

**TRIBUNALE ORDINARIO DI MILANO**

Sezione Terza Civile

n. 5656/2018 R.G.E.

Giudice dell'Esecuzione Dott. Idamaria Chieffo

Perito stimatore Dott. Alfredo Haupt

\* \* \*

**RELAZIONE PERITALE DI STIMA**

**SULLA VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE PIGNORATA**

nella procedura esecutiva mobiliare emarginata

promossa da

Farmacie Comunali Corsichesi S.p.A., con gli avvocati Mariele Fonte e

Valentino Fracasso

creditore procedente

nei confronti di

debitore esecutato

\* \* \*

Il sottoscritto Alfredo Haupt, dottore commercialista, revisore legale, codice fiscale HPT LRD 66C12 F205 T, con studio in Milano (MI), corso Italia 1, indirizzo di posta elettronica [alfredo.haupt@studiohaupt.it](mailto:alfredo.haupt@studiohaupt.it), indirizzo di posta elettronica certificata [alfredo.haupt@odcecmilano.it](mailto:alfredo.haupt@odcecmilano.it), nominato con provvedimento del Giudice dell'Esecuzione in data 15 maggio 2019 nella procedura esecutiva in epigrafe per la valutazione della partecipazione pignorata, con successiva accettazione dell'incarico e giuramento secondo la formula di rito prestato nell'udienza in data 11 giugno 2019, espone nel seguito la presente propria relazione di stima,



articolata nei capitoli e paragrafi indicati nel sommario che segue e quindi:

#### SOMMARIO

|       |                                                                                                                                |       |
|-------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|
| I.    | INTRODUZIONE                                                                                                                   |       |
| I.1   | Premessa                                                                                                                       | p. 3  |
| I.2   | La partecipazione pignorata                                                                                                    | p. 4  |
| II.   | LE OPERAZIONI PERITALI                                                                                                         |       |
| II.1  | L'acquisizione della documentazione sociale e contabile                                                                        | p. 5  |
| II.2  | L'esame dei bilanci degli esercizi 2014-2018, nonché della situazione contabile al 30 giugno 2019, ed i principali accadimenti | p. 6  |
| III.  | IL PROCESSO DI VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE PIGNORATA                                                                      |       |
| III.1 | Le metodologie di valutazione, lineamenti teorici                                                                              | p. 10 |
| III.2 | Cenni storici, attività svolta, dati economici e patrimoniali della società la cui partecipazione è stata pignorata            | p. 14 |
| III.3 | I limiti dei metodi misti con determinazione autonoma del <i>goodwill</i> nel caso di specie                                   | p. 26 |
| III.4 | Il correttivo della valutazione secondo i metodi misti rapportato all'applicazione del metodo dei multipli                     | p. 27 |
| III.5 | Lo sconto di minoranza                                                                                                         | p. 30 |
| IV.   | LE CONCLUSIONI SULLA VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE PIGNORATA                                                                |       |
| IV.1  | La valutazione delle partecipazioni pignorata                                                                                  | p. 33 |
| V.    | I DIRITTI DI PRELAZIONE E LE RISERVE DI GRADIMENTO                                                                             |       |
| V.1   | I diritti di prelazione e le riserve di gradimento                                                                             | p. 33 |

\* \* \*



## I. INTRODUZIONE

**I.1 Premessa**

Con provvedimento in data 15 maggio 2019, il Giudice dell'Esecuzione nella procedura esecutiva in epigrafe, Dott. Idamaria Chieffo, nominava lo scrivente, in qualità di esperto per la valutazione della partecipazione pignorata (**Allegato A**), fissando, per il giuramento ed il conferimento dell'incarico, l'udienza del giorno 11 giugno 2019.

Nell'udienza anzidetta, il Giudice dell'Esecuzione formulava il seguente quesito: *“dica lo stimatore, 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, l'INPS e l'INAIL o altri istituti pubblici sull'esistenza e l'ammontare di eventuali debiti della società non risultanti dai libri contabili, il presumibile valore di realizzo ad oggi derivante dalla vendita delle azioni oggetto della presente procedura”*, di talché, raccolto il giuramento secondo la formula di rito del perito, che accettava l'incarico, rinviava quindi all'udienza del giorno 20 novembre 2019, ad ore 9.45, per l'esame della perizia, assegnando, per il deposito del relativo elaborato, termine sino al giorno 21 ottobre 2019 (**Allegato B**). Si dà quindi atto che, con istanza depositata in data 17 ottobre 2019, lo scrivente perito, rappresentando la indisponibilità ad allora della documentazione urbanistico-catastale degli immobili di titolarità della società la cui quota forma oggetto del



pignoramento, prospettava il relativo deposito entro il giorno 11 novembre 2019, instando quindi una breve proroga. Con il conferimento dell'incarico, non veniva previsto alcun fondo spese in favore del perito. Si riferisce quindi che, a far tempo dal 5, 7 novembre 2019, il Comune di Corsico ha reso disponibile l'accesso alla documentazione urbanistica riferita agli immobili della società di cui sopra, siti in Corsico (MI), via Ferdinando Magellano 5, e via Cavour 92/94, in evasione della conferente richiesta, limitata a detti immobili, tenendo conto del più recente acquisto relativo ad ulteriore bene, costituito da capannone artigianale, in Corsico (MI), via Alessandro Volta 20-A.

## **I.2 La partecipazione pignorata**

Per quanto in argomento, si riferisce quindi preliminarmente che, a risultanza del pignoramento in atti, risulta oggetto dell'esecuzione la partecipazione costituita da n. 3.137 azioni ordinarie della società Farmacie Comunali Corsichesi S.p.A., da qui innanzi anche, *breviter*, FCC S.p.A., con sede legale in Corsico (MI), via Sebastiano Caboto 3, codice fiscale e numero di iscrizione nel Registro delle Imprese di Milano Monza Brianza Lodi 12130890150, R.E.A. n. MI-1529303, di valore nominale di euro 5,17 cadauna e così per euro 16.218,29 nominali complessivi, pari a 1,55% circa del capitale di detta società, pari ad euro 1.046.408,00 i.v., come anche riscontrato a risultanza delle evidenze del Registro delle Imprese, sulla scorta del fascicolo storico estratto in data 26 giugno 2019 (**Allegato C**), portale [www.farmcorsichesi.it](http://www.farmcorsichesi.it). A risultanza del pignoramento in atti, la suddetta partecipazione è portata dal certificato azionario n. 8 di titolarità del debitore esecutato, come anche



annotato in data 5 giugno 2018 nel libro degli azionisti della società di cui sopra (**Allegato D**).

## II. LE OPERAZIONI PERITALI

### **II.1 L'acquisizione della documentazione sociale e contabile**

Lo scrivente perito dà atto di aver proceduto, in seguito all'accettazione dell'incarico, a primo accesso alle scritture contabili ed ai libri e documenti sociali della società anzidetta in data 17 luglio 2019, con sopralluogo presso la relativa sede legale, in Corsico (MI), via Sebastiano Caboto 3, con la presenza del relativo direttore, dott. Luigi Chiesa, con successiva ulteriore acquisizione delle integrazioni documentali richieste, anche riferite ad estratti dei libri relativi alla deliberazioni degli azionisti, nonché delle adunanze del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale, pervenute con corrispondenza di posta elettronica in data 19 luglio 2019 dalla medesima società. Con successivi accessi in data 2 agosto 2019, lo scrivente perito procedeva ad una ricognizione presso le unità locali della società FCC S.p.A. poste in locali di proprietà della stessa, come qui in seguito precisate e quindi:

- in Corsico (MI), via Ferdinando Magellano 5, presso il "quartiere residenziale Magellano", nella unità locale adibita a negozio, al piano terra, con annesso locale magazzino al piano cantinato;
- in Corsico (MI), via Alessandro Volta 20-A, nella unità locale adibita a capannone artigianale ad uso laboratorio, posto al piano terreno;
- in Corsico (MI), via Cavour 92/94, nella unità locale adibita a negozio, sita al piano terreno, con accessi pedonali da via Foscolo 3, via XXIV Maggio 1 e via Cavour e accesso carraio da via Foscolo 3/B;



acciocché poter così compiutamente apprezzare i suddetti locali ai fini della relativa valutazione, concorrente nella stima della quota pignorata.

**II.2 L'esame dei bilanci riferiti agli esercizi 2014-2018, nonché della situazione contabile al 30 giugno 2019, ed i principali accadimenti**

Nel seguito si dà evidenza delle risultanze dei bilanci di esercizio della società FCC S.p.A. relativi al periodo 2014-2018, riscontrati anche sulla scorta delle evidenze del Registro delle Imprese, riferendo anche dei relativi principali accadimenti e quindi:

- bilancio per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014 redatto nella forma ordinaria, corredato dalla relazione sulla gestione dell'organo amministrativo in data 2 aprile 2015, con relazione in data 14 aprile 2015 del collegio sindacale, investito anche del controllo contabile, approvato dall'assemblea ordinaria in data 4 maggio 2015, con ivi destinazione dell'utile netto di esercizio di euro 218.999 in parte a copertura perdite pregresse e riserva legale ed, in altra parte, a distribuzione in favore dei soci per euro 161.910;
- bilancio per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2015 redatto nella forma ordinaria, corredato dalla relazione sulla gestione dell'organo amministrativo in data 29 marzo 2016, con relazione in data 7 aprile 2016 del collegio sindacale, investito anche del controllo contabile, approvato dall'assemblea ordinaria in data 5 maggio 2016, con ivi destinazione del risultato di esercizio di euro 315.795 in parte a riserva legale ed, in altra parte, a distribuzione in favore dei soci per euro 300.005;



- bilancio per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2016 redatto nella forma ordinaria, corredato dalla relazione sulla gestione dell'organo amministrativo in data 27 marzo 2017, con relazione in data 12 aprile 2017 del collegio sindacale, investito anche del controllo contabile, approvato dall'assemblea ordinaria in data 11 maggio 2017, con ivi destinazione del risultato di esercizio di euro 791.854 in parte a riserva legale ed alla riserva di utili a nuovo, in altra parte, a distribuzione in favore dei soci per euro 321.265;
- bilancio per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2017 redatto nella forma abbreviata, comunque corredato dalla relazione sulla gestione dell'organo amministrativo in data 30 marzo 2018, con relazione del revisore indipendente in data 11 aprile 2018 e del collegio sindacale in data 12 aprile 2018, approvato dall'assemblea ordinaria in data 3 maggio 2018, con ivi destinazione del risultato di esercizio di euro 209.889 in parte a riserva legale ed, in altra parte, a distribuzione in favore dei soci per euro 199.395;
- bilancio per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2018 redatto nella forma ordinaria, corredato dalla relazione sulla gestione dell'organo amministrativo in data 27 marzo 2019, con relazione del revisore indipendente in data 12 aprile 2019 e del collegio sindacale in data 13 aprile 2019, approvato dall'assemblea ordinaria in data 9 maggio 2019, con ivi destinazione del risultato di esercizio di euro 335.135 in parte a riserva legale ed, in altra parte, a distribuzione in favore dei soci per euro 318.378.

In relazione a quanto sopra, si ha cura di dare atto che i bilanci anzidetti



risultato tutti corredati dalla relazione del collegio sindacale investito del controllo contabile, ovvero del revisore contabile, senza ivi evidenza di eccezioni sulla relativa formazione, di talché i relativi dati sono stati assunti, ai fini del presente elaborato, secondo le rispettive rappresentazioni, senza alcun attività di controllo contabile, comunque non oggetto del presente incarico.

Il bilancio 2014 riferisce del contenzioso pendente con un fornitore, che appare essere riferito ad opposizione a decreto ingiuntivo immediatamente esecutivo, in relazione al quale la società FCC S.p.A. procedeva al pagamento in favore del convenuto opposto di euro 247.768,92 oltre euro 10.586,16 per interessi ed euro 2.315,34 per spese, riferendo altresì, in via del tutto generica, di procedimenti penali in corso.

Il bilancio 2015, richiamando il contenzioso con il fornitore anzidetto, prospetta la possibile pronuncia della sentenza nel 2016, dando inoltre conto dell'inizio di un procedimento penale nel quale la società è costituita parte civile, accennando genericamente ad ulteriori vicende.

Il bilancio 2016 riferisce quindi dell'esito vittorioso conseguito dalla società FCC S.p.A. nel giudizio promosso nei confronti del predetto fornitore, nonché di una statuizione civile in favore della medesima società nella sentenza pronunciata nel giudizio penale nel quale la stessa si era costituita parte civile. Il medesimo bilancio riferisce di un processo verbale di constatazione della Guardia di Finanza in data 17 novembre 2016, nonché dell'accertamento dell'Agenzia delle Entrate per l'anno 2007, notificato in data 29 dicembre 2016.

Il bilancio 2017 dà conto della prosecuzione, in grado di appello, del



contenzioso incardinato con il predetto fornitore appellante, nonché della conferma dell'esito in primo grado del giudizio penale. Il medesimo bilancio riferisce di un processo verbale di constatazione della Guardia di Finanza in data 23 maggio 2017, nonché dell'accertamento dell'Agenzia delle Entrate per gli anni 2008-2012, notificato nel mese di agosto 2017.

Il bilancio 2018 riferisce dell'accoglimento, in grado di appello, del ricorso presentato dal fornitore di cui sopra, nonché della conseguente imputazione delle somme ivi previste agli oneri di gestione del conto economico, dando inoltre evidenza dell'ulteriore contenzioso pendente in grado di appello, per il quale riferisce non essere stata depositata sentenza, pur esponendo che *“non esistono elementi tali da ritenere probabile la soccombenza della Società né fatti diversi da quelli evidenziati nello scorso Bilancio di esercizio, tali da rendere necessario l'accantonamento di cifre alle voci di bilancio”*. Con riguardo al contenzioso tributario pendente, nella nota integrativa si riferisce sull'annullamento in autotutela dell'accertamento per maggiore I.R.A.P. per gli anni 2008, 2009, 2010 e 2011, nonché della proposizione di ricorso innanzi alla Commissione Tributaria Regionale inteso alla riforma della sentenza di primo grado sfavorevole alla società. Si dà peraltro atto che, ad evidenza del verbale del consiglio di amministrazione in data 30 maggio 2019, l'esito del predetto giudizio tributario in grado di appello, risulta concluso con sentenza della Commissione Tributaria Regionale di Milano, n. 2111/2019 sfavorevole alla società, con relativa deliberazione di non proporre ricorso per cassazione e *“di procedere alla definizione agevolata per gli importi residui derivanti dai suddetti accertamenti, in un'unica*



*soluzione, entro il 31/05/2019”.*

### III. IL PROCESSO DI VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE PIGNORATA

#### **III.1 Le metodologie di valutazione, lineamenti teorici**

La trattazione che segue investe brevemente i profili teorici delle metodologie valutative c.d. assolute (o dirette), costituite, tra le altre, dai metodi misti con determinazione autonoma del *goodwill*, astrattamente idonei a rappresentare la situazione economico-patrimoniale, nonché quelle fondate sui metodi relativi (o indiretti), rappresentati dai modelli dei multipli riferiti a società comparabili. Appare opportuno premettere che, nonostante le limitazioni riscontrate nell'applicazione dei metodi misti anzidetti, come qui in seguito riferito, è comunque stato ritenuto di interesse procedere al relativo esame ed applicazione, potendosi per l'effetto addivenire ad una più compiuta valutazione.

##### *metodi misti con determinazione autonoma del goodwill*

La valutazione del capitale economico di un'azienda in funzionamento è espressa, nei metodi in esame, con una relazione funzionale del tipo  $W = f(R; K)$ , dove il capitale economico  $W$  rappresenta il valore assunto da una funzione  $f$  sulla base dei valori attribuibili alla variabile reddito  $R$ , nonché alla consistenza del capitale netto rettificato  $K$ .

Il capitale netto rettificato  $K$  esprime la sommatoria algebrica del capitale netto contabile  $C$  e delle plusvalenze  $P$ , nonché delle minusvalenze  $M$ , accertabili a seguito della rappresentazione a valori correnti delle componenti patrimoniali non monetarie, dedotti, se del caso, gli oneri fiscali potenziali determinati avendo riguardo all'aliquota applicata  $t$  e precisamente come segue:



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

La predetta funzione  $W = f(R; K)$  richiede quindi di definire la misurazione del risultato economico, la durata dell'orizzonte temporale al quale si ritiene di riferire la proiezione reddituale, nonché il tasso di capitalizzazione del flusso reddituale atteso, oltre quanto nel seguito più in dettaglio precisato. Con specifico riferimento alla definizione del risultato economico appare opportuno evidenziare che allo stesso possono concorrere componenti reddituali diverse, in dipendenza del tipo di approccio valutativo adottato, sommariamente riferibile ad un orientamento verso valori c.d. *asset side* ovvero *equity side*, rispettivamente assumendo, in via generale, la estraneità, ovvero l'interferenza degli effetti della posizione finanziaria netta dell'impresa esercitata. Attesa la prefigurabile esitazione della partecipazione pignorata nel procedimento esecutivo, si ritiene che la relativa valutazione dovrebbe essere rapportata ad un approccio *equity side*, tenendo quindi anche conto della posizione finanziaria netta, ciò per rappresentare l'attuale valore del bene. Per la motivazione appena sopra rappresentata, il reddito futuro atteso dovrebbe quindi essere stimato procedendo alla neutralizzazione delle sole eventuali componenti straordinarie del risultato economico, al netto dell'effetto fiscale, facendo quindi riferimento al risultato netto nel caso rettificato come appena indicato. Tra le ulteriori variabili concorrenti nel processo valutativo del modello dei metodi c.d. misti patrimoniale-reddituale in esame si comprende la definizione dell'orizzonte temporale di proiezione dei risultati economici attesi. Si ritiene quindi generalmente preferibile



fondare la conseguente stima assumendo un numero limitato di annualità, ciò in considerazione della evidente crescente incertezza dei risultati con manifestazione più lontana nel tempo, anche solo intuitivamente ravvisabile, escludendo pertanto l'impiego del valore della rendita perpetua, ovvero di eccessiva durata. La valutazione del compendio aziendale secondo i metodi misti patrimoniali-reddituali risulterà pertanto conseguentemente rappresentata dalla sommatoria degli addendi costituiti dal capitale netto rettificato  $K$  e dal valore attuale di una rendita posticipata annua di durata limitata di  $n$  anni riferita al flusso reddituale stimato. Occorre quindi precisare ulteriormente che, nel modello in esame, il predetto flusso reddituale è apprezzato con riguardo alla nozione di sovrareddito, analiticamente esprimibile come  $(R - i' \times K)$ , identificabile pertanto con il differenziale dei redditi ritraibili in rapporto ad un rendimento *medio di mercato*  $i'$  riferibile al tipo di investimento. La valutazione dei metodi misti patrimoniali-reddituali può quindi conclusivamente riassumersi con la relazione funzionale qui in seguito riportata e precisamente:

$$W = K + a_{n-i} \times (R - i' \times K)$$

dove  $a_{n-i}$  rappresenta il seguente fattore di capitalizzazione:

$$a_{n-i} = \frac{(1+i)^n - 1}{(1+i)^n \times i}$$

riferito al tempo  $t_0$  di una rendita futura unitaria di durata  $n$  anni al tasso di capitalizzazione  $i$ . Concorrono quindi altresì nel modello di valutazione in esame il tasso di capitalizzazione  $i$  ed altresì il tasso



rappresentativo di un rendimento medio di mercato per pari investimenti  $i'$ , nel seguito oggetto di separata rispettiva trattazione. Il tasso di attualizzazione  $i$  può essere riferito al rendimento del capitale proprio c.d. *c.o.e.* o *cost of equity*, ad esempio facendo riferimento al tasso-opportunità, rappresentativo del rendimento equivalente per investimenti alternativi a parità di rischio. Il valore del *c.o.e.* potrebbe pertanto essere calcolato secondo il modello quantitativo *C.A.P.M. capital asset pricing model*, come segue:

$$i = r_f + (r_m - r_f) \times \beta$$

dove il tasso di capitalizzazione  $i$  è rappresentato dal rendimento corrente dei titoli del debito pubblico  $r_f$ , ivi assunti a rischio nullo, maggiorato per l'investimento nel capitale di rischio azionario  $(r_m - r_f)$ , aggiustato per tenere conto del coefficiente di volatilità ovvero del rischio non diversificabile  $\beta$ , rappresentativo della sensibilità dell'andamento del settore in cui opera l'impresa oggetto di valutazione, rispetto alle generali variabili macroeconomiche. La grandezza reddituale alla quale, tra le altre, appare poter far riferimento, nella misurazione del sovrareddito  $(R - i' \times K)$ , è costituita dall'indicatore *N.O.P.A.T.* (i.e. *net operating profit after taxes*). Il relativo significato contabile può essere rapportato ai più noti indicatori *E.B.I.T. earning before interests and taxes* ed *E.B.I.T.D.A. earning before interests, taxes, depreciation and amortization*, potendosi quindi qui in seguito riassumersi come segue i rapporti tra dette grandezze economiche (L. Guatri – M. Bini, “*Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*”, *Egea 2005*, pag. 708) e quindi:

$$N.O.P.A.T. = E.B.I.T. \times (1-t)$$



dove  $t$  rappresenta l'aliquota del prelievo fiscale, risultando che

$$E.B.I.T. = E.B.I.T.D.A. \times (1-d) \times (1-t)$$

dove  $d$  rappresenta l'ammortamento in percentuale su E.B.I.T.D.A.

Come qui in seguito motivato, il modello in esame trova dei limiti di applicazione, nel caso di specie, avuto riguardo alla prassi di mercato, come qui in prosieguo riferito.

#### *Metodi dei multipli*

I metodi intitolati descrivono il capitale economico dell'impresa sulla base di multipli di grandezze della stessa (i.e. ricavi, risultati economici, capitale netto), riferiti a società comparabili, risultando quindi strettamente dipendenti dalla efficienza dei mercati, necessariamente incidente sul valore dei moltiplicatori utilizzati. I multipli in esame possono essere riferiti, al pari delle metodologie valutative assolute, a modelli *equity side*, ovvero *asset side*, questi ultimi indipendenti pertanto rispetto alla struttura finanziaria dell'impresa, occorrendo quindi in seguito procedere al conseguente aggiustamento del valore riscontrato sulla scorta della posizione finanziaria netta.

Nella presente relazione si è quindi fatto riferimento ai multipli *E.V.* (i.e. *economic value*) /ricavi delle vendite, caratterizzati, come noto, dalla oggettività della grandezza al denominatore, come qui in seguito rappresentato, tenuto conto delle limitazioni, sopra accennate, di analisi della struttura patrimoniale e del conto economico, procedendo quindi al successivo aggiustamento per tenere conto della posizione finanziaria netta.

### **III.2 Cenni storici, attività svolta, dati economici e patrimoniali**



**della società la cui partecipazione è stata pignorata**

La società Farmacie Comunali Corsichesi S.p.A. risulta costituita con atto in data 20 marzo 1997, iscritto in data 6 maggio 1997 nel Registro delle Imprese di Milano, Monza Brianza e Lodi.

La società ha correntemente per oggetto, secondo quanto ricavabile dalle evidenze del Registro delle Imprese, *“la gestione di farmacie ed attività connesse ai sensi e nel rispetto delle leggi speciali sull’ordinamento dei servizi pubblici e sull’ordinamento sanitario. In particolare la società potrà effettuare: - La distribuzione intermedia a farmacie pubbliche e private nonché a unità sanitarie locali, a case di cura e direttamente a privati di medicinali, prodotti da banco, parafarmaci, prodotti igienici, sanitari, salutistici, erboristici, la dispensazione e la distribuzione di specialità medicinali, anche veterinarie e dei preparati galenici officinali e magistrali, omeopatici, di erboristeria e dei prodotti di cui alla tabella comunale per i titolari di farmacie, di ogni altro prodotto o servizio collocabile per legge attraverso il canale della distribuzione al dettaglio e all’ingrosso nel settore farmaceutico e parafarmaceutico; - l’informazione e l’educazione sanitaria sull’uso corretto dei medicinali e degli altri prodotti dispensati in farmacia e in erboristeria; - l’aggiornamento del personale in materia socio assistenziale; - la collaborazione di carattere tecnico-professionale con organismi e strutture sanitarie e sociali sia pubbliche che private. La società potrà inoltre promuovere o partecipare a società, comunioni, consorzi di diritto privato che abbiano per oggetto attività strumentali, complementari o di supporto a quelle ad essa affidate. La società ha la possibilità di: - acquistare attrezzature, arredi, automezzi per farmacie, da*



*noleggiare alle stesse e/o da dare alle stesse in locazione finanziaria; - cedere a terzi servizi di informatica o di altra natura realizzabile tramite la sua organizzazione; - acquistare, detenere in proprietà o possesso, vendere o permutare beni mobili; - prendere in locazione beni immobili, fabbricati di qualsiasi genere o tipo, modificare i beni immobili in locazione nella misura che risulterà necessaria o conveniente per il raggiungimento dell'oggetto sociale sopra stabilito", oltre attività strumentali. Dato atto di quanto sopra, rilevandosi peraltro, nell'oggetto anzidetto, attività che parrebbero invero riservate quali la locazione finanziaria, ivi incidentalmente compresa, si annota comunque che l'attività esercitata dalla predetta società è quella di farmacia, come anche riscontrato all'esito della ricognizione svolta dallo scrivente perito presso la relativa sede legale, in Corsico (MI), via Sebastiano Caboto 3, nonché presso le unità locali in Corsico (MI), via Ferdinando Magellano 5, ed in via Cavour 92/94.*

La complessiva attività della società è svolta presso la sede legale e presso le seguenti unità locali e quindi:

- sede legale in Corsico (MI), via Sebastiano Caboto 3, con esercizio di farmacia e soprastanti uffici amministrativi;
- unità locale in Corsico (MI), via Curiel 2, con esercizio di farmacia, aperta in data 6 febbraio 1998, ad evidenza del Registro delle Imprese;
- unità locale in Corsico (MI), via Ferdinando Magellano 5, con esercizio di farmacia, aperta sempre in data 6 febbraio 1998, ad evidenza del Registro delle Imprese;
- unità locale in Corsico (MI), via Camillo Benso di Cavour 94, con



esercizio di farmacia, aperta sempre in data 6 febbraio 1998, ad evidenza del Registro delle Imprese;

- unità locale in Corsico (MI), via Alessandro Volta 20/a, di tipo deposito medicinali, aperta in data 3 luglio 2000, ad evidenza del Registro delle Imprese.

L'analisi economico-patrimoniale è stata svolta in riferimento al periodo relativo agli anni 2014-2018, come riportato nel seguito, avendo altresì riguardo alla situazione al 30 giugno 2019, ad evidenza delle relative risultanze.

FCC S.P.A. – CONTO ECONOMICO ESERCIZI 2014, 2015, 2016, 2017, 2018

|                 | descrizione                                | 31-12-2014         | 31-12-2015         | 31-12-2016         | 31-12-2017         | 31-12-2018         |
|-----------------|--------------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| <b>A)</b>       | <b>valore della produzione</b>             |                    |                    |                    |                    |                    |
|                 | 1) ricavi vendite                          | 6.324.982          | 6.479.565          | 6.411.608          | 6.413.483          | 6.323.710          |
|                 | 2) var. rim. prod. lav., sem. fin.         | 0                  | 0                  | 0                  | 0                  | 0                  |
|                 | 5) altri ricavi                            | 47.690             | 60.871             | 715.597            | 48.730             | 86.726             |
|                 | <b>totale valore della produzione</b>      | <b>6.372.672</b>   | <b>6.540.436</b>   | <b>7.127.205</b>   | <b>6.462.213</b>   | <b>6.410.436</b>   |
| <b>B)</b>       | <b>costi della produzione</b>              |                    |                    |                    |                    |                    |
|                 | 6) materie prime, suss., cons., merci      | (4.277.780)        | (4.291.601)        | (4.244.223)        | (4.119.648)        | (4.031.446)        |
|                 | 7) servizi                                 | (745.536)          | (726.433)          | (649.463)          | (728.776)          | (726.177)          |
|                 | 8) godimento beni di terzi                 | (137.688)          | (134.625)          | (98.702)           | (114.376)          | (106.365)          |
|                 | 9) costi del personale                     | (821.323)          | (845.665)          | (867.442)          | (875.328)          | (857.394)          |
|                 | 10a) ammort. immob. immateriali            | (1.387)            | (1.387)            | (1.687)            | (539)              | (539)              |
|                 | 10b) ammort. immob. materiali              | (37.973)           | (41.634)           | (40.329)           | (37.763)           | (40.471)           |
|                 | 10c) svalutazione crediti                  | 0                  | 0                  | 0                  | 0                  | 0                  |
|                 | 11) var. rim. mat. pr., suss. cons., merci | 36.409             | 49.425             | 84.745             | (7.222)            | (21.384)           |
|                 | 12) accantonamenti per rischi              | 0                  | 0                  | 0                  | 0                  | 0                  |
|                 | 13) altri accantonamenti                   | 0                  | 0                  | (52.796)           | (141.601)          | 0                  |
|                 | 14) oneri diversi di gestione              | (67.540)           | (79.444)           | (76.304)           | (130.281)          | (180.363)          |
|                 | <b>totale costi della produzione</b>       | <b>(6.052.818)</b> | <b>(6.071.364)</b> | <b>(5.946.201)</b> | <b>(6.155.534)</b> | <b>(5.964.139)</b> |
| <b>A)-B)</b>    | <b>diff. val. e costi della produzione</b> | <b>319.854</b>     | <b>469.072</b>     | <b>1.181.004</b>   | <b>306.679</b>     | <b>446.297</b>     |
| <b>C)</b>       | <b>proventi ed oneri finanziari</b>        |                    |                    |                    |                    |                    |
|                 | 16) proventi finanziari                    | 5.861              | 5.798              | 3.391              | 413                | 8.228              |
|                 | 17) int. ed altri oneri finanziari         | (121)              | (90)               | 0                  | 0                  | 0                  |
|                 | 17 bis) utili e (perdite) su cambi         | 0                  | 0                  | 0                  | 0                  | 0                  |
|                 | <b>totale proventi ed oneri finanziari</b> | <b>5.740</b>       | <b>5.708</b>       | <b>3.391</b>       | <b>413</b>         | <b>8.228</b>       |
| <b>E)</b>       | <b>proventi ed oneri straordinari</b>      | <b>10.839</b>      | <b>0</b>           | <b>0 n/a</b>       | <b>n/a</b>         |                    |
| <b>A,B,C,D)</b> | <b>risultato prima delle imposte</b>       | <b>336.432</b>     | <b>474.780</b>     | <b>1.184.395</b>   | <b>307.092</b>     | <b>454.525</b>     |
|                 | 20) imposte correnti, differite ed ant.    | (117.433)          | (158.985)          | (392.540)          | (97.203)           | (119.390)          |
|                 | <b>21) utile (perdita) esercizio</b>       | <b>218.999</b>     | <b>315.795</b>     | <b>791.855</b>     | <b>209.889</b>     | <b>335.135</b>     |

La tabella che precede pone a comparazione i dati del conto economico della società oggetto di valutazione per il periodo 2014-2018,



evidenziando una sostanziale stabilità dei ricavi di cui alla voce A1, con tendenziale miglioramento degli indicatori di redditività, come qui in prosieguo ulteriormente evidenziato.

La serie storica esaminata evidenzia inoltre un risultato economico particolarmente positivo per l'esercizio 2016, che, tuttavia, appare motivato in ragione del significativo valore della voce A.5 altri ricavi, riferibili, a tenore della nota integrativa del relativo bilancio, a componenti positivi conseguenti all'esito favorevole del contenzioso ivi richiamato, complessivamente precisati in euro 691.134.

Si ha cura di precisare, qui in seguito, le ipotesi di quantificazione degli indicatori, E.B.I.T., E.B.I.T.D.A. e N.O.P.A.T. in rapporto alle risultanze dei bilanci in esame come segue e quindi:

- E.B.I.T. assunto in misura pari alla differenza tra il valore ed i costi della produzione A-B;
- E.B.I.T.D.A. assunto in misura pari ad E.B.I.T. aumentato del valore degli ammortamenti di cui alle voci B.10.a) e B.10.b);
- N.O.P.A.T. assunto in misura pari ad E.B.I.T. diminuito delle imposte di esercizio correnti, differite ed anticipate (computate in ragione delle correnti aliquote I.Re.S. 24% ed I.R.A.P. 3,9%, attesa la migliore rappresentatività delle stesse in rapporto alle proiezioni future conseguentemente ricavabili).

Le annotazioni appena sopra riferite possono essere sintetizzate nelle risultanze della seguente tabella, segnatamente relative agli indicatori E.B.I.T., E.B.I.T.D.A. e N.O.P.A.T., prima trattati, con rettifica dei valori eseguita per espungere le principali componenti straordinarie di reddito,



in particolare riferite al contenzioso qui sopra brevemente richiamato.

FCC S.P.A. –EBIT, EBITDA, NOPAT 2014, 2015, 2016, 2017, 2018

| descrizione                     | 31-12-2014 | 31-12-2015 | 31-12-2016 | 31-12-2017 | 31-12-2018 |
|---------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Ricavi                          | 6.324.982  | 6.479.565  | 6.411.608  | 6.413.483  | 6.323.710  |
| E.B.I.T.                        | 319.854    | 469.072    | 1.181.004  | 306.679    | 446.297    |
| (rettifica) ricavi straordinari | 0          | 0          | (691.134)  | 0          | 0          |
| rettifica oneri contenzioso     | 0          | 0          | 0          | 0          | 95.226     |
| rettifica altri accantonamenti  | 0          | 0          | 52.796     | 141.601    | 0          |
| E.B.I.T. rettificato            | 319.854    | 469.072    | 542.666    | 448.280    | 541.523    |
| E.B.I.T.D.A. rettificato        | 359.214    | 512.093    | 584.682    | 486.582    | 582.533    |
| I.Re.S. 24% I.R.A.P. 3,90%      | (89.239)   | (130.871)  | (151.404)  | (125.070)  | (151.085)  |
| N.O.P.A.T. rettificato          | 230.614    | 338.201    | 391.262    | 323.210    | 390.438    |

Si procede nel prosieguo all'esame della situazione patrimoniale della società FCC S.p.A. per il suddetto medesimo periodo 2014-2018, con successivo ragguglio al giugno 2019, conformemente al quesito peritale.

FCC S.P.A. – STATO PATRIM. ATTIVO ESERCIZI 2014, 2015, 2016, 2017, 2018

| descrizione                                      | 31-12-2014       | 31-12-2015       | 31-12-2016       | 31-12-2017       | 31-12-2018       |
|--------------------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>B) Immobilizzazioni</b>                       | <b>763.710</b>   | <b>739.668</b>   | <b>721.544</b>   | <b>698.656</b>   | <b>880.639</b>   |
| <b>I Immobilizzazioni immateriali</b>            |                  |                  |                  |                  |                  |
| valore lordo                                     | 83.033           | 83.033           | 85.333           | 85.333           | 85.333           |
| ammortamenti                                     | (80.260)         | (81.647)         | (83.335)         | (83.874)         | (84.413)         |
| <b>totale immobilizzazioni immateriali</b>       | <b>2.773</b>     | <b>1.386</b>     | <b>1.998</b>     | <b>1.459</b>     | <b>920</b>       |
| <b>II Immobilizzazioni materiali</b>             |                  |                  |                  |                  |                  |
| valore lordo                                     | 1.529.326        | 1.547.066        | 1.528.937        | 1.539.169        | 1.765.896        |
| ammortamenti                                     | (781.566)        | (823.200)        | (837.268)        | (869.849)        | (909.922)        |
| <b>totale immobilizzazioni materiali</b>         | <b>747.760</b>   | <b>723.866</b>   | <b>691.669</b>   | <b>669.320</b>   | <b>855.974</b>   |
| <b>III Immobilizzazioni finanziarie</b>          |                  |                  |                  |                  |                  |
| crediti                                          | 13.177           | 14.416           | 27.877           | 27.877           | 23.745           |
| <b>totale immobilizzazioni finanziarie</b>       | <b>13.177</b>    | <b>14.416</b>    | <b>27.877</b>    | <b>27.877</b>    | <b>23.745</b>    |
| <b>C) Attivo circolante</b>                      | <b>2.570.488</b> | <b>2.729.183</b> | <b>3.206.508</b> | <b>3.253.845</b> | <b>3.019.535</b> |
| <b>I Rimanenze</b>                               |                  |                  |                  |                  |                  |
| <b>totale rimanenze</b>                          | <b>818.956</b>   | <b>868.381</b>   | <b>953.125</b>   | <b>945.904</b>   | <b>924.520</b>   |
| <b>II Crediti</b>                                |                  |                  |                  |                  |                  |
| <b>totale crediti</b>                            | <b>704.590</b>   | <b>632.510</b>   | <b>877.571</b>   | <b>634.386</b>   | <b>535.834</b>   |
| <b>III Attività finanz. che non cost. immob.</b> |                  |                  |                  |                  |                  |
| <b>totale att. fin. che non cost. immob.</b>     | <b>0</b>         | <b>0</b>         | <b>0</b>         | <b>0</b>         | <b>0</b>         |
| <b>IV Disponibilità liquide</b>                  |                  |                  |                  |                  |                  |
| <b>totale disponibilità liquide</b>              | <b>1.046.942</b> | <b>1.228.292</b> | <b>1.375.812</b> | <b>1.673.555</b> | <b>1.559.181</b> |
| <b>D) Ratei e risconti</b>                       | <b>18.615</b>    | <b>15.466</b>    | <b>14.061</b>    | <b>35.717</b>    | <b>36.349</b>    |
| Ratei e risconti                                 | 18.615           | 15.466           | 14.061           | 35.717           | 36.349           |
| <b>A, B, C, D) Totale attivo</b>                 | <b>3.352.813</b> | <b>3.484.317</b> | <b>3.942.113</b> | <b>3.988.218</b> | <b>3.936.523</b> |



## FCC S.P.A. – STATO PATRIM. P/N E PASS. ESER. 2014, 2015, 2016, 2017, 2018

| descrizione    |                                       | 31-12-2014 | 31-12-2015 | 31-12-2016 | 31-12-2017 | 31-12-2018 |
|----------------|---------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| A)             | Patrimonio netto                      | 1.286.560  | 1.440.445  | 1.932.295  | 1.820.918  | 1.956.658  |
| B)             | Fondi per rischi ed oneri             | 247.769    | 247.769    | 52.796     | 141.601    | 128.163    |
|                | totale fondi per rischi ed oneri      | 247.769    | 247.769    | 52.796     | 141.601    | 128.163    |
| C)             | Trattamento fine rapporto             | 473.987    | 501.735    | 531.426    | 558.292    | 580.878    |
| D)             | Debiti                                | 1.340.720  | 1.293.945  | 1.423.850  | 1.467.227  | 1.270.018  |
|                | verso banche                          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
|                | verso soci per finanziamenti          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
|                | verso altri finanziatori              | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
|                | acconti                               | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
|                | verso fornitori                       | 1.090.746  | 1.087.324  | 1.126.376  | 1.200.517  | 1.098.342  |
|                | tributari                             | 95.847     | 64.606     | 183.167    | 91.394     | 31.708     |
|                | verso ist. previdenza e sicurezza soc | 46.482     | 40.402     | 38.925     | 38.948     | 35.408     |
|                | altri                                 | 107.645    | 101.613    | 75.382     | 136.368    | 104.560    |
|                | totale debiti                         | 1.340.720  | 1.293.945  | 1.423.850  | 1.467.227  | 1.270.018  |
| E)             | Ratei e risconti                      | 3.777      | 423        | 1.746      | 180        | 806        |
|                | Ratei e risconti                      | 3.777      | 423        | 1.746      | 180        | 806        |
| A, B, C, D, E) | Totale passivo e patrimonio netto     | 3.352.813  | 3.484.317  | 3.942.113  | 3.988.218  | 3.936.523  |

La rassegna dei dati patrimoniali sopra esposta evidenzia un valore del patrimonio netto in tendenziale crescita con nessun indebitamento bancario per tutto il periodo in esame.

Appare quindi di interesse dare ulteriori elementi informativi, riferiti al patrimonio netto contabile, la cui composizione risulta come esposto nella tabella che segue e quindi:

## FCC S.P.A. – STATO PATRIMONIALE P/N ESER. 2014, 2015, 2016, 2017, 2018

| descrizione |                                  | 31-12-2014 | 31-12-2015 | 31-12-2016 | 31-12-2017 | 31-12-2018 |
|-------------|----------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| A)          | Patrimonio netto                 | 1.286.560  | 1.440.445  | 1.932.295  | 1.820.918  | 1.956.658  |
| I           | Capitale                         | 1.046.408  | 1.046.408  | 1.046.408  | 1.046.408  | 1.046.408  |
| II          | Riserva sovrapprezzo             | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| IV          | Riserva legale                   | 69.720     | 78.242     | 94.032     | 133.624    | 144.118    |
| VII         | Vers. in c/capitale e cop. perd. | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
|             | Altre riserve                    | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| VIII        | Utili (perdite) a nuovo          | (48.567)   | 0          | 0          | 430.997    | 430.997    |
| VI          | Utili (perdite) dell'esercizio   | 218.999    | 315.795    | 791.855    | 209.889    | 335.135    |
|             | Totale patrimonio netto          | 1.286.560  | 1.440.445  | 1.932.295  | 1.820.918  | 1.956.658  |

Occorre quindi annotare, con specifico riguardo ai dati patrimoniali, che l'attivo della società comprende un compendio immobiliare, adibito a due negozi ad uso farmacia, nonché a deposito medicinali, come qui in seguito identificato e quindi:

- in Corsico (MI), via Ferdinando Magellano 5, presso il "quartiere



residenziale Magellano”, negozio, al piano terra, con annesso locale magazzino al piano cantinato rispettivamente censiti al N.C.E.U. del predetto comune al foglio 5, mappale 175, subalterno 2, p. T, cat. C/1, classe 7, mq. 81, rendita catastale 2.158,58, ed al foglio 5, mappale 175, subalterno 19, p. S1, cat. C/2, classe 3, mq. 37, rendita catastale 61,15 pervenuti con atto di compravendita ricevuto in data 25 settembre 2008 dal notaio dott. Francesca Gasparro di Corsico (MI), al n. 17074/11549 di rep.;

- in Corsico (MI), via Cavour 92/94, negozio al piano terreno, con accessi pedonali da via Foscolo 3, via XXIV Maggio 1 e via Cavour e accesso carraio da via Foscolo 3/B, il tutto censito al N.C.E.U. del predetto comune al foglio 24, mappale 324, subalterno 701, p. T, cat. C/1, classe 7, mq. 55, rendita catastale 1.465,70 in via Cavour 94 ed al foglio 24, mappale 324, subalterno 2, p. T-S1, cat. C/1, classe 7, mq. 86, rendita catastale 2.291,83 in via Cavour 92, pervenuti con il medesimo atto di compravendita di cui sopra ricevuto in data 25 settembre 2008 dal notaio dott. Francesca Gasparro di Corsico (MI), al n. 17074/11549 di rep.;
- in Corsico (MI), via Alessandro Volta 20-A, capannone artigianale ad uso laboratorio con servizio, posto al piano terreno censito nel catasto fabbricati del predetto comune al foglio 2, mappale 157, subalterno 8, p. T, cat. C/3, classe 4, mq. 252, rendita catastale 650,73 pervenuto in forza di compravendita stipulata con scrittura privata con sottoscrizioni autenticate in data 6 aprile 2018 dal notaio dott. Francesca Gasparro di Corsico (MI), al n. 28441/19327 di rep.



In relazione alla tipologia dei beni in esame, occorre quindi procedere ad una verifica volta alla rilevazione di eventuali plusvalenze, ovvero minusvalenze latenti, comparando i prezzi di acquisto con i valori di iscrizione nelle scritture contabili, al netto dei fondi di ammortamento. Tale verifica risulta di possibile interesse per i beni pervenuti alla società in epoca maggiormente risalente, mentre non pare potersi apprezzare alcuna variazione con riguardo al capannone artigianale ad uso laboratorio, sito in Corsico (MI), via Alessandro Volta 20-A, in quanto recentemente acquistato, con scrittura privata con sottoscrizioni autentiche in data 6 aprile 2018 dal notaio dott. Francesca Gasparro di Corsico (MI), al n. 28441/19327 di rep., come anche prima richiamato. Nella tabella che segue è quindi esposta una valorizzazione degli immobili in esame, facendo riferimento alle relative caratteristiche desumibili dai rispettivi atti di acquisto, avendo inoltre riguardo ai valori ricavati dalla banca dati delle quotazioni immobiliari dell'Agenzia delle Entrate, riferite a beni negozi (applicato anche al deposito di Corsico (MI), via F. Magellano, di mq. 37, in quanto sottostante e di fatto collegato al negozio, al valore minimo), in stato conservativo normale, per il primo semestre 2019.

**FCC S.P.A. – STIMA VALORE COMPENDIO IMMOBILIARE AL 30-06-2019**

| descrizione                                                   | tipologia              | stima mq. | OMI min. | OMI max | valut. min. | valut. max | valut. media |
|---------------------------------------------------------------|------------------------|-----------|----------|---------|-------------|------------|--------------|
| Corsico (MI), via Cavour 94, cat. C/1, p. T, mq. 55           | negozio                | 55        | 1.700    | 2.300   | 93.500      | 126.500    | 110.000      |
| Corsico (MI), via Cavour 92, cat. C/1, p. T-S1, mq. 86        | negozio e sottonegozio | 86        | 1.700    | 2.300   | 146.200     | 197.800    | 172.000      |
| Corsico (MI), via F. Magellano, 5, cat. C/1, p. T, mq. 81     | negozio                | 81        | 1.100    | 1.500   | 89.100      | 121.500    | 105.300      |
| Corsico (MI), via F. Magellano, 5, cat. C/2, p. S1, mq. 37    | deposito               | 37        | 1.100    | 1.100   | 40.700      | 40.700     | 40.700       |
| sub-totale quotazioni OMI                                     |                        |           |          |         | 369.500,00  | 486.500,00 | 428.000,00   |
| Corsico (MI), via A. Volta, 20/A, p. T, cat. C/3, mq. 252 (*) | capannone artigianale  | 252       |          |         | 199.000,00  | 199.000,00 | 199.000,00   |
| totale                                                        |                        |           |          |         | 568.500,00  | 685.500,00 | 627.000,00   |

Si dà atto che la valutazione minima, massima e media dell'immobile in



Corsico (MI), via Alessandro Volta, 20/a, è stata commisurata al prezzo dell'acquisto, recentemente stipulato in data 13 aprile 2018 (\*).

Il dato valutativo di cui alla tabella che precede è stato quindi comparato con il valore contabile di iscrizione al netto del fondo di ammortamento, pari ad euro 803.538,62 al 30 giugno 2019, parimenti risultante al 31 dicembre 2018, in difetto della contabilizzazione di ammortamenti *pro rata temporis* da parte della società FCC S.p.A. nelle risultanze contabili al 30 giugno 2019.

Tenuto quindi conto di una valutazione media del predetto compendio immobiliare, pari ad euro 627.000,00 complessivi, tenendo conto della posizione centrale, in Corsico (MI), del negozio di via Cavour, anche avendo riguardo allo stato degli immobili, nondimeno dovendosi altresì considerare possibili oneri di adeguamento catastale ed urbanistici del caso, appare quindi per l'effetto doversi procedere a stimare una possibile minusvalenza latente, rispetto al relativo valore contabile.

Si rileva peraltro che, ad evidenza della documentazione urbanistica acquisita presso il Comune di Corsico, l'immobile in Corsico (MI), via F. Magellano, 5, appare essere stato precedentemente destinato, unitamente a maggior consistenza, ad utilizzo di una banca, non avendosi acquisto le successive variazioni relative all'attuale destinazione dell'immobile.

Nella tabella che segue, si è quindi proceduto a stimare il valore del patrimonio netto contabile rettificato della società FCC S.p.A. al 30 giugno 2019, assumendo, per convenzione lineare, un risultato infrannuale pari ad un mezzo di quello riferito al precedente esercizio 2018 - tenuto conto del coerente andamento dei ricavi per il primo



semestre 2019 – ed evidenziando la minusvalenza latente, al netto delle imposte, specificamente stimata con riferimento al compendio immobiliare di cui sopra, con arrotondamento del relativo valore complessivo ad euro 630.000,00.

FCC S.P.A. – PATRIMONIO NETTO CONTABILE RETTIFICATO AL 30-06-2019

| descrizione                                                  | dettaglio | riepilogo |
|--------------------------------------------------------------|-----------|-----------|
| <b>Patrimonio netto al 31 dicembre 2018</b>                  | 1.956.658 | 1.956.658 |
| distribuzione dividendo 2018                                 | (318.378) |           |
| stima risultato di periodo al 30 giugno 2019                 | 167.568   |           |
| <b>variazioni patrimonio netto periodo al 30 giugno 2019</b> |           | (150.811) |
| valore iscrizione contabile compendio immobiliare            | 803.539   |           |
| stima valore compendio immobiliare                           | 630.000   |           |
| minusvalenza latente                                         | (173.539) |           |
| effetto fisc. Imp. correnti I.Re.S. (24%) ed I.R.A.P. (3,9%) | 48.417    |           |
| <b>minusvalenza latente al netto imposte</b>                 |           | (125.122) |
| <b>Patrimonio netto rettificato al 30 giugno 2019</b>        |           | 1.680.726 |

L'analisi patrimoniale anzidetta concorre nella valutazione della società FCC S.p.A. unitamente alle rilevazioni riferite ai risultati economici della stessa, assumendosi a tal riguardo, quale grandezza concorrente nel modello valutativo, il risultato N.O.P.A.T. che, come sopra ricordato, risulta pari al valore E.B.I.T.  $\times$  (1-t), pertanto al risultato operativo, al netto delle imposte, dal quale dovranno essere espunte le componenti straordinarie, salvo quanto qui in seguito evidenziato.

In relazione al modello valutativo in esame occorre quindi richiamare le seguenti grandezze concorrenti nell'algoritmo previsto dallo stesso e quindi:

- patrimonio netto rettificato  $K$  assunto pari, per quanto sopra



richiamato, al patrimonio netto contabile rettificato del bilancio riferito al 30 giugno 2019, corrispondente quindi ad euro 1.680.726,00;

- utile netto assunto quale previsione dei redditi futuri attesi  $R$  riferito, parimenti per quanto sopra motivato, alla media aritmetica del valore N.O.P.A.T. rettificato riferita agli esercizi 2015-2018, pari quindi ad euro 360.778,00 con esclusione dell'esercizio 2014, in quanto caratterizzato dalla maggiore devianza dalla media aritmetica della serie dei valori 2014-2018;
- rendimento medio di mercato  $i^1$  riferito al valore R.O.E. 5,8% rilevato in un campione di farmacie eseguito nel 2018, ad evidenza della pubblicazione <https://www.monitoraitalia.it/farmacia-analisi-445-farmacie-nel-2018> del 13 maggio 2019, con aggiornamento sino al 2017;
- individuazione del tasso di attualizzazione dei flussi reddituali futuri sulla scorta del modello quantitativo denominato *C.A.P.M. capital asset pricing model*, assumendo  $r_f$  pari al rendimento effettivo netto 1,03% a del B.T.P. scad. 15-05-2024 codice Isin IT0005246340 (fonte Il Sole 24 Ore 29 giugno 2019), oltre una maggiorazione per il rischio di impresa ( $r_m - r_f$ ) pari a 9,02% quale dato dell'“*Equity Risk Premium*” rilevato a gennaio 2019 (fonte [www.stern.nyu.edu](http://www.stern.nyu.edu) New York University School of Business Leonard N. Stern) ed infine un fattore  $\beta$  pari per rischio non diversificabile pari a 1,15 rilevato per il comparto “*Healthcare products*” *Western Europe* a gennaio 2019 (fonte [www.stern.nyu.edu](http://www.stern.nyu.edu) New York University School of Business Leonard



N. Stern), così addivenendosi ad un tasso  $i$  pari a 11,40%, calcolato come segue e quindi:

$$i = 1,03\% + 9,02\% \times 1,15$$

- orizzonte temporale di proiezione della rendita futura non superiore a cinque anni, tenuto conto della crescente aleatorietà di ogni previsione per periodi di maggior durata;

ricavandosi quindi una valutazione del capitale economico dell'intera società FCC S.p.A. di euro 2.644.127,00 come riepilogato nella tabella che segue e quindi:

FCC S.P.A. – IPOTESI VALUT. MET. MISTO DET. AUTON. *GOODWILL* AL 30-06-2019

| descrizione                         | 31-12-2013 | n anni | beta | tassi  | valori (euro) |
|-------------------------------------|------------|--------|------|--------|---------------|
| K patrimonio netto                  |            |        |      |        | 1.680.726     |
| i' rendimento <i>cost of equity</i> |            |        |      | 5,80%  |               |
| K x i' rendimento soddisfacente     |            |        |      |        | 97.482        |
| R reddito medio futuro atteso       |            |        |      |        | 360.778       |
| $r_f$                               |            |        |      | 1,03%  |               |
| $(r_m - r_f)$                       |            |        |      | 9,02%  |               |
| $\beta$                             |            |        | 1,15 |        |               |
| $i$                                 |            |        |      | 11,40% |               |
| $a_{n-i}$                           |            | 5      |      |        | 2.644.127     |

Pur apparendo di rilievo l'analisi economico-patrimoniale sopra svolta, ai fini di una più compiuta informativa, nondimeno la possibile stima di valore ricavabile sulla scorta dei correlati metodi misti con determinazione autonoma del *goodwill*, come sopra esposta trova dei limiti di rappresentatività del valore richiamati nel paragrafo che segue.

### **III.3 I limiti dei metodi misti con determinazione autonoma del**



### **goodwill nel caso di specie**

La valutazione secondo i metodi misti con determinazione autonoma del *goodwill* appare infatti evidenziare, nel caso di specie, alcuni limiti, ove rapportati i valori nel caso derivabili rispetto alle prassi di mercato. Pur dato atto che la valutazione secondo i metodi in oggetto risulterebbe indubbiamente strettamente dipendente dalle risultanze dei bilanci sopra esaminati, non pare tuttavia potersi non dare risalto alle suddette prassi di mercato, in quanto di rilevanza apparentemente preminente. In dipendenza di quanto sopra, appare quindi doversi tenere altresì in considerazione i processi di valutazione affidati ai c.d. metodi dei multipli, come riferito nel successivo paragrafo.

### **III.4 Il correttivo della valutazione secondo i metodi misti rapportato all'applicazione del metodo dei multipli**

Con riguardo al metodo dei multipli in rassegna, si ha cura di dare evidenza delle rilevazioni pubblicate da F.I.M.A.A. di Milano, Monza Brianza, Collegio degli Agenti d'Affari in Mediazione delle Province di Milano, Monza & Brianza, pubblicate nel portale [www.listinimilano.it](http://www.listinimilano.it), accessibile previo abbonamento.

Detta pubblicazione, espone quindi, nell'”*Archivio Rilevazione dei Prezzi delle Aziende di Milano*”, in riferimento alla categoria “*esercizi commerciali non alimentari - 2018*”, “*farmacie*”, con ubicazione primaria i prezzi minimi e massimi di relativa valutazione, commisurati ad una percentuale tra un minimo di 110% ad un massimo di 130% dell'incasso annuale, (**Allegato E**), annotando, per tale tipologia di esercizio, “*domanda: elevata; offerta: scarsa*”, e la caratteristica di



“*arredamento/attrezzature buono stato*”.

Appare tuttavia doverosi ponderare il suddetto dato, tenendo conto della diversa ubicazione delle farmacie esercitate dalla società FCC S.p.A., tutte dislocate nel Comune di Corsico (MI). Nella tabella che segue, sono quindi riportati i dati relativi ai ricavi di cui alla voce A1 del conto economico ex art. 2425 Codice Civile, per il periodo di osservazione 2014-2018, dando atto, come sopra richiamato, del coerente andamento dei ricavi rilevati per il primo semestre 2019 avuto riguardo ad una proiezione lineare su base annua, del dato ricavabile dalla situazione infrannuale al 30 giugno 2019 (i.e. euro 3.258.922 al 30 giugno 2019 × 2 = euro 6.517.844) e quindi:

FCC S.P.A. – RICAVI 2014, 2015, 2016, 2017, 2018 E PROIEZIONE 2019

| descrizione        | 31-12-2014 | 31-12-2015 | 31-12-2016 | 31-12-2017 | 31-12-2018 | proiezione 2019 |
|--------------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------------|
| A1) Ricavi vendite | 6.324.982  | 6.479.565  | 6.411.608  | 6.413.483  | 6.323.710  | 6.517.844       |

Sulla scorta dei dati di cui alla tabella che precede, risulterebbe quindi possibile ricavare un valore medio di ricavi, per l'intero periodo 2014-2019, pari ad euro 6.411.865 (i.e.  $(6.324.982 + 6.479.565 + 6.411.608 + 6.413.483 + 6.323.710 + 6.517.844) \times 1/6$ ), potendosi quindi far riferimento a detto valore per l'applicazione dei moltiplicatori pubblicati da F.I.M.A.A. di Milano, Monza Brianza, Collegio degli Agenti d'Affari in Mediazione delle Province di Milano, Monza & Brianza, relativi all'“*Archivio Rilevazione dei Prezzi delle Aziende di Milano*”, con riferimento alla suddetta categoria.

Occorre quindi avere altresì in considerazione, nella prospettiva di una valutazione *equity side*, anche alla posizione finanziaria netta della



società, rilevata, conformemente alle rappresentazioni riferite nei bilanci relativi al periodo 2014-2018, con specifico riguardo alle rispettive relazioni sulla gestione a corredo, sulla scorta della situazione contabile al 30 giugno 2019, come evidenziato nella tabella che segue:

## FCC S.P.A. – POSIZ. FINANZ. NETTA 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 06-2019

| descrizione                         | 31-12-2014 | 31-12-2015 | 31-12-2016 | 31-12-2017 | 31-12-2018 | 30-06-2019 |
|-------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| disponibilità liquide (A)           | 1.046.942  | 1.228.292  | 1.375.812  | 1.673.555  | 1.559.181  | 1.779.735  |
| debiti verso banche (B)             | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| posizione finanziaria b/t (A)-(B)   | 1.046.942  | 1.228.292  | 1.375.812  | 1.673.555  | 1.559.181  | 1.779.735  |
| cred. finanz. (dep. cauzionali) (C) | 13.172     | 14.411     | 27.872     | 27.872     | 23.740     | 23.740     |
| P.F.N. (A)-(B)+(C)                  | 1.060.114  | 1.242.703  | 1.403.684  | 1.701.427  | 1.582.921  | 1.803.475  |

Per quanto sopra, la valutazione dell'intero capitale della società FCC S.p.A. verrebbe quindi calcolato in euro 8.856.527, secondo i metodi in esame come indicato nella tabella che segue e quindi:

## FCC S.P.A. – VALUTAZIONE CON METODI MULTIPLI MOLTIPLICATORI FIMAA

| descrizione                                                                                              | valori    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| valore medio ricavi 2014-2019 (euro) (A)                                                                 | 6.411.865 |
| moltiplicatore minimo 110% F.I.M.A.A. Archivio Rilevazione prezzi delle Aziende di Milano - farmacie (B) | 110%      |
| (A) × (B)                                                                                                | 7.053.052 |
| P.F.N.                                                                                                   | 1.803.475 |
| valutazione con multipli (A) × (B) + P.F.N.                                                              | 8.856.527 |

La suddetta valutazione secondo i metodi dei multipli prima elaborata trova tuttavia, a propria volta, come anche prima accennato, limiti oggettivi per essere la stessa intanto fondata su multipli relativi all' "Archivio Rilevazione dei Prezzi delle Aziende di Milano", per farmacie con posizione primaria, dovendosi, nel caso di specie, far invero riferimento alla diversa dislocazione degli esercizi della società FCC S.p.A., nonché alla relativa redditività e consistenza patrimoniale.



Sulla scorta di quanto sopra, appare quindi potersi procedere ad un correttivo del metodo dei multipli in esame tenendo conto delle risultanze valutative ritraibili secondo i metodi misti con determinazione autonoma del *goodwill* applicati all'indicatore economico N.O.P.A.T., potendosi quindi ponderare il valore dei multipli con pari peso rispetto a quello del metodo misto anzidetto, addivenendosi, in tal caso, ad un valore mediato di euro 5.750.327 (i.e.  $(2.644.127 + 8.856.527) \times \frac{1}{2}$ ), salvo quanto qui in prosieguo ulteriormente evidenziato con riferimento allo sconto di minoranza, come rappresentato nella tabella che segue.

FCC S.P.A. – VALUT. CON METODI MULTIPLI CON CORRETTIVO METODO MISTO

| descrizione                                                                                                | valori    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| valut. multipli F.I.M.A.A. Archivio Rilev. prezzi Aziende di Milano - farmacie con correttivo metodo misto | 5.750.327 |

### **III.5 Lo sconto di minoranza**

La partecipazione pignorata, pari ad euro 16.218,29 nominali, rappresenta una quota di minoranza dell'intero capitale della società FCC S.p.A. di euro 1.046.408,00 i.v., pari al 1,5499001185% dello stesso, arrotondato al 1,55%, rendendo per l'effetto occorrente procedere alla determinazione dello sconto di minoranza, nel caso di specie riconducibile anche ad uno sconto di illiquidità, non potendosi apprezzare un mercato ad elevata liquidità in relazione a detta partecipazione.

In tema di quanto sopra, appare quindi possibile fare un primo riferimento ad interventi di prassi (Fabio Landuzzi, Euroconference news, 2 novembre 2017) (**Allegato F**), che espongono, per il caso dello sconto di illiquidità, come nel caso di specie, un valore empirico dello sconto di



minoranza individuato in un intorno del trenta per cento.

Appare inoltre possibile procedere ad ulteriore stima dello sconto di minoranza sulla scorta delle complementari rilevazioni dei premi di maggioranza, secondo la seguente funzione:

$$\text{sconto minoranza} = 1 - 1 / (1 + \text{premio maggioranza})$$

(*Mergestat Review*, richiamata in “La valutazione delle aziende”, G. Zana, M. Lacchini, T. Onesti, Giappichelli Torino, VI Edizione, p. 515)

In dipendenza di quanto sopra, lo sconto di minoranza potrebbe quindi essere calcolato, sulla scorta dei dati empirici relativi ai premi di maggioranza proposti dal suddetto medesimo intervento di prassi, individuati tra il venti ed il quaranta per cento, addivenendosi così, per l'effetto, ad un intervallo di valori dello sconto di minoranza compreso tra 17% circa (i.e.  $1 - 1 / (1+20\%)$ ) e 29% circa (i.e.  $1 - 1 / (1+40\%)$ ).

Appare di ulteriore interesse l'intervento “*Premi di maggioranza e sconti di minoranza nella valutazione delle partecipazioni: aspetti teorici ed ambiti di applicazione*” di Massimo Buongiorno, in “*La rivista delle operazioni straordinarie n. undici 2013*”, ivi infatti riferendosi su una distribuzione dei premi di maggioranza individuata dalla dottrina nazionale, per società diverse da quelle quotate, in un intervallo compreso tra quindici e trenta per cento, talché, sulla scorta dell'algoritmo di calcolo prima richiamato, potrebbe per l'effetto addivenirsi ad una stima dello sconto di minoranza compreso tra 13% circa (i.e.  $1 - 1 / (1+15\%)$ ) e 23% circa (i.e.  $1 - 1 / (1+30\%)$ ).

Avendo in considerazione il peso estremamente ridotto della partecipazione in esame, risulta per l'effetto potersi ritenere congruo il



valore massimo dello sconto di minoranza, per l'effetto calcolato in misura pari al trenta per cento, tenendo conto delle rilevazioni della dottrina aziendalistica prima richiamata.

Nella tabella successiva si è quindi proceduto ad applicare il predetto sconto di minoranza per la determinazione del valore della partecipazione pignorata, applicato al valore dei multipli con correttivo riferito alle risultanze economico-patrimoniali ricavate dal metodo misto con determinazione autonoma del *goodwill*.

FCC S.P.A. – VALUTAZIONE PARTECIPAZIONE PIGNORATA

| descrizione                                                             | valori (euro) |
|-------------------------------------------------------------------------|---------------|
| valutazione intero capitale sociale riferito a valutazione multipli (A) | 5.750.327     |
| quota partecipazione pignorata (B)                                      | 1,55%         |
| valore proporzionale quota partecipazione pignorata (C)                 | 89.124        |
| sconto di minoranza 30% (D)                                             | (26.737)      |
| valore quota partecipazione pignorata al netto sconto (C)+(D)           | <b>62.387</b> |

Lo scrivente stimatore ha cura di evidenziare che la decurtazione derivante dallo sconto di minoranza, pur ritenuta concorrente nella valutazione del valore di mercato della partecipazione pignorata, potrebbe invero essere diversamente apprezzata per il caso, astrattamente possibile, nel quale la suddetta partecipazione fosse ad esempio oggetto di cessione in favore di soggetto già socio della medesima società FCC S.p.A., consentendo al cessionario di consolidare ulteriormente, ovvero integrare conseguentemente, la propria partecipazione di maggioranza, o anche addivenire ad una c.d. minoranza qualificata.

Dette valutazioni appaiono tuttavia derivare da una possibile distinzione tra un valore estimativo di mercato della partecipazione pignorata qui in esame, appunto ridotto per effetto dello sconto di minoranza, rispetto ad



uno specifico valore della stessa riferibile in dipendenza di una particolare posizione soggettiva della parte acquirente.

#### IV. LE CONCLUSIONI SULLA VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE PIGNORATA

##### **IV.1 La valutazione della partecipazione pignorata**

All'esito dell'analisi sopra svolta, lo scrivente stimatore, richiamate le ipotesi ed i parametri sottesi alle operazioni peritali svolte, nonché i relativi limiti, come sopra narrato, tenendo anche conto di una ipotesi quantitativa dello sconto di minoranza, prima riferita, ritiene quindi di poter conseguentemente rassegnare le seguenti conclusioni in ordine ad una valutazione estimativa della partecipazione pignorata, pari al 1,55% circa della società FCC S.p.A., come sopra generalizzata, addivenendo quindi al relativo valore stimato in un intorno di euro 62.387,00 come sopra individuato, che appare quindi potersi approssimare ai cento euro superiori come segue:

euro 62.400,00 (sessantaduemilaquattrocento/00)

#### V. I DIRITTI DI PRELAZIONE E LE RISERVE DI GRADIMENTO

##### **V.1 I diritti di prelazione e le riserve di gradimento**

La disciplina statutaria dei diritti di prelazione e gradimento nel trasferimento delle azioni è contenuta nel relativo articolo 6, secondo quanto qui brevemente riassunto ed ivi più diffusamente trattato e quindi:

- obbligo dell'offerta in prelazione delle azioni oggetto di intendimento di relativo trasferimento a terzi, con comunicazione indirizzata agli altri amministratori ed agli altri soci, con specificazione del terzo disposto all'acquisto, nonché delle relative condizioni, con previsione



- dell'esercizio dell'opzione, entro trenta giorni, con diritto di accrescimento dei diritti di opzione rinunciati in favore degli altri soci in proporzione alle rispettive partecipazioni;
- procedimento di arbitraggio, per il caso di disaccordo sul corrispettivo dell'offerta in prelazione, con arbitratore designato dal *"Presidente della Camera arbitrale nazionale ed internazionale di Milano"*, con disciplina relativa agli aggiustamenti di prezzo del caso e del costo dell'arbitratore;
  - previsione del gradimento dell'organo amministrativo da esprimere, entro il termine di trenta giorni dalla scadenza del termine previsto per l'esercizio del diritto di prelazione, *"con motivazione di natura tecnica e gestionale"* .

Nel paragrafo 6.11, ultimo capoverso dello statuto è previsto che *"non si dà luogo ad applicazione del gradimento dell'organo amministrativo per il caso in cui le azioni fossero oggetto di aggiudicazione a seguito di procedura esecutiva da parte del creditore pignoratizio"*, mentre, nel successivo paragrafo sub 6.16), è previsto che *"qualora le azioni fossero oggetto di espropriazione forzata, da parte del creditore pignoratizio, il diritto di prelazione dovrà essere esercitato da parte dei soci entro 10 (dieci) giorni dall'aggiudicazione, al medesimo prezzo di aggiudicazione, in tal caso non troverà applicazione il ricorso alla determinazione arbitrale"* di cui alla superiore disciplina contenuta nel richiamato articolo 6 delle norme di funzionamento.

In punto della suddetta deroga alle previsioni in materia di prelazione e di gradimento nel trasferimento delle azioni della società FCC S.p.A.,



richiamate, in parte, nell'istanza depositata in data 4 luglio 2018 nella Cancelleria, con la quale la società FCC S.p.A. chiede disporsi la vendita della partecipazione pignorata nella medesima società, lo scrivente perito stimatore riterrebbe di dare evidenza che le stesse appaiono limitate, con riguardo al procedimento espropriativo, alla ipotesi del creditore procedente "pignoratizio".

Il paragrafo 6.15 della previsione statutaria in esame dispone altresì che *"i soci possono liberamente trasferire le azioni o i diritti di opzione, o parte di essi, a favore di altri soci, di proprie società controllanti o contratte ovvero di società controllate dalla stessa controllante. Per "controllate" si intendono quelle società che risultino tali ai sensi dell'articolo 2359, comma primo, numeri uno e due del Codice Civile, con esclusione del controllo contrattuale di cui all'art. 2359, comma primo, numero tre"*.

\* \* \*

Si offrono gli allegati relativi a copia dei documenti sopra richiamati qui elencati nell'apposito indice che segue:

- (Allegato A)** provvedimento del Giudice dell'Esecuzione in data 15 maggio 2019, con nomina del perito stimatore;
- (Allegato B)** verbale dell'udienza in data 11 giugno 2019 innanzi al Giudice dell'Esecuzione, con formulazione del quesito peritale;
- (Allegato C)** fascicolo storico della società Farmacie Comunali Corsichesi S.p.A. estratto in data 26 giugno 2019 dal Registro delle Imprese di Milano Monza Brianza Lodi, con statuto e bilancio al 31 dicembre 2018;



- (Allegato D)** estratto del libro soci della società Farmacie Comunali Corsichesi S.p.A. relativo all'annotazione in data 5 giugno 2018 del pignoramento del certificato azionario n. 8 di titolarità del debitore esecutato;
- (Allegato E)** Archivio Rilevazione dei Prezzi delle Aziende di Milano”, in riferimento alla categoria “*esercizi commerciali non alimentari - 2018*”, “*farmacie*”, pubblicato da F.I.M.A.A. di Milano, Monza Brianza, Collegio degli Agenti d’Affari in Mediazione delle Province di Milano, Monza & Brianza, portale [www.listinimilano.it](http://www.listinimilano.it);
- (Allegato F)** intervento di prassi di Fabio Landuzzi, Euroconference news, 2 novembre 2017.

Milano, 11 novembre 2019

*Con osservanza*

*Il perito stimatore*

*dott. Alfredo Haupt*

(firma digitale)

