

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

**TRIBUNALE ORDINARIO DI MILANO
III SEZIONE CIVILE ESECUZIONE MOBILIARE
GIUDICE DOTT.SSA MARIA GABRIELLA MENNUNI
RUOLO GENERALE 7905/2019**

PERITO DOTT.SSA MARGHERITA DEGRASSI

**CONSULENZA TECNICA PER LA VALUTAZIONE
DELLE QUOTE POSSEDUTE DA [REDACTED]
NELLA SOCIETA'
TIPOLITOGRAFIA CUGINI PAGANI S.R.L.**

MILANO, 18 DICEMBRE 2020



Sommario

1. L'INCARICO RICEVUTO	4
1.1. Premessa	4
1.2. La documentazione richiesta	5
2. DESCRIZIONE DELL'AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE	8
2.1. Breve descrizione della Società	8
2.2. Oggetto sociale	8
2.3. I dati di bilancio riclassificati (esercizi 2019-2018-2017)	8
3. CRITERI DI VALUTAZIONE DELLE AZIENDE.....	12
3.1. I criteri di valutazione delle aziende (cenni)	12
3.2. I criteri di valutazione delle aziende individuati dalla dottrina economico-aziendale e dalla tecnica professionale.....	16
3.3. La scelta del criterio di valutazione nel caso di specie	24
4. LA VALUTAZIONE DELLA SOCIETA' TIPOLITOGRAFIA CUGINI PAGANI S.R.L. CON IL METODO MISTO PATRIMONIALE-REDDITUALE CON STIMA AUTONOMA DELL'AVVIAMENTO	25
4.1. Premessa	25
4.2. La descrizione dell'applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento: a) la riespressione a valori correnti delle attività e delle passività...30	
4.2. La descrizione dell'applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento: b) la stima del valore normale dei redditi attesi (la normalizzazione del reddito)	31
4.3. La descrizione dell'applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento: c) la stima del tasso di attualizzazione (i^*) e del tasso di rendimento del capitale investito (i^m).....	33



4.4. La descrizione dell'applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento: d) la stima della proiezione del sovrareddito (n).....	34
4.5. La stima del valore economico della Società sulla base del metodo prescelto.....	34
5. CONCLUSIONI.....	39
ELENCO DELLE TABELLE INCLUSE NELLA PERIZIA.....	41



1. L'INCARICO RICEVUTO

1.1. Premessa

La sottoscritta dott.ssa Margherita Degrassi, dottore commercialista, con studio in Milano Piazza Castello n. 5 - Tel. 0286465051, è stata nominata in data 9 settembre 2020 dal Giudice Dott.ssa Maria Gabriella Mennuni, perito estimatore per procedere alla valutazione delle quote del capitale sociale di proprietà [REDACTED] [REDACTED] nella società Tipolitografia Cugini Pagani S.r.l. (di seguito indicata anche come "la Società"), oggetto di pignoramento da parte [REDACTED].

Il quesito posto dal Giudice è il seguente: *"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 Equitalia servizi di riscossione s.p.a., l'INPS e l'INAIL o altri istituti pubblici sull'esistenza e l'ammontare di eventuali debiti della società non risultanti dai libri contabili, il presumibile valore di realizzo ad oggi derivante dalla vendita delle quote sociali di cui si discute. Calcoli altresì il valore dei frutti maturati nell'ultimo esercizio"*.

L'incarico conferito alla Scrivente non ha avuto ad oggetto alcuna attività di revisione legale dei dati contabili prodotti dalla Società e dai suoi professionisti.

In particolare si precisa che:



- il contenuto della presente relazione non può essere interpretato o assunto come una garanzia sul futuro andamento dell'azienda;
- il presente documento è unitario e le sue parti non possono essere utilizzate singolarmente;
- il valore del complesso aziendale viene determinato in base al presupposto di continuazione dell'attività aziendale;
- la Scrivente non fornisce alcuna garanzia sulla conseguibilità dei redditi attesi da parte della Società nel futuro, anche in relazione agli sviluppi della pandemia Covid-19;
- la valutazione non considera il possibile futuro verificarsi di eventi o circostanze a carattere straordinario e imprevedibile (quali a titolo esemplificativo mutamenti nella normativa del settore e-commerce o nella normativa tributaria vigente o negli scenari politici e sociali);
- la Scrivente non assume responsabilità alcuna, circa gli aspetti tecnici, commerciali e legale e connessi laddove non siano stati portati a sua conoscenza.

1.2. La documentazione richiesta

La sottoscritta ha, in data 29 ottobre 2020, preso contatti con la Società via PEC richiedendo la trasmissione della seguente documentazione:

- copia dei bilanci esercizi 2017 - 2018 - 2019, completi di nota integrativa, eventuale relazione sulla gestione e verbale assemblea di approvazione;
- bilancio di verifica con schede di tutti i conti esercizi 2017 - 2018 - 2019 e al 30 settembre 2020;



- copia del libro dei cespiti ammortizzabili, del libro inventari, e dettaglio degli ammortamenti effettuati nei bilanci al 31/12/2017, 31/12/2018 e 31/12/2019;
- elenco degli immobili con relative visure catastali e ipotecarie, atti di provenienza planimetrie e descrizione degli stessi, eventuali contratti d'affitto in essere;
- copia dei modelli unici relativi alle annualità dal 2017 al 2019;
- situazione economico/patrimoniale aggiornata al 30 settembre 2020 con relative schede contabili;
- copia e/c bancari al 31/12/2019 e al 30 settembre 2020 con riconciliazione con schede contabili;
- libro giornale e registri IVA esercizi 2017– 2018 – 2019 e al 30 settembre 2020;
- dettaglio al 30 settembre 2020 dei crediti verso clienti e relazione riportante la situazione dei crediti (con indicazione dei recapiti – indirizzo PEC, indirizzo sede legale etc. – dei medesimi), precisando se sussistono posizioni in contenzioso e/o per le quali sono in corso azioni di recupero;
- dettaglio al 30 settembre 2020 dei debiti verso fornitori (con indicazione dei recapiti – indirizzo PEC, indirizzo sede legale etc. – dei medesimi), precisando se sussistono posizioni in contenzioso e/o per le quali sono in corso azioni di recupero da parte degli stessi;
- copia di tutti i contratti di *leasing*, di locazione e di noleggio che la società ha in essere;



- copia dei contratti di mutuo e finanziamento contratti dalla società;
- relazione sulle cause attive e passive e, con riferimento a quelle passive, l'evidenziazione anche di quelle minacciate;
- relazione circa eventuali passività potenziali non emergenti della situazione economico-patrimoniale al 31/12/2019;
- ogni altra notizia ed informazione utile al fine di fornire allo scrivente un "quadro fedele" della società per poter procedere alla corretta esecuzione dell'incarico conferito dal Giudice;
- atto costitutivo e statuto.

Con ulteriore comunicazione *e-mail* è stata altresì richiesta la produzione di eventuale perizia di stima dell'immobile di proprietà sociale a data aggiornata o, in alternativa, una valutazione sulla base delle quotazioni OMI del valore corrente dello stesso.



2. DESCRIZIONE DELL'AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE

2.1. Breve descrizione della Società

La Tipolitografia Cugini Pagani s.r.l. ha iniziato la propria attività in data 21 marzo 1931, ha sede in Marcallo con Casone (Mi) Via Fleming n. 34, ed è iscritta al Registro delle Imprese della CCIAA di Milano Monza Brianza Lodi al n. 02235430150; Repertorio Economico Amministrativo n. MI 175014.

Il capitale sociale ammonta ad Euro 46.800.

Amministratore Unico in carica è il Signor XXXXXXXXXX

2.2. Oggetto sociale

La Società ha come oggetto sociale la produzione di stampati tipolitografici e cartoncini in genere, nonché l'acquisto e la gestione di immobili propri.

2.3. I dati di bilancio riclassificati (esercizi 2019-2018-2017)

I dati contabili relativi ai bilanci di esercizio regolarmente approvati e depositati dalla Società relativi al periodo 2019-2017 possono essere rappresentati come di seguito indicato:



Tabella 1 – Lo Stato patrimoniale riclassificato (2019-2018-2017)

STATO PATRIMONIALE ATTIVO						
	31/12/2019	% su Tot. Attivo	31/12/2018	% su Tot. Attivo	31/12/2017	% su Tot. Attivo
TOTALE ATTIVO	1.470.942	100%	1.481.616	100%	1.670.992	100%
ATTIVO CORRENTE	1.204.425	81,88%	1.207.109	81,47%	1.379.124	82,53%
Liquidità immediate	784.332	53,32%	797.748	53,84%	804.652	48,15%
Disponibilità liquide	784.332	53,32%	797.748	53,84%	804.652	48,15%
Totale Attività Finanziarie	0	0%	0	0%	0	0%
di cui: Partecipazioni verso entità del Gruppo	0	0%	0	0%	0	0%
di cui: Strumenti finanziari derivati attivi	0	0%	0	0%	0	0%
di cui: Attività finanziarie per la gestione accentrata della tesoreria	0	0%	0	0%	0	0%
Liquidità differite	403.593	27,44%	394.361	26,62%	538.472	32,23%
Totale Crediti a Breve	394.640	26,83%	385.379	26,01%	530.897	31,77%
di cui: Crediti verso clienti a breve	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	496.304	29,70%
di cui: Crediti verso entità del Gruppo	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	0	0%
Ratei e Risconti Attivi	8.953	0,61%	8.982	0,61%	7.575	0,45%
Rimanenze	16.500	1,12%	15.000	1,01%	36.000	2,15%
Materie prime e acconti	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
Prodotti semilavorati, finiti e in corso	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
Lavori in corso	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
ATTIVO IMMOBILIZZATO	266.517	18,12%	274.507	18,53%	291.868	17,47%
Immobilizzazioni immateriali	117	0,01%	189	0,01%	73	0%
Avviamento, costi di impianto e ampliamento	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
Brevetti, concessioni, licenze e marchi	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
Altre immobilizzazioni immateriali	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
Immobilizzazioni materiali	101.246	6,88%	117.164	7,91%	142.291	8,52%
Terreni e fabbricati	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
Altre immobilizzazioni materiali	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
Immobilizzazioni materiali destinate alla vendita	0	0%	0	0%	0	0%
Immobilizzato finanziario	165.154	11,23%	157.154	10,61%	149.504	8,95%
Partecipazioni	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
di cui: Partecipazioni verso entità del Gruppo	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
Crediti a medio/lungo termine del circolante	0	0%	0	0%	0	0%
di cui: Crediti verso clienti a medio/lungo termine	0	0%	0	0%	0	0%
Crediti verso controllate, controllanti e collegate	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
Strumenti finanziari derivati attivi	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
Altre immobilizzazioni finanziarie	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.



Tabella 2 – Lo Stato patrimoniale riclassificato (2019-2018-2017) - segue

STATO PATRIMONIALE PASSIVO						
	31/12/2019	% su Tot. Passivo	31/12/2018	% su Tot.	31/12/2017	% su Tot.
TOTALE PASSIVO	1.470.942	100%	1.481.616	100%	1.670.992	100%
PASSIVO CORRENTE	193.119	13,13%	181.944	12,28%	261.537	15,65%
Debiti a breve	191.944	13,05%	180.848	12,21%	259.852	15,55%
di cui: Debiti verso fornitori a breve	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
di cui: Debiti verso banche a breve	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
di cui: Debiti verso entità del Gruppo a breve termine	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
Ratei e risconti passivi	1.175	0,08%	1.096	0,07%	1.685	0,10%
PASSIVO CONSOLIDATO	1.277.823	86,87%	1.299.672	87,72%	1.409.455	84,35%
Patrimonio netto	1.031.741	70,14%	1.066.304	71,97%	1.189.395	71,18%
Capitale sociale	46.800	3,18%	46.800	3,16%	46.800	2,80%
Utile/perdita di esercizio	-34.563	-2,35%	76.908	5,19%	219.119	13,11%
Utile/perdita a nuovo	0	0%	0	0%	0	0%
Riserve	1.019.504	69,31%	942.596	63,62%	923.476	55,27%
Crediti verso Soci	0	0%	0	0%	0	0%
Altri debiti	246.082	16,73%	233.368	15,75%	220.060	13,17%
Trattamento Fine Rapporto subordinato	231.441	15,73%	218.727	14,76%	205.419	12,29%
Fondi rischi e oneri	14.641	1%	14.641	0,99%	14.641	0,88%
di cui: Per strumenti finanziari derivati passivi	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
Debiti a medio/lungo termine	0	0%	0	0%	0	0%
di cui: Debiti verso banche a medio/lungo termine	0	0%	0	0%	0	0%
di cui: Debiti verso fornitori a medio/lungo termine	0	0%	0	0%	0	0%
di cui: Debiti verso entità del Gruppo a medio/lungo termine	0	0%	0	0%	0	0%

ALTRE INFORMAZIONI STATO PATRIMONIALE						
	31/12/2019	% su Tot. Passivo	31/12/2018	% su Tot.	31/12/2017	% su Tot.
Totale Debiti	191.944	13,05%	180.848	12,21%	259.852	15,55%
Debito finanziario lordo a medio/lungo termine	0	0%	0	0%	0	0%
Debito finanziario lordo a breve termine	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
di cui: Debiti finanziari a breve e medio/lungo termine	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
Debiti verso banche	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
Debiti verso altri finanziatori	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
Debiti verso soci	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
Obbligazioni	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
Strumenti finanziari derivati passivi	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
- Disponibilità liquide	784.332	53,32%	797.748	53,84%	804.652	48,15%
Debito Finanziario Netto	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
- Altri titoli e derivati	0	0%	0	0%	0	0%
PFN	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
di cui: Acconti/anticipi a breve e medio/lungo termine	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
di cui: Debiti verso controllate, controllanti e collegate a breve e medio/lungo termine	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
Capitale Circolante Netto	1.011.306		1.025.165		1.117.587	



Tabella 3 – Il Conto economico riclassificato (2019-2018-2017)

CONTO ECONOMICO						
	31/12/2019	% su Val.	31/12/2018	% su Val.	31/12/2017	% su Val.
VALORE DELLA PRODUZIONE	854.625	100%	1.063.633	100%	1.337.763	100%
Ricavi Totali	854.125	99,94%	1.071.933	100,78%	1.338.763	100,08%
Ricavi	849.409	99,39%	1.068.093	100,42%	1.332.787	99,63%
Altri ricavi e proventi	4.716	0,55%	3.840	0,36%	5.976	0,45%
Totale variazioni	500	0,06%	-8.300	-0,78%	-1.000	-0,07%
Incremento immobilizzazioni	0	0%	0	0%	0	0%
- Consumi di materie	251.669	29,45%	316.118	29,72%	343.200	25,66%
- Acquisti	252.669	29,57%	303.418	28,53%	344.000	25,72%
- Variazioni delle rimanenze	-1.000	-0,12%	12.700	1,19%	-800	-0,06%
- Spese gestionali	333.606	39,03%	328.486	30,88%	360.382	26,94%
- Spese generali	313.195	36,65%	315.002	29,62%	347.830	26%
- Servizi	312.699	36,59%	314.506	29,57%	347.272	25,96%
- Godimento beni di terzi	496	0,06%	496	0,05%	558	0,04%
- Oneri diversi di gestione	20.411	2,39%	13.484	1,27%	12.552	0,94%
VALORE AGGIUNTO	269.350	31,52%	419.029	39,40%	634.181	47,41%
- Costi del personale	270.647	31,67%	274.624	25,82%	287.485	21,49%
MARGINE OPERATIVO LORDO	-1.297	-0,15%	144.405	13,58%	346.696	25,92%
- Totale Ammortamenti e Svalutazioni	28.532	3,34%	28.270	2,66%	32.954	2,46%
di cui: Ammortamenti	26.922	3,15%	26.874	2,53%	27.922	2,09%
di cui: Svalutazioni	1.610	0,19%	1.396	0,13%	5.032	0,38%
- Accantonamenti per rischi	0	0%	0	0%	0	0%
- Altri accantonamenti	0	0%	0	0%	0	0%
REDDITO OPERATIVO	-29.829	-3,49%	116.135	10,92%	313.742	23,45%
+ Proventi finanziari netti	7	0%	8	0%	11	0%
- Totale Oneri finanziari	0	0%	1	0%	0	0%
RISULTATO ANTE GESTIONE STRAORDINARIA	-29.822	-3,49%	116.142	10,92%	313.753	23,45%
+ Saldo proventi e oneri straordinari	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
RISULTATO ANTE IMPOSTE	-29.822	-3,49%	116.142	10,92%	313.753	23,45%
- Totale Imposte sul Reddito	4.741	0,56%	39.234	3,69%	94.634	7,07%
di cui: Imposte correnti	4.741	0,56%	39.234	3,69%	94.634	7,07%
di cui: Imposte differite e anticipate	0	0%	0	0%	0	0%
UTILE/PERDITA	-34.563	-4,04%	76.908	7,23%	219.119	16,38%



3. CRITERI DI VALUTAZIONE DELLE AZIENDE

3.1. I criteri di valutazione delle aziende (cenni)

La valutazione di un'azienda funzionante, è un'operazione complessa in quanto oggetto della valutazione è un complesso economico operante, cioè una coordinazione produttiva caratterizzata:

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

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

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

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



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

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

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

In altri termini, l'azienda può essere definita come l'organizzazione nella quale l'attività imprenditrice si concreta; l'organismo tecnico-economico mediante il quale si realizza la coordinazione dei fattori della produzione cui l'impresa presiede. Se si ipotizza la continuità della gestione aziendale con il medesimo assetto proprietario, la configurazione a valori del patrimonio netto è denominata capitale di funzionamento; essa è rappresentata dallo stato patrimoniale del bilancio d'esercizio e la sua determinazione è strumentale alla corretta misurazione del risultato economico di periodo, quindi i criteri di valutazione delle attività e delle passività appaiono condizionati dalla predetta finalità.

Se si ipotizzano, invece, la cessazione dell'attività aziendale e lo scioglimento della società attraverso la liquidazione del patrimo-



nio, si determina il capitale di liquidazione. Questo è inteso come un semplice aggregato di valori, poiché con la liquidazione vengono meno tutte le relazioni di complementarità e interdipendenza tra i fattori produttivi che sono valutati singolarmente in base al valore di netto realizzo per stralcio, in quanto si modifica la loro destinazione economica, da condizioni riguardanti i processi di produzione economica a semplice oggetto di scambio.

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

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

Il capitale economico rappresenta la base di riferimento di molteplici operazioni aziendali quali conferimento, fusione, scissione, trasformazione, ma, al tempo stesso, è una grandezza che può essere determinata prescindendo da obiettivi operativi perché può



essere configurata a fini prevalentemente conoscitivi, allo scopo di far conoscere alle parti e ai terzi il potenziale economico dell'azienda oggetto di osservazione.

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

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

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



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

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

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

Prima di procedere alla determinazione del valore delle quote di proprietà, il Perito procede a una sommaria disamina sui criteri di valutazione del patrimonio suggeriti dalla dottrina e dalla prassi aziendale.

Il metodo patrimoniale

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

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

In applicazione del metodo in esame al patrimonio netto contabile, così definito, vengono sommate algebricamente le rettifiche



apportate ai valori contabili degli elementi componenti il capitale di funzionamento che hanno costituito oggetto di specifica valutazione nella logica della espressione del valore effettivo aziendale.

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

Il metodo patrimoniale si fonda sul principio che il valore dell'azienda coincide con quello del suo patrimonio netto, calcolato come differenza tra i valori correnti degli elementi attivi e passivi del patrimonio stesso; l'analisi delle risorse patrimoniali è un'attività imprescindibile nell'ambito di un processo volto ad acquisire le informazioni necessarie per esprimere il capitale economico dell'azienda.

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

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

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



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

in cui:

C = capitale netto contabile

P = plusvalenze

M = minusvalenze

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

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

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

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

Il metodo finanziario

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

In realtà, sotto la denominazione di "metodo finanziario" si raggruppano più varianti di un unico modello di valutazione di azienda, realizzato mediante l'attualizzazione dei flussi di cassa



prospettici; tali varianti si differenziano per il diverso tipo di flusso preso in considerazione, in modo particolare per quanto riguarda il fatto di utilizzare flussi *levered* (cioè al netto degli oneri di tipo finanziario sostenuti dall'impresa per remunerare la sua posizione debitoria netta) o *unlevered* (cioè al lordo dei medesimi). Questa distinzione viene spesso proposta anche in termini diversi ma, sostanzialmente, non difforni: il W stimato sulla base dei flussi finanziari *levered*, è un W per gli azionisti, cioè riferito al valore di W di pertinenza degli azionisti, intesi come detentori dei loro diritti di *residual claimants* nei confronti degli altri *stakeholders*. A sua volta il W stimato sulla base dei flussi *unlevered*, cioè riferito al valore di W di pertinenza dei portatori di tutto il capitale investito, è un W per l'impresa, suscettibile di essere destinato agli *stakeholders* cui compete, con effetti derivanti dal *mix* tra le fonti finanziarie realizzato dal management.

Il metodo *unlevered* esprime il valore W di un'impresa come segue:

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

in cui si ha:

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

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

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

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



$$W = \sum Cfv + vv$$

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

In questo caso W è un valore di capitale per l'azionista (e non per l'impresa) e deriva dall'attualizzazione di flussi disponibili per l'azionista, già stimati al netto della remunerazione dovuta ai portatori di crediti finanziari; il valore di W sconta la presenza della posizione finanziaria netta attraverso il contenuto dei flussi utilizzati per la stima. Il confronto tra le due formule, per essere completo, deve però riguardare il complessivo processo di attualizzazione sottostante, che coinvolge due tipi di grandezze:

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

Il metodo reddituale

Sulla base di tali criteri il valore economico di un'azienda è funzione delle prospettive reddituali a questa riferibili. In altri termini, i criteri in parola pongono il valore economico di un'azienda



in stretta correlazione con la sua autonoma capacità di generare redditi.

I criteri di determinazione del valore in base al reddito si distinguono tra loro, sotto il profilo metodologico, essenzialmente, in ragione: *a.* del fatto di essere determinati secondo un modello *levered*, oppure *unlevered*; *b.* della formula di capitalizzazione presa a riferimento per la stima. Con riferimento ad entrambi questi aspetti si ripropongono, *mutatis mutandis*, le alternative in precedenza descritte a proposito del metodo finanziario, alle quali si rimanda. Nel caso di un modello *levered* si ha $w=f(r,i)$, mentre in quello *unlevered* la relazione funzionale è $w=f(r_o,i)-PFN$ (dove r_o indica un reddito operativo e PFN esprime l'indebitamento finanziario netto dell'azienda oggetto di valutazione).

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

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

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

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



Il metodo misto patrimoniale-reddituale

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

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

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

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

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

Il metodo U.E.C. è solitamente utilizzato nella valutazione delle imprese industriali e trova appropriata applicazione allorché sus-



sista un'equilibrata coesistenza del capitale investito e della redditività aziendale, condizioni nelle quali generalmente si ottengono risultati apprezzabili per stimare “valori generali” di imprese industriali.

Il metodo dei multipli di borsa

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

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

Il metodo dei multipli delle transazioni comparabili

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

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



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

Tenuto conto delle caratteristiche della Società, il Perito ritiene appropriata l'adozione del metodo di valutazione misto patrimoniale-reddituale come illustrato nel successivo Capitolo 4.

Tale scelta consegue al fatto che il metodo misto patrimoniale reddituale, è un criterio molto diffuso per la valutazione delle piccole e medie imprese e considera congiuntamente sia la dimensione patrimoniale (“quello che c'è”) che quella reddituale prospettica (“quello che farà”). Benché tale metodo goda di un buon accreditamento dottrinale, non rientra a pieno titolo tra quelli proposti dall'Organismo Italiano di Valutazione nei “Principi Italiani di Valutazione”, in quanto si colloca al di fuori degli standard previsti a livello internazionale. Ciononostante la sottoscritta ritiene che lo stesso costituisca nel caso di specie - e tenuto conto dell'incarico ricevuto - un adeguato strumento di sintesi, soprattutto nel caso di realtà di medio-piccola dimensione per le quali si reputa opportuno considerare il contributo sia della dimensione patrimoniale sia dei risultati economici che la stessa è in grado di generare.



4. LA VALUTAZIONE DELLA SOCIETA' TIPOLITOGRAFIA CUGINI PAGANI S.R.L. CON IL METODO MISTO PATRIMONIALE-REDDITUALE CON STIMA AUTONOMA DELL'AVVIAMENTO

4.1. Premessa

Il Perito, tenuto conto che la finalità della consulenza tecnica disposta dal Tribunale è quella di determinare il valore della quota di proprietà [REDACTED] (16,66% del capitale sociale), ha scelto l'approccio, il metodo ed i parametri di valutazione ritenuti più idonei al caso specifico esaminato.

La valutazione del capitale economico della suddetta Società è stata effettuata dal Perito prendendo come base di riferimento i bilanci degli ultimi esercizi e la situazione contabile al 30 settembre 2020.

Da questo sistema di valori il Perito ha individuato l'entità del patrimonio attribuibile all'azienda tenendo conto della specifica situazione patrimoniale/finanziaria della Società alla data di riferimento. Escludendo il metodo finanziario, non adatto considerata la tipologia dell'azienda nel caso di specie, e il metodo reddituale puro, considerato eccessivamente semplicistico e poco prudente nel considerare un orizzonte temporale illimitato, il Perito - tenuto conto dell'incarico ricevuto - ha privilegiato l'applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento, così come elaborato dalla migliore dottrina italiana ed internazionale, in quanto ritenuto idoneo, nelle circostanze, a determinare l'attendibile valore generale della Società.



In particolare, una delle critiche rivolte ai metodi di valutazione patrimoniali e reddituale è quella di offrire, nella maggior parte delle situazioni, una visione parziale dell'azienda oggetto del processo valutativo.

La prassi professionale ha quindi sviluppato metodi di valutazione cosiddetti misti con l'obiettivo di riflettere più fedelmente le diverse caratteristiche aziendali.

Tra i diversi metodi elaborati, il più diffuso e significativo è rappresentato dal metodo misto con capitalizzazione limitata.

La formula del metodo misto con capitalizzazione limitata è di seguito indicata:

$$W = K + a \overline{n} i' (R - i'' K)$$

dove:

W è il valore dell'azienda;

K è il patrimonio netto espresso a valori correnti;

R è il reddito medio normale atteso per il futuro;

n è un numero definito e limitato di anni;

i' è il tasso d'interesse normale per l'investimento considerato;

i'' è il tasso d'attualizzazione del profitto o sovrareddito.

Con questo procedimento la valutazione di una azienda si ottiene sommando al suo patrimonio netto espresso a valori correnti (K) il valore attuale dell'avviamento atteso, inteso come la minore o maggiore capacità di un'azienda di produrre un reddito in relazione al proprio patrimonio netto.

Il risultato economico (R) non viene però utilizzato come addendo a sé stante, ma è posto a confronto con la "redditività normale attesa" dell'impresa (K'j). Se:



$R > K'j$ la redditività della società è superiore alla redditività normale attesa e si è in presenza di un avviamento. In questo caso, infatti, la società è in grado di esprimere un plusvalore in quanto è in grado di conseguire una remunerazione maggiore di quella che ci si dovrebbe attendere da quel tipo di investimento;

$R < K'j$ la redditività della società è inferiore alla redditività normale attesa e si è in presenza di un “badwill”, ovvero di un avviamento negativo. In questo caso la società presenta una remunerazione minore di quella che ci si dovrebbe attendere da quel tipo di investimento.

Per reddito medio atteso (R) si intende il reddito netto che un'impresa è in grado di conseguire stabilmente nel futuro, tenendo conto dei risultati conseguiti nel passato e delle strategie in corso di implementazione. Esso è misurato dal risultato operativo netto (MON o EBIT), meno le imposte calcolate sulla base delle teoriche aliquote fiscali.

In particolare, tale metodo apporta una “correzione reddituale” al valore risultante dall'applicazione dei metodi patrimoniali, così da tenere nella dovuta considerazione la capacità della società oggetto di stima di generare profitti in misura tale da garantire la remunerazione del capitale investito: in pratica, il confronto tra redditività prospettica e redditività giudicata “soddisfacente” per l'azienda da valutare consente la quantificazione di un *goodwill* (*badwill*) da portare ad incremento (decremento) del patrimonio netto rettificato.

Il patrimonio netto espresso a valori correnti



Al fine di stimare il valore del patrimonio netto a valori correnti (K) occorre 1) individuare gli elementi attivi e passivi suscettibili di valutazione 2) revisionare gli elementi individuati 3) calcolare il valore corrente e determinare le rettifiche 4) calcolare il patrimonio netto rettificato.

Per questo elemento del processo valutativo, i principali criteri di valutazione adottabili per ottenere una situazione patrimoniale rettificata possono essere così sintetizzati:

- i) per le passività, il valore corrente coincide con il valore di presunta estinzione (coincide con il valore nominale dei debiti);
- ii) per le attività a realizzo diretto, il valore corrente coincide con il valore di presunto realizzo;
- iii) per le attività a realizzo indiretto, il valore corrente coincide con il costo di sostituzione.

Determinati i valori correnti dei singoli elementi del capitale si confronteranno detti valori con i rispettivi valori contabili al fine di pervenire alle rettifiche da apportare al patrimonio netto contabile di partenza (così come risultante dal bilancio di esercizio di riferimento o da una situazione contabile aggiornata).

Il valore normale dei redditi attesi e la durata dell'avviamento

Nel processo di quantificazione dell'avviamento si deve fare riferimento al reddito che normalmente l'azienda, oggetto della valutazione, sarà in grado di generare in futuro.

Per reddito normale si deve intendere un risultato normalizzato depurato cioè dai seguenti fattori:



- a) componenti reddituali imputate a bilancio ai soli fini fiscali;
- b) rilevanti componenti reddituali, positive o negative, generate da attività estranee alla gestione tipica o non inerenti;
- c) effetti di fluttuazioni anomale di mercato.

Nella determinazione della durata dell'avviamento devono essere tenuti presenti i seguenti aspetti:

- a) le condizioni generali del settore;
- b) la durata residua degli strumenti di produzione;
- c) eventuali limiti di carattere giuridico/negoziale.

Il tasso di remunerazione del capitale investito

La determinazione del tasso di attualizzazione costituisce uno dei maggiori problemi nella valutazione delle aziende con il metodo misto patrimoniale–reddituale con stima autonoma dell'avviamento.

La valutazione delle diverse opportunità di investimento si basa principalmente su due elementi:

- a) la remunerazione di un investimento privo di rischio;
- b) l'apprezzamento del rischio insito nell'investimento;

A parità di rendimento il mercato privilegia infatti gli investimenti che si presentano come meno rischiosi; conseguentemente gli investimenti con un grado di rischio maggiore, come quelli di un'azienda, devono offrire un rendimento proporzionale più elevato rispetto agli impieghi privi di rischio.

Per individuare un opportuno tasso di remunerazione, si deve quindi tenere conto di quanto segue:



- del contesto economico-sociale di appartenenza dell'azienda e del suo posizionamento in tale ambito;
- del rendimento riconosciuto dal mercato per investimenti privi di rischio;
- dei rendimenti espressi dal mercato per settori simili;
- dei rendimenti riconosciuti dal mercato finanziario per negoziazioni di aziende operanti nel medesimo settore.

Il capitale da remunerare

Il capitale netto da remunerare è normalmente pari al patrimonio netto rettificato dell'azienda; può tuttavia risultare inferiore se nell'azienda sono presenti attività non tipicamente attinenti alla gestione caratteristica.

Il tasso di attualizzazione

In questo caso il tasso di attualizzazione deve essere inteso come lo strumento finanziario da utilizzarsi per ricondurre alla data di valutazione i sovraredditi che si realizzeranno in futuro.

Conseguentemente non si dovrà tenere conto in questo caso del rischio d'impresa, ma unicamente del rendimento normale degli investimenti privi di rischio.

4.2. La descrizione dell'applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento: a) la riespressione a valori correnti delle attività e delle passività

Sulla base delle informazioni disponibili, ad eccezione del compendio immobiliare di pertinenza della Società, non sono state effettuate modifiche ai valori contabili relativamente agli altri elementi patrimoniali attivi e passivi risultanti dal bilancio dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2019 e dalla situazione contabile intermedia al 30 settembre 2020. Ciò in relazione alla rite-



nuta e documentata veridicità e correttezza dei dati contabili contenuti nei bilanci di esercizio prodotti dalla Società e nella situazione contabile intermedia al 30 settembre 2020 (assenza di attività sopravvalutate e di passività sottostimate).

Avuto riguardo al compendio immobiliare, si rappresenta che la Società è proprietaria del fabbricato e del relativo terreno sito in Via Fleming 34 – Marcallo con Casone (MI), sede legale della Società.

Non essendo disponibile una perizia di stima del valore di mercato del predetto compendio immobiliare, la sottoscritta ha provveduto alla determinazione del valore corrente dello stesso considerando i complessivi mq del capannone, pari a circa 1.470, e i valori al mq degli immobili produttivi così come elaborate dall'Osservatorio del Mercato Immobiliare (OMI) relativamente all'area urbana del Comune di Marcallo con Casone (dati I semestre 2020).

Dal valore della plusvalenza sugli immobili è stata sottratta l'incidenza delle imposte latente, calcolate in ragione di un'aliquota del 30%.

4.2. La descrizione dell'applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento: b) la stima del valore normale dei redditi attesi (la normalizzazione del reddito)

Come in precedenza illustrato, nel processo di quantificazione dell'avviamento si deve fare riferimento al reddito che normalmente l'azienda, oggetto della valutazione, sarà in grado di generare in futuro.



La redditività normale attesa ($K'j$) indica la remunerazione mediamente conseguita da coloro che apportano capitale proprio (leggasi soci o investitori) in un determinato settore. Sovente tale redditività è misurata da un indice di bilancio, il “return on equity” (ROE). Il ROE a cui occorre fare riferimento in questo caso non è quello della singola impresa, ma che medio a livello di comparto.

La stima del reddito medio atteso è stata condotta prendendo a riferimento i risultati storici conseguiti negli ultimi quattro esercizi, i quali presentano caratteristiche relativamente omogenee.

In particolare, come rilevato nella *check-list* del 17 febbraio 2020 (predisposto da altro consulente come da incarico assegnato dal Giudice in data 18 novembre 2019):

- nel triennio 2016-2017-2018 considerato il valore della produzione - composto principalmente dai ricavi delle vendite e delle prestazioni (pari a Euro 1,3 milioni nel biennio 2016-2017 e ad Euro 1 milione nel 2018) - mostra un andamento decrescente;
- i costi della produzione, in linea con l'andamento del valore della produzione, si riducono – anche se meno che proporzionalmente rispetto al valore della produzione - passando da Euro 1,1 milioni nel 2016 a Euro 947 mila nel 2018;
- in considerazione dell'andamento dei ricavi e dei costi sopra esposti, nel triennio considerato, le marginalità della società (in termini di differenza tra costi e ricavi) risultano sempre positive e pari a Euro 318 mila nel 2016, Euro 314 mila nel 2017 ed Euro 116 mila nel 2018;



- nel triennio 2016-2017-2018 il saldo della gestione finanziaria presenta valori decrescenti e non degni di nota.

Sulla base dell'ulteriore documentazione richiesta alla Società ed esaminata dalla sottoscritta, si rappresenta che il risultato economico intermedio al 30 settembre 2020 risulta essere negativo per Euro 10.941.

Al fine di stimare la grandezza del reddito medio prospettico occorre ricordare che per reddito normale si deve intendere un risultato normalizzato depurato cioè dai seguenti fattori:

- a) componenti reddituali imputate a bilancio ai soli fini fiscali;
- b) rilevanti componenti reddituali, positive o negative, generate da attività estranee alla gestione tipica o non inerenti;
- c) effetti di fluttuazioni anomale di mercato.

Il Perito ritiene che una adeguata misura del reddito medio prospettico possa essere determinata facendo riferimento alla media degli ultimi 3 esercizi e, quindi, lo stesso è stato assunto in ragione di Euro 10.468.

4.3. La descrizione dell'applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento: c) la stima del tasso di attualizzazione (i') e del tasso di rendimento del capitale investito (i'')

Il tasso i' (di attualizzazione) è stato inteso come un puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo; perciò, essendo indipendente da problemi di rischio specifico dell'impresa, si è ritenuto di assumerlo nella misura del 0,48% pari al rendimento netto dei BTP decennali (dato assunto al 15 dicembre 2020).

Il tasso di rendimento del capitale investito (i'') dovrebbe esprimere tassi di reddito normale. Secondo l'esperienza del nostro



Paese, detti tassi, al netto dell'inflazione, cioè applicati a misure non inflazionate di profitti attesi, vengono spesso identificati in un *range* di valori secondo i tipi di attività considerati. Secondo l'esperienza mittel-europea per il settore dei servizi il *range* è dall'6% al 12%. In tali ipotesi, pertanto, la remunerazione del capitale investito connessa alla componente di rischio dell'attività svolta può essere determinata nel 4%.

4.4. La descrizione dell'applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento: d) la stima della proiezione del sovrareddito (n)

Sulla base dell'esperienza professionale, si è assunta una proiezione di 5 anni del sovrareddito (n=5).

4.5. La stima del valore economico della Società sulla base del metodo prescelto

L'insieme delle rettifiche apportate ai valori contabili degli elementi attivi e passivi così come risultanti dal bilancio di esercizio al 31 dicembre 2019 e dalla situazione contabile intermedia alla data del 30 settembre 2020 della Società sono di seguito riportate:



Tabella 4 – Il prospetto di determinazione del patrimonio netto rettificato

Stato patrimoniale	30.9.2020	Rettifiche/integrazioni			Valori correnti
		Valore di mercato	Plusvalenza lorda	% imposte latenti	
Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti	-				-
Immobilizzazioni immateriali	45				45
Immobilizzazioni materiali - terreni e fabbricati	66.602	918.750	852.148	30%	596.503
Immobilizzazioni materiali - altri	15.878				15.878
Immobilizzazioni in leasing - Stampanti e capannone		Calcolo plusvalenze su beni in leasing			-
Immobilizzazioni finanziarie	173.154				173.154
Rimanenze	14.300				14.300
Crediti	257.900				257.900
Ratei/Risconti attivi	4.757				
Disponibilità liquide	864.163				864.163
TOTALE ATTIVO	1.396.798				1.988.545
Capitale sociale	46.800				
Riserva legale	9.360				
Altre riserve	975.581				
Utile (perdita) di esercizio	10.941				
TOTALE PATRIMONIO NETTO	1.020.800				
Fondi rischi ed oneri	14.641				14.641
Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato	239.677				239.677
Debiti	121.681				121.681
TOTALE PASSIVITA' E NETTO	1.396.799				375.999
Patrimonio netto contabile					1.020.800
Plusvalenza netta su immobili					596.503
Plusvalenza netta su beni in leasing					-
K RETTIFICATO					1.612.546

Coerentemente a quanto in precedenza illustrato, il patrimonio netto rettificato (K) è stato pertanto determinato in complessivi Euro 1.612.546.



Il reddito medio prospettico normalizzato (media degli ultimi tre esercizi) è stato stimato, come in precedenza riferito, in ragione di Euro 10.468 così come di seguito indicato:

Tabella 5 – Il prospetto di determinazione del reddito medio prospettico normalizzato

Conto economico	30.9.2020	31.12.2019	31.12.2018	31.12.2017
VALORE DELLA PRODUZIONE				
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	487.078	849.409	1.068.093	1.332.787
Rimanenze	- 200	500	- 8.300	- 1.000
Altri ricavi e proventi	2.235	4.716	3.840	5.976
Fitti attivi				
Contributi in conto esercizio				
Valore della produzione	489.113	854.625	1.063.633	1.337.763
COSTI DELLA PRODUZIONE				
Materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	103.479	252.669	303.418	344.000
Per servizi	207.938	312.699	314.506	347.272
Godimento beni di terzi	248	496	496	558
Per il personale	141.976	270.647	274.624	287.485
Ammortamenti e svalutazioni	19.888	28.532	28.270	32.954
Variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	2.000	- 1.000	12.700	- 800
Oneri diversi di gestione	23.042	20.411	13.484	12.552
Costi della produzione	498.571	884.454	947.498	1.024.021
Differenza Valore della produzione - Costi della produzione	- 9.458	- 29.829	116.135	313.742
Proventi e oneri finanziari	- 790	7	7	11
Rettifiche di valore di attività e passività finanziarie	-	-	-	-
Risultato ante imposte	- 10.248	- 29.822	116.142	313.753
Imposte sul reddito	- 693	- 4.741	- 39.234	- 94.634
UTILE (PERDITA) DELL'ESERCIZIO	- 10.941	- 34.563	76.908	219.119
Reddito atteso (R)	10.468	Media ultimi tre esercizi		

Conseguentemente, sulla base delle ipotesi in precedenza illustrate il valore complessivo della Società alla data del 30 settembre 2020 è stato stimato in complessivi Euro 1.346.223, come di seguito indicato:



Tabella 6 – Il prospetto della determinazione del valore complessivo della Società alla data del 30 settembre 2020

Reddito atteso (R)	10.468
i' (puro compenso finanziario)	0,48%
i'' (tasso di rendimento del capitale investito)	4%
$W = K + a \overline{n} i' (R - i'' K)$	
K	1.612.546
R	10.468
n	5
i'	0,00480
i''	0,04000
W	1.346.223

Determinato il valore economico della società Tipolitografia Cugini Pagani s.r.l. al 30 settembre 2020 con il metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento, il Perito può ora stabilire il valore della partecipazione detenuta [REDACTED] [REDACTED] (in ragione del 16,66% posseduto).



Tenuto conto delle caratteristiche della Società e dell'attuale composizione del capitale sociale, non è stato considerato alcuno sconto di minoranza.

Si è pertanto pervenuti alla seguente quantificazione:

Tabella 7 – La stima del valore economico della quota di partecipazione detenuta

Valore economico complessivo della Società (W)	1.346.223
% di partecipazione	16,66%
W proporzionale	224.281
Valore economico della quota di partecipazione	224.281

Il valore della quota di partecipazione posseduta

risulta pertanto stimabile in Euro 224.281, arrotondabili in complessivi Euro 225.000.



5. CONCLUSIONI

Il Perito ha analizzato ed esaminato i bilanci di esercizio relativi al periodo 2017-2019 della società Tipolitografia Cugini Pagani s.r.l. nonché la situazione contabile intermedia al 30 settembre 2020. Ha altresì esaminato l'ulteriore documentazione acquisita completando l'analisi con mirate indagini di carattere valutativo.

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

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

il presumibile valore di realizzo ad oggi derivante dalla vendita della quota di partecipazione detenuta dalla [REDACTED] [REDACTED] nella Società ammonta, alla data del 30 settembre 2020, a complessivi Euro 225.000.

Per quanto attiene ai frutti maturati nel corso dell'ultimo esercizio, si rappresenta che nel corso dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2019 alcun frutto a titolo di dividendo di pertinenza dei soci è stato distribuito giacché la Società ha chiuso lo stesso con



una perdita di Euro 34.563 (coperta integralmente mediante il parziale utilizzo della riserva statutaria).

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

In fede.

Milano, 18 dicembre 2020

Il Perito
dott.ssa Margherita Degrassi



ELENCO DELLE TABELLE INCLUSE NELLA PERIZIA

Tabella 1 – Lo Stato patrimoniale riclassificato (2019-2018-2017).....	9
Tabella 2 – Lo Stato patrimoniale riclassificato (2019-2018-2017) - segue	10
Tabella 3 – Il Conto economico riclassificato (2019-2018-2017).....	11
Tabella 4 – Il prospetto di determinazione del patrimonio netto rettificato.	35
Tabella 5 – Il prospetto di determinazione del reddito medio prospettico normalizzato	36
Tabella 6 – Il prospetto della determinazione del valore complessivo della Società alla data del 30 settembre 2020	37
Tabella 7 – La stima del valore economico della quota di partecipazione detenuta dalla ██████████	38

