

**TRIBUNALE DI PORDENONE**

Esecuzione mobiliare R.G. N. 282/2017 promossa da

[REDACTED] in per-  
sona del legale rappresentante sig. [REDACTED]  
[REDACTED] rappresentata e difesa dagli avv.ti Nicola De Stefano e Elisa De  
Stefano del foro di Pordenone, con studio a Pordenone, Corso Vittorio Emanuele II n. 54, Tel. 0434/523853, Fax 0434/247038, PEC: [nicola.destefano@avvocatipordenone.it](mailto:nicola.destefano@avvocatipordenone.it); [elisa.destefano@avvocatipordenone.it](mailto:elisa.destefano@avvocatipordenone.it);

contro

[REDACTED]  
[REDACTED]  
[REDACTED] contumace

**Giudice: DOTT. MARCO SPADOTTO RAPINO**

**C.T.U.: Dott. Mauro Moras**, con studio in Pordenone, vicolo del Lavatoio n. 7  
– C.F. MRSMRA66R27G888LM – Fax n. 0434/29100 – Posta elettronica  
certificata [mauro.moras@cgn.legalmail.it](mailto:mauro.moras@cgn.legalmail.it)



## 1. PREMESSA

Ill.mo Sig. Giudice,

il sottoscritto, dott. Mauro Moras, [REDACTED] con studio in Pordenone, vicolo del Lavatoio n. 7, iscritto nell'albo dei Dottori Commercialisti ed esperti contabili di Pordenone al n. 218, iscritto all'albo dei Consulenti Tecnici del Giudice presso il Tribunale di Pordenone al n. 6/2005 dal 02/04/2005 per la categoria "Dottori commercialisti", nella specialità "Analisi bilancio e scritture contabili", iscritto nel Registro dei Revisori contabili, nominato Consulente Tecnico d'Ufficio dalla S.V. Ill.ma, deposita la propria Relazione esponendo quanto segue.



La presente relazione verrà ordinata per comodità di lettura, secondo il seguente

<b>SOMMARIO</b>		<b>Pag.</b>
<b>1. IL CONFERIMENTO DELL'INCARICO</b>		4
<b>2. INTERPRETAZIONE DEL QUESITO</b>		5
<b>3. LE OPERAZIONI PERITALI</b>		6
<b>4. LA DOCUMENTAZIONE ESAMINATA</b>		7
<b>5. OBIETTIVO DELLA VALUTAZIONE</b>		9
<b>6. DATA DI RIFERIMENTO DELLA VALUTAZIONE</b>		9
<b>7. ANALISI DEI "DATI AZIENDALI"</b>		9
7.1 Conoscenza del soggetto		10
7.2 Metodi di valutazione del capitale economico		12
7.3 Scelta concreta del metodo di valutazione		16
<b>8. RISPOSTA AL QUESITO</b>		
8.1 Stima del patrimonio netto rettificato		16
8.2 Determinazione dell'avviamento e del valore aziendale		20
8.3 Stima del valore della partecipazione		26
<b>ELENCO ALLEGATI</b>		28



## 1. IL CONFERIMENTO DELL'INCARICO

Nell'udienza del 19 settembre 2017, Il Giudice dott. Marco Spadotto Rapino nominava il sottoscritto dott. Mauro Moras, [REDACTED] iscritto all'Ordine dei dottori commercialisti ed esperti contabili di Pordenone al n. 218, con studio in Pordenone, Vicolo del Lavatoio n. 7, C.T.U. nella causa indicata in epigrafe, affidandogli il seguente incarico:

*"Determini il CTU il valore economico della quota sociale pignorata"* (v. allegato n. 1).

\* \* \*

Il quesito trae origine nell'esecuzione mobiliare N. 282/17 promossa da [REDACTED] a seguito del pignoramento eseguito in data 06.03.2017, atto cron. n. 949/C, trascritto presso il Registro delle Imprese di Pordenone in data 22.03.2017 al prot. n. 5066/2017 della quota della partecipazione sociale del 20% di nella [REDACTED] per un valore nominale di Euro 10.000,00, di proprietà del sig. [REDACTED]

Si riassumono di seguito gli atti prodromici all'incarico ricevuto:

1. il Tribunale di Pordenone in data 28.10.2016 emetteva sentenza nr. 701/16 Sent., pubblicata il 28.10.2016, munita di formula esecutiva il 04.11.2016, con la quale condannava il sig. [REDACTED] a risarcire a [REDACTED] il danno subito pari ad Euro 6.175,94, nonché a rifondere alla stessa le spese di lite;
2. in data 11.11.2016 la creditrice notificava atto di precetto al sig. [REDACTED] per Euro 10.178,98;
3. con atto notificato in data 15.02.2017 [REDACTED] dava impulso all'azione espropriativa presso terzi;



4. con atto notificato in data 06.03.2017 la creditrice pignorava la quota di partecipazione sociale del 20% nella [REDACTED] per un valore nominale di Euro 10.000,00, di proprietà del sig. [REDACTED]
5. tale pignoramento veniva iscritto presso il Registro delle Imprese di Pordenone in data 22.03.2017 (prot. n. 5066/2017);
6. su istanza della creditrice del 31.03.2017, in data 31.05.2017 il Giudice dell'Esecuzione fissava udienza di comparizione avanti a sé per il giorno 27.06.2017;
7. nel corso di tale udienza il G.E. nominava stimatore della quota pignorata il sottoscritto, fissando l'udienza del 19.09.2017 per il conferimento dell'incarico e il giuramento di rito.

\* \* \*

La creditrice procedente è assistita dagli avv.ti Nicola De Stefano ed Elisa De Stefano di Pordenone.

L'esecutato è contumace.

## 2. INTERPRETAZIONE DEL QUESITO

Il Giudice richiede di stimare il valore economico della quota societaria del 20% e del valore nominale di euro 10.000,00, di proprietà dell'esecutato [REDACTED]

[REDACTED] nella seguente società:

• [REDACTED] iscritta

[REDACTED]  
capitale sociale euro 50.000,00 interamente versato.



La metodologia seguita sarà quindi quella di stimare il valore economico dell'intera società per poi addivenire alla stima della quota oggetto del pignoramento, pari al 20% del capitale sociale.

### 3. LE OPERAZIONI PERITALI

Nell'udienza del 19 settembre 2017 il Giudice dell'Esecuzione concedeva termine di 90 giorni decorrenti dall'inizio delle operazioni peritali per l'espletamento dell'incarico, avvenuto il giorno 03/10/2017 alle ore 15.00, in Pordenone, vicolo del Lavatoio n. 7, presso lo studio dello scrivente C.T.U.

Al termine dell'udienza di cui sopra il C.T.U. ritirava e successivamente consultava i fascicoli di parte.

Alla prima riunione del 03/10/2017, nessuna delle parti era presente, in quanto l'esecutato è contumace e il creditore procedente non riteneva di nominare C.T. di parte.

Letti gli atti di causa e la documentazione reperita presso gli archivi pubblici, in data 12.10.2017 il sottoscritto C.T.U. richiedeva alla [REDACTED] la seguente documentazione:

1. Situazione contabile analitica di [REDACTED] al 31.10.2017;
2. Schede contabili della società, sempre alla medesima data;
3. Libro cespiti ammortizzabili della società aggiornato al 31.12.2016.
4. Il contratto di sublocazione con [REDACTED]  
[REDACTED]

Lo scrivente, esaminata la documentazione di cui sopra, in data 11.12.2017 chiedeva ad [REDACTED] di poter effettuare un sopralluogo presso la sede della società vol-



to alla verifica delle consistenze e dello stato di beni facenti parte del compendio aziendale.

Previo accordo con la parte, tale sopralluogo si teneva in data 15 dicembre 2017, nel corso del quale il sottoscritto verificava a campione i beni aziendali elencati nel registro dei cespiti ammortizzabili, constatandone la presenza e l'assenza di danni e di deterioramenti, eccetto il normale degrado dovuto all'uso (v. Allegato n. 2).

Successivamente, il sottoscritto infine acquisiva ulteriore documentazione contabile e fiscale, di seguito elencata.

Lo scrivente, esaminata la documentazione acquisita, redigeva il presente elaborato finale.

#### **4. LA DOCUMENTAZIONE ESAMINATA**

In relazione ai dati aziendali oggetto di analisi lo scrivente chiarisce di aver concentrato l'attività di analisi sui documenti contabili e sociali, partendo dalla situazione contabile redatta con riferimento alla data del 31.10.2017.

L'analisi della situazione contabile al 31.10.2017, redatta nella forma di un bilancio intermedio, ha necessariamente comportato l'esame delle relative documentazioni di supporto, nonché della documentazione sociale complementare e necessaria:

- a) visura camerale della società (Allegato 3)
- b) atto costitutivo e statuto sociale (Allegati 4 -5)
- c) schede contabili
- d) situazione dei conti al 31.10.2017 (Allegato 6)
- e) contratti di finanziamento e mutuo e estratti conto (Allegato 7-9)
- f) tabulati dei cespiti aziendali (Allegato 10)
- g) bilancio abbreviato d'esercizio al 31.12.2012, composto



- da stato patrimoniale, conto economico e nota integrativa e  
il verbale di assemblea ordinaria dd. 30.05.2013 di approva-  
zione dello stesso (Allegato 11)
- h) bilancio abbreviato d'esercizio al 31.12.2013, composto  
da stato patrimoniale, conto economico e nota integrativa  
e il verbale di assemblea ordinaria dd. 16.07.2014 di approva-  
zione dello stesso (Allegato 12)
- i) bilancio abbreviato d'esercizio al 31.12.2014, composto  
da stato patrimoniale, conto economico e nota integrativa e  
il verbale di assemblea ordinaria dd. 14.07.2015 di approva-  
zione dello stesso (Allegato 13)
- j) bilancio abbreviato d'esercizio al 31.12.2015, composto  
da stato patrimoniale, conto economico e nota integrativa  
e il verbale di assemblea ordinaria dd. 29.04.2016 di approva-  
zione dello stesso (Allegato 14)
- k) bilancio microimprese al 31.12.2016, composto  
da stato patrimoniale e conto economico micro e  
il verbale di assemblea ordinaria dd. 29.04.2017  
di approvazione dello stesso (Allegato 15)
- l) dichiarazioni fiscali del triennio precedente
- m) contratto di sublocazione e noleggio attrezzature  
stipulato in data 01.09.2014 tra [redacted] e  
[redacted]  
[redacted]  
[redacted] rappresentata dalla  
sig.ra [redacted] (Allegato 16)
- n) scrittura privata dd. 01.09.2015 sottoscritta tra [redacted]





[REDACTED] per la riduzione del canone di  
sublocazione da euro 10.000,00 ad euro 8.000,00 mensili,

oltre I.V.A.

(Allegato 17)

Sono state altresì eseguite verifiche contabili a campione sulla contabilità, anche acquisendo la relativa documentazione di supporto, al fine di testare l'attendibilità dell'impianto contabile.

## **5. OBIETTIVO DELLA VALUTAZIONE**

Lo scrivente ha proceduto alla stima del valore aziendale della Società [REDACTED] alla data del 31 ottobre 2017, dopo aver eseguito i sopralluoghi, compiuti i rilievi, assunte le informazioni opportune e dopo aver esaminato, unitamente all'organo amministrativo e al servizio contabile della società, la situazione patrimoniale a tale data.

Sono state quindi eseguite adeguate verifiche aventi per oggetto la documentazione amministrativo-contabile e l'effettiva esistenza e consistenza dei beni sociali. Sono state, inoltre, assunte informazioni in merito all'eventuale esistenza di passività potenziali non riflesse nella situazione patrimoniale di riferimento. In ultima analisi, sono state poi considerate anche le informazioni di carattere generale assunte con riferimento al contesto economico nel quale opera la società.

## **6. DATA DI RIFERIMENTO DELLA VALUTAZIONE**

La valutazione è stata effettuata con riferimento alla situazione contabile prodotta con riferimento alla data del 31.10.2017.

La presente relazione tiene altresì conto dei dati espressi dai bilanci relativi agli esercizi chiusi al 31/12/2012, 31/12/2013, 31/12/2014, 31/12/2015, 31/12/2016.

## **7. ANALISI DEI "DATI AZIENDALI"**

L'analisi dei c.d. "dati aziendali" passa attraverso un processo logico sistematico che prevede diversi step:

- a) conoscenza del soggetto,
- b) analisi specifica delle componenti patrimoniali.



### 7.1 Conoscenza del soggetto

La società [REDACTED] è stata costituita con atto del 21.09.2012, iscritta nel registro delle imprese di Pordenone in data 02.10.2012, dai signori:

- [REDACTED]  
[REDACTED] con una quota di Euro 20.000,00, interamente versata, pari al 40% del capitale sociale;
- [REDACTED]  
[REDACTED], con una quota di Euro 20.000,00, interamente versata, pari al 40% del capitale sociale;
- [REDACTED]  
[REDACTED] con una quota di Euro 10.000,00, interamente versata, pari al 10% del capitale sociale.

La compagine sociale non ha subito ad oggi alcuna variazione, eccetto ovviamente il pignoramento di cui al procedimento in oggetto.

L'oggetto dell'attività dell'impresa consiste nella gestione di palestre, strutture per attività sportive e ginniche in genere; la fornitura e la gestione di tutti i servizi necessari e/o utili a preservare, mantenere la salute e lo stato fisico, atletico ed estetico alla persona.

La sede legale viene fissata a [REDACTED] dove viene svolta l'attività sociale, e tale è rimasta fino ad oggi.

Ai sensi dell'art. 14 dello Statuto sociale vigente dal 29.04.2004, l'amministrazione della società è regolata come segue: *"La società può essere amministrata, alternativamente, su decisione dei soci in sede della nomina:*

- a) *da un amministratore unico;*
- b) *da due o più amministratori con poteri congiunti, disgiunti da esercitarsi a maggioranza;*
- c) *da un consiglio di amministrazione composto da due a cinque amministratori, secondo il numero determinato dai Soci al momento della nomina.*

Nell'atto di costituzione i soci affidano l'amministrazione della società ad un Consiglio di amministrazione nominato a tempo indeterminato, fino a revoca, costituito dai



soci [redacted] Presidente del Consiglio di Amministrazione, e [redacted] consigliere.

In data 30.05.2016 (iscr. 04.07.2016) l'assemblea dei soci nomina amministratore unico la sig.ra [redacted] la quale alla data odierna risulta ancora in carica.

Per quanto attiene alle cronistoria delle principali vicende aziendali, la Società inizia a svolgere direttamente l'attività di gestione della palestra sita in [redacted] a partire dal 15.12.2012. Il primo esercizio sociale, di soli 16 giorni di attività effettiva, è privo di rilevanza.

Il 2013 è il primo esercizio effettivo di attività. Il bilancio di tale esercizio si chiude con un volume di ricavi pari a Euro 162.730 ed una perdita pari ad Euro 42.795. Gli investimenti complessivamente realizzati ammontano a circa 300 euro/migliaia e riguardano perlopiù i macchinari e le attrezzature per la palestra nonché i lavori svolti nell'immobile concesso in locazione da terzi.

La fonte di finanziamento è costituita dall'apporto dei soci e soprattutto da due mutui erogati da Banca della Marca per complessivi euro 200.000,00.

L'assemblea ordinaria del 16.07.2014, nell'approvare il bilancio 2013, delibera di coprire la perdita mediante utilizzo del finanziamento in conto copertura perdite versato dai soci durante l'esercizio per Euro 20.000,00 e con ulteriori versamenti da effettuarsi da parte dei soci entro il 31.12.2014 per Euro 22.795,09.

Nel settembre 2014 interviene una modifica sostanziale dell'attività sociale. Con decorrenza 01.09.2014 la società interrompe l'attività di gestione diretta della palestra e stipula un contratto di sublocazione con noleggio di tutte le attrezzature con la

[redacted] durata fino al 31.08.2020 e con possibilità di rinnovo di ulteriori sei anni, a condizione che sia ancora in essere il contratto di locazione immobiliare in corso tra la [redacted] e la società proprietaria dell'immobile, la [redacted]. Il canone di sublocazione pattuito ammonta ad Euro 10.000,00 oltre ad Iva, mensili.

In sostanza, il ramo di azienda commerciale viene affittato a tale [redacted]

Il bilancio relativo all'esercizio 2014 si chiude con un volume di ricavi di Euro 152.676 e con una perdita di euro 15.611.



Nel settembre 2015, e segnatamente con decorrenza 01.09.2015, il canone di affitto alla [REDACTED] viene ridotto da Euro 10.000,00 a Euro 8.000,00. Ciò nonostante il bilancio dell'esercizio si chiude con un utile di Euro 4.968,00 e un volume di ricavi pari a Euro 121.000,00.

Il bilancio dell'esercizio 2016 riflette tale riduzione: i ricavi di fine esercizio assommano a Euro 105.000,00 e il bilancio si chiude con un utile di Euro 5.972,00.

Nel 2017 la società prosegue la gestione **indiretta** della palestra mediante incasso dei canoni di affitto dall' [REDACTED] per 8.000,00 euro mensili, oltre ad Iva.

La società, alla data odierna, non ha dipendenti in forza, avendo sospeso dal 2014 l'attività in forma diretta.

## 7.2 Metodi di valutazione del capitale economico

La dottrina maggiormente accreditata ha formato ormai delle indicazioni di massima da utilizzare per poter effettuare una valutazione che tenga conto correttamente di principi quali la razionalità e la trasparenza dell'intero impianto valutativo in tutte le sue fasi. In particolare, dove il processo valutativo debba tener conto in modo preponderante della redditività futura del soggetto oggetto della valutazione, sarà necessario analizzare in chiave prospettica il trend evolutivo del soggetto medesimo sia in termini reddituali che finanziari (la scelta del metodo, quindi, sarà strettamente correlata a tale necessità) ponendo particolare attenzione ad esprimere un giudizio che tenga in debito conto la reale capacità dell'impresa valutata a generare redditi e flussi finanziari.

In altri casi, proprio per la particolare natura dell'attività esercitata dall'impresa oggetto di valutazione, diventano maggiormente rispondenti alla finalità della valutazione i cosiddetti metodi patrimoniali. La metodologia patrimoniale si fonda sull'ipotesi che il valore dell'azienda sia pari al costo di sostituzione (o di riproduzione) dell'attivo aziendale sottratto il valore di tutte le passività, prescindendo, quindi, dalla capacità di generare reddito dell'azienda. Tali metodi di valutazione sono particolarmente indicati per la valutazione di imprese quali le società immobiliari o imprese in cui gli *asset* patrimoniali siano preponderanti rispetto agli altri beni costituenti l'azienda medesima.

Di seguito verranno illustrati i principali metodi di valutazione aziendale principalmente in uso.

### METODO REDDITUALE



Alla base della scelta di tale metodo di valutazione vi è la convinzione che il valore dell'impresa sia positivamente correlato con la generazione di reddito per i periodi futuri. Essendoci alla base una diretta proporzionalità tra il valore della società e i redditi da essa generati, diverrà di fondamentale importanza normalizzare il reddito calcolato su un opportuno arco temporale di riferimento depurandolo da tutte quelle componenti di carattere straordinario e di quelle componenti inserite in bilancio per scopi puramente fiscali che potrebbero così influenzare il valore finale della valutazione medesima.

Una volta ottenuto il cosiddetto "reddito normalizzato" per i singoli redditi annuali facenti parte dell'arco temporale prescelto, tali redditi verranno attualizzati secondo un tasso opportunamente scelto e se del caso depurati degli effetti distorsivi del processo inflativo sui dati utilizzati per la valutazione ottenendo così una maggiore omogeneità dei dati medesimi.

#### METODO MISTO

Le variabili caratterizzanti il metodo reddituale (la determinazione del reddito normalizzato e la scelta del corretto tasso di attualizzazione) sono ovviamente soggette a margini di incertezza rilevante e proprio per tale peculiarità la scelta che sottostà unicamente a tali variabili deve essere effettuata nel momento in cui vi sia una ragionevole probabilità che i redditi prospettici normalizzati si verifichino poi anche nella realtà in capo all'impresa oggetto di valutazione.

A tale complessità si è cercato di dare soluzione attraverso l'utilizzo del metodo patrimoniale misto. Tale metodologia valutativa permette di conciliare la maggiore obiettività della valutazione patrimoniale con le ipotesi reddituali definite in chiave prospettica derivanti dalla scelta del metodo di valutazione reddituale. Là dove il valore derivante dal raffronto tra il valore ottenuto dall'applicazione del metodo reddituale ed il valore ottenuto dall'applicazione del metodo patrimoniale, calcolato a seconda che il metodo patrimoniale sia semplice o complesso, generi un valore positivo, vi sarà un avviamento positivo meglio definito Goodwill dalla prassi; mentre laddove tale valore sia negativo nascerà un avviamento negativo (Badwill). Il valore dell'avviamento sarà quindi diretta espressione dell'attualizzazione dei sovraredditi attesi, calcolati in funzione di un tasso di attualizzazione, prendendo in considerazione il rendimento equiva-



lente a quello rappresentato dall'investimento in titoli a medio lungo termine privi di rischio.

Il criterio di valutazione che la dottrina più accreditata ritiene maggiormente indicato per la determinazione del "capitale economico" delle aziende industriali e di servizi risulta essere, generalmente, quello "misto" *patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento*. Le altre metodologie, basate sui flussi reddituali o finanziari, o su valutazioni di tipo patrimoniale "complesso", vengono generalmente utilizzate quale strumento di verifica del risultato ottenuto con il metodo "misto".

Nella "valutazione" di aziende di servizi come quella in oggetto, tale metodologia offre, infatti, risultati apprezzabili ma, soprattutto, privi dei rilevanti "margini di discrezionalità" che gli altri metodi assegnano invece al perito stimatore. Appare, quindi, di tutta evidenza come la metodologia utilizzata sia quella che garantisce un risultato il più possibile "oggettivo", riducendo largamente ogni possibile margine di arbitrio.

Più in generale, nei casi in cui il valore assunto dal complesso aziendale valutato con criteri strettamente patrimoniali risulta inferiore rispetto a quello stimato invece con criteri reddituali, deriva che, molto probabilmente, il capitale economico (convenzionalmente definito W) differisce rispetto al valore patrimoniale K per effetto della presenza di un *avviamento* (ovvero di un avviamento negativo, il cosiddetto *badwill*). Tale differenziale tende a quantificare, infatti, proprio il maggiore o minore valore assunto dai beni autonomamente valutati rispetto alla capitalizzazione della capacità di produrre reddito riconosciuta al complesso aziendale. Il valore dell'azienda viene quindi spesso determinato (soprattutto nell'esperienza professionale italiana) sommando l'avviamento al valore patrimoniale "semplice" e determinando il *goodwill* autonomamente, sulla base dell'attualizzazione dei sovraredditi, su un orizzonte temporale adeguato al settore e al tipo di azienda oggetto di stima.

L'avviamento viene generalmente calcolato nei seguenti modi:

$$\text{Avviamento} = \frac{(R - i'K)}{i} \quad (1)$$

nei casi in cui si intenda determinare l'avviamento per capitalizzazione dei sovraredditi medi attesi  $(R - i'K)$ , su un orizzonte temporale illimitato, ovvero,

$$\text{Avviamento} = (R - i'K) \times a_{\infty} \quad (2)$$



nei casi in cui si intenda invece determinare l'avviamento per attualizzazione dei sovraredditi medi attesi ( $R - i' K$ ) su un orizzonte temporale limitato.

In entrambe le formule, il significato dei diversi simboli è il seguente:

$R$  = reddito medio normale atteso (al netto del salario figurativo spettante all'imprenditore);

$i'$  = tasso di redditività medio normale, riferibile sia al "settore", sia alla specifica realtà dell'impresa oggetto d'indagine;

$K$  = capitale netto "rettificato";

$a_{n,i}$  = valore attuale della rendita unitaria annuale posticipata per "n" anni al tasso " $i$ ";

$n$  = anni costituenti l'orizzonte temporale limitato di manifestazione dell'avviamento;

$i$  = tasso di attualizzazione del sovrareddito. Tale tasso si individua avendo riguardo al rendimento di mercato per investimenti privi di rischio, pari al rendimento dei titoli di stato del periodo.

#### METODO PATRIMONIALE SEMPLICE

Il metodo patrimoniale semplice tende a determinare il valore del patrimonio netto aziendale sulla base del valore corrente di tutte le poste in bilancio. Il procedimento di valutazione ha come primo punto di partenza il patrimonio netto contabile alla data di riferimento della valutazione comprensivo del risultato di esercizio e con esclusione dei valori eventualmente soggetti a distribuzione.

Con riferimento ai componenti costituenti l'attivo, il processo valutativo può considerare solamente i beni materiali, i crediti e la liquidità; mentre i beni di utilità pluriennale a carattere immateriale non sono oggetto di valutazione con questo metodo.

#### METODO PATRIMONIALE COMPLESSO

Il metodo patrimoniale complesso, a differenza di quello semplice, tiene conto anche di beni immateriali e di oneri di utilità pluriennale che risultano dalla situazione contabile dell'azienda quali marchi, brevetti, know-how, le risorse umane e l'immagine aziendale della medesima. La determinazione del valore dell'impresa secondo tale metodologia tiene in considerazione il patrimonio netto rettificato con il criterio del metodo patrimoniale semplice cui si somma il valore delle immobilizzazioni immateriali. La valutazione delle immobilizzazioni immateriali può avvenire assegnando un valore



autonomo ad ogni immobilizzazione immateriale, dove la tipologia di immobilizzazione immateriale lo consenta, oppure assegnando un valore ai beni immateriali non valutabili separatamente nell'ambito di un concetto generale di avviamento.

### **7.3 Scelta concreta del metodo di valutazione**

Nella fattispecie, trattandosi di piccola impresa, peraltro affittata, operante nell'ambito dei servizi alla persona, lo scrivente ha ritenuto idoneo adottare **il metodo misto patrimoniale e reddituale, con il quale la valutazione del capitale economico aziendale si struttura in due fasi: valutazione del patrimonio e valutazione del valore autonoma dell'avviamento, che alla fine vengono sommati tra loro.**

Pertanto, seguendo tale criterio, il valore dell'azienda nel suo complesso deriva dalla soluzione della seguente formula:

$$\text{Valore Aziendale} = K + G$$

Dove:

K = Patrimonio netto rettificato

G = Avviamento (Goodwill).

## **8. RISPOSTA AL QUESITO**

### **8.1 Stima del patrimonio netto rettificato**

Per procedere alla stima del patrimonio netto rettificato di [REDACTED] si è ritenuto opportuno far riferimento ai valori contabili della società. Le scritture contabili risultano, nel complesso, corrette e attendibili.

Dall'esame dei documenti prodotti in sede di causa, dalla situazione contabile esaminata (v. allegato n. 10) e dai bilanci depositati è emerso che il compendio aziendale oggetto di stima risulta composto da Beni mobili rappresentati da macchinari e attrezzature (v. allegato 6), da crediti e liquidità e da passività aziendali, sostanzialmente rappresentate da debiti bancari e debiti verso fornitori di modesta entità. Non sono ricomprese scorte di magazzino.

Per determinare il valore corrente del compendio di cui trattasi, si è proceduto alla rettifica degli elementi patrimoniali al fine di allinearli ai valori di mercato: le





valutazioni di bilancio contabili sono state sottoposte a raffronto con i valori correnti di mercato alla data del 31 ottobre 2017.

Esaminato il libro dei cespiti ammortizzabili e verificato l'effettivo stato degli stessi e la consistenza di pochi crediti rilevati, il sottoscritto ha ritenuto congruo il rispettivo valore netto contabile.

Le poste di debito sono state considerate al valore nominale, così come risultano dalle scritture contabili. Inoltre, non sono emerse passività potenziali da rilevare.

CONFRONTO TRA VALORI DI STIMA E CONTABILI									
STATO PATRIMONIALE AL 31/10/2017									
ATTIVITA'		Valori contab.	Rettifiche +/-	Valori di stima	PASSIVITA'		Valori contab.	Rettifiche +/-	Valori di stima
Crediti Vs SOCI		0,00	0,00	0,00	Fondi rischi ed oneri		0,00		0,00
Immobilizzazioni Immateriali					- TFM		0,00		
- Programmi software	2.190,07	0,00		0,00	- F.do Imposte		0,00		
(F.do ammortamento)	-2.190,07								
- Costi d'impianto	36.616,22	1.850,00	-1.850,00	0,00	TFR		0,00		0,00
(F.do ammortamento)	-34.766,22								
- Altri	24.520,04	6.925,36		6.925,36					
(F.do ammortamento)	-17.594,66								
Immobilizzazioni Materiali					Debiti				
				0,00	- Bancari		9.065,60		9.065,60
				0,00	Debiti verso istituti di credito				
- Terreni				0,00	Banca della Marca		6.446,20		
(F.do amm.to)					Debiti verso banche entro l'es.		2.619,40		
- Impianti e macchinari	161.634,40	67.036,09		57.036,09					
(F.do amm.to)	104.598,31								
- Attrezzatura		0,00		0,00					
(F.do amm.to)									
Attrezzatura		0,00		0,00					
(F.do amm.to)					- V/aiuti finanziatori oltre		76.486,65		76.486,65
- Autovetture		0,00	0,00	0,00	Debiti verso banche c/fin.		76.486,65		
(F.do amm.to)					Debiti verso altre imprese c/fin.				
- Automezzi		0,00		0,00					
(F.do amm.to)			0,00		deb. v/unires.				
Beni inf. milione		0,00		0,00					
(F.do amm.to)					- Fornitori		21.217,80		21.217,80
			0,00	0,00	Debiti per fatture ricevute		19.569,85		
			0,00		Debiti per fatture da ricevere		1.647,95		
				0,00	Crediti v/fornit.				
					Note accr.				



- Arredamento e insegne	68.738,91	22.528,86		22.528,86					
(F.do amm.to)	-46.210,65								
- Macchine el. ed elettr.	3.284,15	1.091,30		1.091,30	- Debiti verso erario		2.912,60		3.066,60
(F.do amm.to)	-2.192,85				Debiti verso erario	960,00			
- Sistemi elettronici		0,00		0,00	Imposte Ires/Irap			154,00	
(F.do amm.to)					Erario 1001				
					Iva c/vendite	165,00			
					Erario c/iva	1.767,60			
<b>Immobilizzazioni finanziarie</b>					Anticipi clienti				
in imprese Controllate		0,00	0,00	0,00					
Depositi cauzionali	150,00	150,00	0,00	150,00	- Debiti a breve		0,00		0,00
<b>Rimanenze</b>					Anticipi a diversi				
- Materie prime (Fondo sval.)		0,00		0,00	Altri debiti per diff. sul personale				
			0,00	0,00	Debiti v/amm.ri				
				0,00	- Debiti previdenziali		438,44		438,44
<b>Crediti</b>					Debiti v/cassa edile	438,44			
- Crediti a breve		64.485,67		64.485,67	Debiti v/inps amm.ri				
Clienti per fatture emesse	485,67			0,00					
Clienti per fatture da emettere (Fondo svalut. Crediti)	64.000,00			0,00					
					<b>Ratei e risconti</b>	724,86	724,86		724,86
Crediti verso altri		5.376,09	0,00	5.376,09	<b>TOTALE</b>		<b>110.845,95</b>		<b>110.999,95</b>
- prestiti dip.			0,00						
- anticipi a fornitori	376,09		0,00		<b>PATRIMONIO NETTO</b>		<b>49.561,71</b>		<b>52.897,71</b>
- cred. Soci	5.000,00		0,00						
Crediti per anticipi utili			0,00						
Crediti per imp. antic.	90,49	90,49	5.340,00	5.430,49					
Crediti v/erario		663,96		663,96					
- erario Ires									
- erario Irap									
- erario Iva	663,96								
<b>Liquidità</b>									
- Cassa	205,72	205,72		205,72					
Ratei e risconti	4,12	4,12		4,12					
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>		<b>160.407,66</b>		<b>163.897,66</b>	<b>TOTALE PASSIVITA'</b>		<b>160.407,66</b>		<b>163.897,66</b>

Gli interventi di rettifica effettuati vengono di seguito evidenziati e motivati.

1. *Rettifica in diminuzione dei costi d'impianto per Euro 1.850.*

I Principi Italiani di Valutazione (PIV 2015) distinguono i beni immateriali in identificabili (o specifici) e non identificabili (o generici). I primi possono essere ceduti, trasferiti, locati o concesso in uso o scambiato in forma separata rispetto all'azienda o nascono da diritti legali o contrattuali in grado di generare benefici



per il titolare. I beni immateriali non identificabili solitamente sono inseparabili e sono riconducibili all'avviamento.

Dovendo stimare l'avviamento separatamente, ne deriva i beni immateriali generici non devono essere considerati al fine della stima del patrimonio netto rettificato, in quanto diversamente si avrebbe una duplicazione di valori.

I costi d'impianto e ampliamento sostenuti per la costituzione della società, per l'avvio contabile della società e di progettazione generica e le spese di pubblicità iniziali rientrano in questa ultima categoria e pertanto, nell'ottica di una valutazione patrimoniale mista con valutazione separata dell'avviamento, sono stati azzerati.

2. *Iscrizione di crediti per imposte anticipate per Euro 5.340.*

Dall'ultimo Modello Unico presentato (Unico 2017) si evince l'esistenza di perdite residue recuperabili dai redditi dei futuri esercizi per Euro 30.101. Come previsto dai Principi contabili di riferimento, a fronte di perdite fiscalmente rilevanti devono essere iscritti crediti per l'Ires anticipata sorta in relazione alle perdite fiscali maturate, conteggiata secondo le aliquote fiscali Ires stimate per gli esercizi in cui dette perdite andranno ad essere assorbite dai redditi attesi. Le imposte anticipate sono state iscritte, in base al principio della prudenza, in quanto esiste la ragionevole certezza del loro futuro recupero; in altri termini, si prevede nella fattispecie che i redditi attesi siano tali da assorbire dette perdite.

Il sottoscritto ritiene, infatti, che, nella situazione attuale, vi sia la ragionevole certezza di conseguire nei prossimi esercizi redditi imponibili almeno pari a tali perdite.



Orbene, posto che nella situazione contabile in esame non risultano iscritti crediti per Ires anticipata d'importo significativo, lo scrivente ha provveduto a computare l'Ires anticipata nel seguente modo:

Perdite fiscali x aliquota Ires – Ires Reddito stimato al 31.10.2017 (v. allegato n. 18)

$$30.101 \times 24\% - 1.884 = 5.340.$$

3. *Iscrizione dell'Irap maturata sul valore della produzione della frazione di esercizio per euro 154. (V. prospetto di calcolo allegato n. 19).*

Sulla scorta di quanto sopra, il valore del Patrimonio netto rettificato ammonta ad Euro 52.897,71, che si arrotonda a 52.900,00.

## **8.2 Determinazione dell'avviamento e del valore aziendale**

Il metodo di valutazione seguito, ossia quello misto patrimoniale e reddituale, come già accennato in precedenza, consiste in una sintesi di “valori-flusso” e di “valori-stock”.

Quest'ultimo è rappresentato, come in precedenza illustrato, dal valore del patrimonio netto valutato a valori correnti, mentre il primo si identifica nell'avviamento, ossia nella capitalizzazione dei sovraredditi attesi che l'azienda appare essere in grado di generare rispetto ai valori medi del settore.

Nel caso di specie, tenuto conto della scadenza del contratto di affitto, fissata per il 31.08.2020, con possibilità di rinnovo per ulteriori sei anni, lo scrivente ha ritenuto di seguire la formula (2) di determinazione dell'avviamento, ossia:

$$\text{Avviamento} = (R - i' K) \times a_{n,i'}$$

Dove come si è detto:

R = reddito medio normale atteso (al netto del salario figurativo spettante all'imprenditore);

i' = tasso di redditività medio normale, riferibile sia al "settore", sia alla specifica realtà dell'impresa oggetto d'indagine;



$K$  = capitale netto "rettificato";

$a_n$  = valore attuale della rendita unitaria annuale posticipata per "n" anni al tasso "i";

$n$  = anni costituenti l'orizzonte temporale limitato di manifestazione dell'avviamento;

$i$  = tasso di attualizzazione del sovrareddito. Tale tasso si individua avendo riguardo al rendimento di mercato per investimenti privi di rischio, pari al rendimento dei titoli di stato del periodo.

#### Determinazione del Reddito Normale Atteso

Ai fini della determinazione del reddito medio prospettico normalizzato, da utilizzare per l'individuazione del sovrareddito, in mancanza di piani aziendali prospettici, si ritiene opportuno riferirsi ai redditi storici degli esercizi chiusi al 31/12/2015 ed al 31/12/2016, nonché dal reddito netto previsionale riferito all'esercizio 01/01/2017 – 31/12/2017, che tiene conto delle risultanze economiche al 31/10/2017.

Considerato che i ricavi gestionali sono costanti nel tempo (canone di sublocazione), la proiezione è stata ottenuta rapportando il risultato conseguito al 31.10.2017 per dodici mesi.

I dati economici conseguiti sono stati depurati dai componenti positivi e negativi originati da poste straordinarie, che non attengono dunque alla gestione caratteristica, nonché dagli ammortamenti dei costi di impianto e delle spese di pubblicità, in conformità a quanto operato per la determinazione del capitale netto rettificato, ove tali importi sono stati elisi. Si osservi peraltro i piani di ammortamento di tali costi pluriennali troveranno esaurimento con il bilancio relativo all'esercizio corrente e pertanto non vi saranno più quote destinate a gravare negli esercizi prospettici, oggetto della stima dell'avviamento.

Lo stipendio direzionale non viene computato in quanto l'azienda risulta di fatto affittata.



Le risultanze economiche in questione, dunque, desunte dai bilanci relativi agli esercizi dell'ultimo biennio e dal preventivo dell'esercizio in corso, depurate delle componenti suddette, sono le seguenti:

VOCE	2015	2016	31/10/2017	2017 (Proiezione)
Utile netto d'esercizio	4.968	5.972	5.777	6.932
<b>Rettifiche in diminuzione</b>				
sopravvenienze attive	(184)		(20)	(20)
imposte	0			0
plusvalenze	0		0	0
altro	0			0
<b>Rettifiche in aumento</b>				
sopravvenienze passive	4.775	0	-	-
perdite su crediti	-	-	-	-
Oneri finanziari	-	-	-	-
minusvalenze	-	-	-	-
amm.ti costi pluriennali	7.323	7.323	4.896	5.875
stipendio direzionale				
altro	-	-	-	-
<b>Totale</b>	<b>16.882</b>	<b>13.295</b>	<b>10.653</b>	<b>12.787</b>
imposte	27,90% 3.411	2.043	1.360	1.634
<b>Reddito normale atteso</b>	<b>13.471</b>	<b>11.252</b>	<b>9.293</b>	<b>11.153</b>

Trattandosi di attività di servizi, possiamo ritenere che le previsioni di breve periodo costruite mantengano un accettabile livello di congruità e determinatezza.

#### *Imposte sul reddito*

Si è proceduto a normalizzare il reddito, sottoposto ad aliquote fiscali Ires ed Irap del 24% e 3,90% per gli esercizi a consuntivo e previsionali, apportando le variazioni in aumento per tener conto delle aliquote fiscali degli esercizi di proiezione.

Atteso che nella tabella suesposta il valore di partenza è già al netto delle imposte di competenza, al fine del computo del reddito normalizzato si è provveduto a calcolare le imposte solo sulle variazioni apportate.



---

Andamento dell'utile netto "normalizzato"

**Risultati economici: utile "normalizzato"**

(importi in euro)

Utile "normalizzato"	2015	<i>Euro</i>	13.471
Utile "normalizzato"	2016	<i>Euro</i>	11.252
Utile "normalizzato"	2017	<i>Euro</i>	11.153
<i>Totale</i>		<i>Euro</i>	35.876

Pertanto, la media aritmetica semplice dell'utile "normalizzato", assume il valore di euro  $35.876/3 = \text{Euro } 11.959$ .

\*\*\*

Per poter applicare tale metodo è necessario individuare, oltre ai dati relativi al "valore corrente del patrimonio netto" ed al "reddito normale medio atteso" già evidenziati in precedenza, i seguenti parametri:

- il tasso di rendimento normale per il settore di riferimento;
- il tasso di attualizzazione del sovrareddito;
- l'orizzonte temporale di riferimento.

Il tasso di rendimento normale per il settore di riferimento

Sulla base delle premesse metodologiche sopra illustrate, il rendimento atteso è quantificabile come segue:

$$i' = rf + s$$

dove:

$i'$  = rendimento economico atteso

$rf$  = tasso privo di rischio (titoli di stato a ottobre 2017)

$s$  = premio al rischio

Per quanto attiene al tasso dei titoli di stato a medio termine emessi a ottobre 2017, il rendimento lordo desumibile dalle pubblicazioni di settore ammonta al **0,58%**.



Più complessa è la determinazione del premio di risultato  $s$ , dato da un tasso medio di rendimento di un paniere medio di titoli azionari (c.d. Equity Premium Around o EPA), corretto mediante applicazione del coefficiente Beta.

Anche il tasso di rendimento medio è desumibile dagli studi specialistici di settore. Per l'Italia, detto tasso assume valore medio del 7,43%.

Il coefficiente Beta, invero, risente della rischiosità dell'investimento e del settore in cui opera l'impresa.

Orbene, lo scrivente C.T.U. ritiene che tale coefficiente nel caso di specie assuma valore minore di uno e precisamente 0,72 (valore minimo per aziende di servizi), tenuto conto del basso rischio connesso ad un investimento caratterizzata da una componente di rendimento fissa.

Pertanto, nella fattispecie, il tasso di rendimento atteso  $i'$  è uguale

$$i' = 0,58\% + 7,43\% \times 0,72 = 5,9296\%, \text{ arrotondato al } 6\%.$$

#### Il tasso di attualizzazione del sovrareddito

Il tasso di attualizzazione che si ritiene corretto utilizzare è senza dubbio quello stesso tasso utilizzato per l'apprezzamento del rendimento del capitale investito relativo al fattore c.d. "free risk", ossia il tasso di rendimento lordo legato ai titoli di Stato BTP vigente alla data di riferimento della presente valutazione che, come si è evidenziato, risulta pari al **0,58%**.

#### L'orizzonte temporale di riferimento

In considerazione della natura del settore in cui l'azienda opera, delle dimensioni dell'azienda e della sua collocazione di mercato, si ritiene di poter stabilire in non più di **anni 5** l'orizzonte temporale futuro in relazione al quale i predetti flussi di "sovrareddito" possono ragionevolmente ritenersi effettivamente conseguibili dalla società. Oltre tale orizzonte temporale si ritiene che l'alea circa l'effettiva conseguibilità dei predetti "sovraredditi", anche in ipotesi di rinnovo del contratto di sublocazione





dell'immobile e di locazione dell'attrezzatura, raggiunga un livello tale da renderne del tutto arbitraria una loro considerazione ai fini della presente perizia di stima.

- ° -

Ritornando all'obiettivo della presente C.T.U., si riporta di seguito la formula utilizzata per la stima del valore dell'avviamento dell'azienda in oggetto, definita dalla dottrina "formula di capitalizzazione limitata del reddito differenziale medio":

$$G = a_{n-i} (R - i'K), \text{ dove:}$$

- G = è il valore dell'avviamento (goodwill);
- n = è il numero limitato degli anni che è stato prudenzialmente determinato in 5;
- i = è il tasso di attualizzazione al 31.10.2017 che è stato individuato nel 0,58%;
- R = è il reddito futuro medio netto programmato per il quinquennio 2018-2022;
- i' = è il tasso di capitalizzazione da applicare al valore del patrimonio oggetto di valutazione stimato a valori correnti al fine di determinare una misura di reddito medio ritenuta soddisfacente, tenuto conto del rischio del settore, che è stato determinato nel 6%;
- K = è il valore corrente del patrimonio sociale, determinato sulla base di quanto riportato nei paragrafi precedenti.

Utilizzando pertanto i parametri qui sopra individuati, nella formula del metodo misto prescelta, si ottiene quanto segue:

$$\text{Stima dell'azienda} = K + a_{n-i} (R - i'K),$$

risolvendo la formula:

$$\begin{aligned} \text{Stima del valore aziendale} &= 52.900 + a_{5-i, 0,58\%} (11.959 - 6\% \times 52.900), \\ &= 52.900 + 43.171 \\ &= 96.071 \end{aligned}$$

Ossia un valore del goodwill (avviamento) pari a € 43.171 e conseguentemente del capitale potenziale della società (sommando il patrimonio netto a valori correnti), di circa € 96.071, arrotondato a € 96.000,00 (VA).



### 8.3 Stima del valore della partecipazione

A questo punto, stimato l'intero valore aziendale occorre giungere al valore della partecipazione oggetto di stima che, si ricorda, è pari al 20% dell'intero capitale sociale.

Al riguardo, l'evidenza empirica fornisce costantemente indicazioni del fatto che partecipazioni di diversa dimensione sono negoziate a prezzi che esprimono scarti anche piuttosto rilevanti, normalmente definiti premi o sconti.

Una partecipazione di controllo verrà così negoziata a premio rispetto ad una di minoranza.

In primo luogo, e per rimanere nell'ambito della fattispecie in esame, il prezzo di negoziazione di una partecipazione di minoranza differisce dal valore della partecipazione determinato applicando al valore aziendale di mercato la percentuale di possesso definita dalla partecipazione, in quanto l'investimento in tali partecipazioni potrebbe risultare molto più difficile da liquidare rispetto al pacchetto di controllo, anche perché, come nel caso in esame, l'azienda non è quotata. Si tratta dunque, in questo caso, di uno sconto per mancanza di liquidità o, per meglio dire, di minore liquidabilità.

Il secondo fattore che incide negativamente sulla valutazione di una partecipazione di minoranza è ascrivibile alla difficoltà del titolare di tale partecipazione di incidere concretamente nella gestione dell'impresa. A questo minore potere viene associato uno sconto per mancanza di controllo.

Va evidenziato che nella pratica la stima di sconti è frutto di un approccio essenzialmente empirico; non esiste cioè una tecnica condivisa per il calcolo di tali sconti, per cui concretamente nelle valutazioni si ricorre ad una certa discrezionalità, orientandosi, nel caso di piccole imprese come quella oggetto di valutazione, con indicazioni dottrinali e di prassi.

Un primo tentativo per procedere alla quantificazione dello sconto di minoranza potrebbe essere quello di applicare in modo speculare lo stesso quoziente del premio; quindi, atteso che il premio di maggioranza normalmente oscilla fra il 20% ed il 40%, le stesse percentuali, oppure una loro media, potrebbero essere applicate per determinare lo sconto di minoranza.

Si tratta però di un criterio che non è soddisfacente. Invero, sarebbe preferibile valutare di volta in volta l'entità dello sconto di minoranza in base alla situazione reale esistente relativa a diritti patrimoniali ed amministrativi in possesso delle minoranze. Va inoltre rilevato che nelle imprese di piccole dimensioni, spesso lo sconto di minoranza può assumere incidenza maggiore di quanto sopra indicato per tenere conto di una oggettiva carenza di negoziabilità della partecipazione.



Ci si avvicina così al computo dello sconto di illiquidità, che in via del tutto empirica assume di norma un valore intorno al 30%, nei casi come quello in esame in cui l'assenza di un mercato reale per la partecipazione è oggettivamente verificabile.

Pertanto, applicando al valore aziendale di mercato come sopra determinato (VA) la percentuale di possesso definita dalla partecipazione e abbattendo il risultato del 30% di scarto, otteniamo il valore di stima della partecipazione in esame:

Stima della partecipazione = Valore aziendale (VA) x 20% - Sconto di minoranza

Sconto di minoranza = 30% x (Valore Aziendale x 20%)

$96.000 \times 20\% - \times 30\% (96.000 \times 20\%) =$

$= 19.200 - 30\% \times 19.200$

$= 13.440,00.$

\*\*\*

**La stima del valore economico della quota societaria del 20%, del valore nominale di euro 10.000,00, nella società [REDACTED] di proprietà dell'esecutato [REDACTED] ammonta dunque ad Euro 13.440,00.**

\*\*\*

Il sottoscritto C.T.U. ritiene di aver assolto l'incarico ricevuto, ringrazia per la fiducia accordatagli e rimane a disposizione per qualsiasi chiarimento o approfondimento.

La presente relazione è composta da n. 28 pagine e n. 19 allegati.

Con ossequio.

Pordenone, li 27.12.2017

dott. Mauro Moras



**ELENCO ALLEGATI:**

1. Verbale di udienza dd. 19.09.2017;
2. Verbale di sopralluogo presso [REDACTED] dd. 19.12.2017;
3. Visura camerale [REDACTED];
4. Atto costitutivo [REDACTED];
5. Statuto sociale [REDACTED];
6. Situazione dei conti al 31.10.2017;
7. Piano di ammortamento contratto di finanziamento n. 10010174;
8. Piano di ammortamento contratto di mutuo n. 10010096;
9. Lista movimento c/c n. 3011256;
10. Tabulato dei cespiti aziendali;
11. Fascicolo di bilancio anno 2012;
12. Fascicolo di bilancio anno 2013;
13. Fascicolo di bilancio anno 2014;
14. Fascicolo di bilancio anno 2015;
15. Fascicolo di bilancio anno 2016;
16. Contratto di sublocazione e noleggio attrezzature dd. 01.09.2014;
17. Scrittura privata dd. 01.09.2015;
18. Calcolo IRES;
19. Calcolo IRAP.

