolta, livello dei prezzi unitari, grado di produttività del lavoro, incidenza di costi generali oppure di oneri finanziari, ecc. (metodo di proiezione dei risultati storici);
- assumendo i risultati economici espressi nel budget e nei piani aziendali per definiti periodi futuri (metodo dei risultati programmati);
- definendo nuove condizioni di gestione futura e valutandone le probabili conseguenze in termini di reddito (metodo dell'innovazione).

La scelta del tasso di capitalizzazione è un aspetto centrale di questo procedimento. Il criterio generalmente preferito è quello del cosiddetto tasso – opportunità, che consiste nella scelta di un tasso equivalente al rendimento offerto da investimenti alternativi, a parità di rischio.

Il tasso utilizzato per capitalizzare il reddito normale atteso è il costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital* o WACC). Per maggiori dettagli con riferimento al calcolo del tasso di capitalizzazione si faccia riferimento al Paragrafo denominato “Il metodo dei flussi di cassa attualizzati” del presente capitolo.

3.4 Metodi patrimoniali

Il metodo patrimoniale semplice

Il metodo patrimoniale semplice si fonda sul principio dell'espressione, a valori correnti, dei singoli elementi attivi che compongono il capitale dell'azienda e dell'aggiornamento degli elementi passivi.



Il metodo patrimoniale assume, come punto di partenza, il patrimonio netto di bilancio così come espresso dalla situazione patrimoniale contabile di riferimento. Nel patrimonio netto viene incluso anche l'utile dell'esercizio, con esclusione di solito degli importi per i quali è già stata decisa la distribuzione ai soci.

Al patrimonio netto contabile di cui sopra vengono apportate le seguenti rettifiche:

- rettifiche per uniformarsi ai corretti principi contabili;
- rettifiche necessarie per recepire la plusvalenza emergente su specifiche poste dell'attivo (al netto dell'effetto fiscale).

Il metodo patrimoniale complesso

Il metodo patrimoniale complesso si basa sul presupposto che i beni intangibili quali la tecnologia, l'addestramento, le capacità del personale, i marchi, il portafoglio prodotti, la clientela abbiano spesso un peso decisivo nel determinare il reale valore complessivo dell'impresa.

I suddetti elementi immateriali sono sovente fenomeni che in parte si sovrappongono e quindi è più agevole comprenderli in un unico valore. Il presupposto necessario ed ineliminabile per attribuire un valore a tali beni intangibili è la capacità reddituale dell'impresa.

Al patrimonio netto contabile, rettificato come nel caso dell'applicazione del metodo patrimoniale semplice, viene sommato il valore attribuibile ai beni immateriali individuati.

3.5 Il metodo misto patrimoniale – reddituale

Un metodo diffuso di stima per aziende (soprattutto industriali) è il metodo misto patrimoniale - reddituale. Sua caratteristica essenziale è la ricerca di un risultato conclusivo che consideri contemporaneamente i due aspetti, così da tenere conto dell'elemento di obiettività e verificabilità proprio dell'aspetto patrimoniale, senza peraltro trascurare le attese reddituali, che sono concettualmente una componente essenziale del valore del capitale economico.

Il metodo in questione è idoneo a identificare, attraverso una stima autonoma, il goodwill. Questo procedimento gode, anche a livello internazionale, di ampio credito.

La formula comunemente adottata è così rappresentata (secondo l'approccio cosiddetto *equity side*):

$$Equity Value = K + \sum_{i=1}^n \frac{(R_i - r \times K)}{(1 + k_e)^i}$$

dove:

K = capitale netto rettificato
 K_e = costo del capitale proprio (tasso di attualizzazione del sovra-reddito);
 R = reddito netto atteso per il futuro;
 r = tasso di rendimento normale del tipo di investimento considerato;
 n = numero definito e limitato di anni.



Tale metodologia, nella versione cosiddetta *asset side*, si richiama alla teoria dell'*Economic Value Added* (EVA) e si basa sul presupposto che il *goodwill* individuato corrisponda, sostanzialmente, all'EVA.

3.6 *Il metodo dei multipli di mercato*

Il metodo dei multipli di mercato si fonda sull'analisi delle quotazioni borsistiche riferite ad un campione selezionato di società operanti nel settore di riferimento (società quotate comparabili) e sulla successiva applicazione dei multipli, evidenziati da tale analisi, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione.

I multipli sono ottenuti quale rapporto tra la capitalizzazione di Borsa delle società comparabili e le grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie ritenute significative ad esse relative.

Lo schema di applicazione di tale approccio di valutazione si articola nei seguenti punti:

- **Identificazione delle società comparabili:** l'appropriata selezione del campione di società comparabili rappresenta uno dei passi principali alla base di tale metodologia. La significatività dei risultati è strettamente dipendente dall'omogeneità del campione. Nella selezione delle società comparabili si è soliti tener conto di vari fattori, tra i quali, il settore di riferimento, il rischio dell'attività, la dimensione della società, la diversificazione geografica, la redditività, l'attendibilità dei dati finanziari e l'intensità di scambio dei titoli nel mercato azionario.
- **Definizione dell'intervallo temporale di riferimento:** la determinazione dell'intervallo temporale di riferimento ha solitamente il fine di neutralizzare eventi di carattere eccezionale, fluttuazioni di breve periodo e tensioni speculative; nel contempo, ha il compito di riflettere le informazioni rese disponibili al mercato. Questa fase implica, in particolare, la scelta fra l'utilizzo di una media relativa ad un determinato intervallo temporale e l'applicazione di un valore puntuale.
- **Determinazione dei multipli ritenuti più significativi:** sussistono numerosi rapporti che possono essere utilizzati per l'applicazione del criterio dei multipli di mercato. La scelta dei multipli più significativi avviene solitamente sulla base delle caratteristiche del settore e del campione in esame.
- **Applicazione dei multipli alle società in esame:** i multipli ottenuti dall'analisi del campione di confronto sono applicati alle corrispettive grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie della società oggetto di valutazione.



4. Determinazione del valore economico della Società

4.1 La scelta metodologica: il metodo patrimoniale

La scelta della metodologia di valutazione è stata effettuata considerando le caratteristiche della Società, la natura delle sue attività, la finalità dell'operazione che ha richiesto la valutazione e le informazioni disponibili. In particolare ai fini della scelta dell'impostazione metodologica si è tenuto conto di:

- natura di società immobiliare di Aprile Srl;
- ambito di procedura esecutiva nel quale si valutano le quote di proprietà del [REDACTED] in Aprile Srl;
- informazioni acquisite dal Management della Società (situazione patrimoniale al 31 marzo 2016 e perizia degli immobili e dell'impianto fotovoltaico di proprietà della Società).

Sulla base delle considerazioni anzidette e tenuto conto del set informativo a disposizione, nel presente Documento si è ritenuto opportuno adottare la metodologia di valutazione patrimoniale ("Metodo Patrimoniale") in quanto, nelle circostanze, ritenuta la più adatta ad individuare il valore della Società. La scelta del metodo patrimoniale risulta in questo caso la più idonea dal momento che la sua logica valutativa è riassumibile nel convincimento che per le società immobiliari che si limitano alla gestione di immobili di proprietà, nella valutazione delle attività componenti il patrimonio, ossia degli immobili, siano già presenti tutte le informazioni necessarie: valore di mercato ed aspettative di redditività in particolare. Tale assunzione si fonda quindi nell'idea che le singole attività immobiliari abbiano un proprio valore autonomo, il quale risulta realizzabile anche attraverso un'alienazione separata rispetto all'intero complesso dei beni aziendali; viene quindi a mancare quel collegamento funzionale tra i beni che normalmente caratterizza il patrimonio delle aziende.

L'applicazione della metodologia selezionata è riportata nei Paragrafi successivi.

4.2 L'applicazione del metodo patrimoniale semplice

Ai fini della determinazione del valore del capitale economico di Aprile Srl è stato adottato il Metodo Patrimoniale. In particolare, considerando l'assenza di componenti di valore significative riconducibili ad intangibili specifici, è stato impiegato il metodo patrimoniale semplice. Secondo tale impostazione valutativa, il valore dell'azienda corrisponde con il patrimonio netto rettificato ("Patrimonio Netto Rettificato"), definito come somma algebrica del patrimonio netto contabile e delle plusvalenze e minusvalenze accertate, dedotti gli oneri fiscali potenziali:

$$K = PN + [(P_1 + P_2 + \dots) - (M_1 + M_2 + \dots)] * (1 - t)$$

dove:

K = Patrimonio Netto Rettificato;
PN = Patrimonio Netto Contabile;
P = Plusvalenze potenziali;
M = Minusvalenze potenziali;
t = aliquota fiscale.



Per la valutazione della Società sono stati considerati come dati di riferimento le attività, le passività ed il patrimonio netto risultanti dalla situazione patrimoniale al 31.03.2016. La tabella riporta in dettaglio la situazione patrimoniale contabile alla Data di Riferimento:

Stato Patrimoniale (€)	31.03.16
Attivo Fisso	497.685
<i>Fabbricati industriali</i>	220.773
<i>Immobili civili</i>	67.248
<i>Impianti</i>	209.137
<i>Altro</i>	528
Crediti comm.li	1.223
Debiti comm.li	(3.330)
Capitale circolante comm.le	(2.107)
Altre attività	40.184
Altre passività	(9.203)
Capitale circolante netto	28.874
Capitale investito netto	526.559
Posizione Finanziaria Netta	498.114
<i>Disponibilità liquide</i>	(12.843)
<i>Debiti vs Banche</i>	214.144
<i>Debiti vs Altri finanziatori (Soci)</i>	296.812
Patrimonio Netto	28.446
Totale fonti	526.559

Come si evince dal prospetto la Società presenta al 31 marzo 2016 un capitale netto contabile pari a circa €28,9k. Per la determinazione del valore economico della Società si è proceduto alla determinazione delle rettifiche ("Rettifiche") da apportare al patrimonio netto contabile di Aprile Srl.

Il principale ordine di Rettifiche eseguite sul valore contabile del patrimonio netto della Società ha riguardato la determinazione della plusvalenze/minusvalenze latenti associabili agli immobili e gli impianti detenuti. In particolare, le plusvalenze/minusvalenze latenti sono state determinate dal confronto tra il valore contabile degli immobili e gli impianti fotovoltaici di Aprile Srl con il loro valore corrente risultante dalla perizia dell'Arch. Nasta, datata 25 ottobre 2016. Di contro, i valori assunti per le attività e le passività diverse dall'attivo fisso, utilizzati nel processo valutativo riferito alla Società, sono quelli risultanti dalla situazione patrimoniale al 31 marzo 2016, i cui dettagli sono riportati nel Paragrafo 2.2 della presente Perizia.

Per quanto riguarda la stima del carico fiscale implicito è stata considerata un'aliquota t pari al 20%. Le ragioni sottostanti l'utilizzo di un'aliquota minore rispetto quella fiscalmente riconosciuta risiedono in diverse considerazioni di carattere valutativo, le quali possono essere riassunte come segue:

- il realizzo dei maggior valori configura un carico fiscale differito nel tempo;
- il carico fiscale conseguente al realizzo assume natura unicamente potenziale.

In ambedue i casi si tratta di anticipare a oggi valori destinati (probabilmente) al realizzo in un tempo futuro indefinito. Tale incertezza, legata quindi sia al profilo di alienazione incerta che al profilo temporale dell'onere fiscale potenziale, fa sì che la migliore prassi in materia adotti aliquote minori rispetto quelle vigenti alla data di valutazione.

Le immobilizzazioni sono prevalentemente costituite da (i) un appartamento nel comune di Paderno Dugnano (MI), (ii) fabbricati industriali siti in Senago (MI) e (iii) impianti fotovoltaici installati su un fabbricato di Senago.



Sulla base della suddetta perizia immobiliare e impiantistica (si veda **Allegato 1**) la Società ha un patrimonio immobiliare per un valore di mercato complessivo di €921k così suddiviso:

- immobili civili siti in Paderno Dugnano per circa €69k;
- fabbricati industriali siti in Senago (due laboratori e un ufficio) per €677k;
- impianti fotovoltaici per circa €176k.

Le tabelle che seguono riportano in sintesi le Rettifiche eseguite sul patrimonio netto contabile di Aprile Srl.

Aprile Srl - determinazione rettifiche al Patrimonio Netto (€)

Plus/Minusvalenza Immobili Civili (Paderno Dugnano)	
Valore di mercato	68.850
Valore contabile	67.248
Plusvalenza (Minusvalenza) lorda	1.602
Imposizione fiscale figurativa	20%
Effetto fiscale	320
Plusvalenza (Minusvalenza) netta	1.282
Plus/Minusvalenza Fabbricati Industriali (Senago)	
Valore di mercato	676.600
Valore contabile	220.773
Plusvalenza (Minusvalenza) lorda	455.827
Imposizione fiscale figurativa	20%
Effetto fiscale	91.165
Plusvalenza (Minusvalenza) netta	364.662
Plus/Minusvalenza Impianto Fotovoltaico (Senago)	
Valore di mercato	175.922
Valore contabile	209.137
Plusvalenza (Minusvalenza) lorda	(33.215)
Imposizione fiscale figurativa	20%
Effetto fiscale	(6.643)
Plusvalenza (Minusvalenza) netta	(26.572)
Totale Rettifiche Lorde	424.215
Totale Rettifiche Nette	339.372

Di seguito, tenuto conto dell'effetto fiscale figurativo sulle Rettifiche, è riportato il valore del Patrimonio Netto Rettificato della Società.



**Aprile Srl - Valutazione con Metodo Patrimoniale Semplice al 31 marzo
2016 (€)**

Patrimonio netto	28.446
Totale rettifiche a lordo dell'imposta	424.215
<i>Rettifiche a lordo imposte - Immobili Paderno</i>	<i>1.602</i>
<i>Rettifiche a lordo imposte - Fabbricati Senago</i>	<i>455.827</i>
<i>Rettifiche a lordo imposte - Impianti Fotovoltaici Senago</i>	<i>(33.215)</i>
Imposizione fiscale figurativa	20%
Totale rettifiche nette	339.372
Patrimonio Netto Rettificato	367.818

Si precisa che ai fini della Tabella che precede non sono stati considerati gli effetti delle potenziali ulteriori rettifiche ai saldi patrimoniali commentate nel Paragrafo 2.2, in quanto non particolarmente significativi.

4.3 Considerazioni finali

Nell'ambito della valutazione delle quote oggetto di pignoramento di proprietà del [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED] considerando la natura immobiliare della Società e il set informativo a disposizione, è stato adottato il metodo patrimoniale semplice.

L'esercizio valutativo è consistito principalmente nella determinazione del Patrimonio Netto Rettificato, aggiungendo al patrimonio netto contabile le plusvalenze e minusvalenze potenziali della Società alla Data di Riferimento del 31.03.2016. In particolare dall'analisi della situazione patrimoniale fornita sono state effettuate delle Rettifiche al fine di adeguare i valori contabili ai valori correnti sulle seguenti poste:

1. Immobili civili corrispondenti all'appartamento di Paderno Dugnano (MI);
2. Fabbricati Industriali rappresentati da due laboratori e un ufficio siti nel comune di Senago (MI);
3. Impianti corrispondenti a 18 stringhe di pannelli fotovoltaici installati su un fabbricato di Senago.

La valutazione ha così determinato un valore economico di Aprile Srl che si attesta a **€367.818**, risultando di fatto superiore al patrimonio netto della società al 31 marzo 2016.



5. Conclusioni

Sulla base del lavoro svolto, illustrato nel documento, e sulla base della metodologia valutativa prescelta, riteniamo che il valore economico attribuibile alla società Aprile Srl alla Data di Riferimento del 31 marzo 2016 possa attestarsi in **€367.818**. Di conseguenza, si ritiene che il valore della quota di partecipazione oggetto di pignoramento, corrispondente al 50% del capitale sociale di Aprile Srl, risulti essere pari a **€183.909**.

Si precisa infine che tale valore è stato identificato nell'ambito delle finalità valutative di cui al Paragrafo 1.2 e considerate le ipotesi e limitazioni espresse nel Paragrafo 1.5 della presente Perizia.

Milano, 8 novembre 2016

PricewaterhouseCoopers SpA



Alberto Beretta
(Consulente Tecnico)



Allegati

Titolo documento	N. Allegato
Perizia Immobiliare predisposta da parte dell'Arch. Daniela Nasta in data 25 ottobre 2016	1
Modello IVA 2016	2
Prospetto di calcolo della liquidazione IVA relativa al primo trimestre 2016	3
Scheda contabile del conto "Crediti verso fornitori"	4
Scheda contabile del conto "Depositi cauzionali"	5
Schede contabili relative ai clienti della Società	6
Estratto conto c/c n. [REDACTED] acceso presso Banca [REDACTED]	7
Estratto conto c/c n. [REDACTED] acceso presso Banca [REDACTED]	8
Schermata relativa ad Aprile Srl estratta dal Portale Fotovoltaico	9
Scheda contabile del conto "Debiti verso altri finanziatori"	10
Schede contabili relative ai fornitori della Società	11
Bozza di Modello Unico 2016 relativo ai redditi 2015	12
Scheda contabile del conto "Altri debiti"	13
Modello Unico 2015 relativo ai redditi 2014	14
Scheda contabile del conto "IRPEF/IRES in compensaz. entro es.succ."	15

