

Dott. Angelo Capuzzo

Commercialista

Revisore Contabile

Docente di Economia Aziendale - Principi Contabili

Università degli Studi di Padova

ASM ROVIGO SPA

AR.2018/1799 del 17/05/2018 ore 09,44

Mitt.: CAPUZZO ANGELO

Ass.: ASM ROVIGO SPA

Class.: L/1/1.



RELAZIONE DI STIMA DELLE QUOTE SOCIALI DELLA SOCIETÀ

ARCOBALENO GC S.R.L.

ALLA DATA DEL 28.02.2018



- Via Eridania, 113/c 45030 Occhiobello Rovigo Tel. 0425762000 Fax 04 25769315
- Via Mazzini, 12 45100 Rovigo Tel. 0425421349 Fax 0425421063
- Mail: angelocapuzzo@capuzzo.it



## Sommario

Premessa	2
La società da valutare, <i>excursus</i> storico e contesto.	2
Criteri di valutazione: prezzi, valori, valutazioni	5
Descrizione dei principali criteri di valutazione	6
<i>Metodi fondati sui flussi</i>	6
<i>Metodi reddituali</i>	7
<i>Metodi finanziari</i>	8
<i>Metodi patrimoniali</i>	9
<i>Metodi misti patrimoniali–reddituali</i>	10
<i>Altri metodi</i>	11
La scelta del metodo di valutazione	13
Prima metodologia valutativa applicata: il metodo patrimoniale semplice	14
<i>La situazione patrimoniale dell'azienda alla data del 28.02.2018</i>	14
<i>La valutazione "analitica" del patrimonio</i>	15
Riepilogo della valutazione con il metodo patrimoniale semplice	20
Seconda metodologia valutativa applicata: il metodo reddituale con il criterio della rendita limitata	21
<i>La determinazione della rendita limitata</i>	23
Riepilogo della valutazione con il metodo reddituale	23
Rilevazioni conclusive e determinazione del valore della quota	23



### **Premessa**

Il sottoscritto Dott. Angelo Capuzzo, nato a Arre (PD) il 2.10.1957, codice fiscale CPZ NGL 57R02 A438Q, revisore contabile iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili della Circostrizione del Tribunale di Rovigo al n. 16/A, con Studio in Occhiobello (RO), Via Eridania n.113/C, e in Rovigo, in Via Mazzini, 12, indirizzo di P.E.C. angelo.capuzzo@odcecro.legalmail.it

premessso

di aver ricevuto dalla società ASM Rovigo S.p.A., con sede in Via Dante Alighieri n. 4, Rovigo, codice fiscale e partita IVA n. 01037490297, in persona del legale rappresentante Alessandro Duò, Amministratore Unico, l'incarico di procedere alla redazione di una perizia di stima del valore delle quote della società partecipata Arcobaleno GC s.r.l., con sede in Stienta (RO), in viale dell'Artigianato, 35, Stienta (RO), codice fiscale e partita IVA n. 01256210293,

dichiara

di essere in grado di redigere la presente Relazione di Stima, contenente la descrizione della società ARCOBALENO GC SRL, d'ora in avanti altrimenti denominata "la società", ed i criteri di valutazione singolarmente seguiti, con la sola finalità di stabilire il valore economico ragionevolmente attribuibile alla quota di proprietà della Società A.S.M. Rovigo S.p.A..

Lo scrivente ritiene opportuno precisare di aver eseguito la valutazione dopo aver compiuto i rilievi, assunte le informazioni ritenute opportune e dopo aver eseguito il controllo dei dati contabili.

Sono stati presi contatti e accordi con i responsabili amministrativi al fine di approfondire gli aspetti peculiari delle procedure amministrative, di controllo e di pianificazione in essere sino alla data della perizia stessa, oltreché l'effettiva "consistenza" del patrimonio aziendale alla data medesima. Sono state messe a punto le richieste documentali, le metodologie di verifica e di controllo, nonché le collaborazioni di cui il sottoscritto perito si sarebbe avvalso per lo svolgimento del presente lavoro. Sono state quindi eseguite, a campione, adeguate verifiche aventi per oggetto la documentazione amministrativo/contabile e l'effettiva esistenza e consistenza dei beni aziendali. Sono state, inoltre, assunte informazioni in merito all'eventuale esistenza di cause contrattuali, di lavoro, nonché di accertamenti fiscali in corso, al fine di sincerarsi dell'insussistenza di eventuali passività potenziali non riflesse nella situazione patrimoniale di riferimento. In ultima analisi, sono state poi considerate anche le informazioni di carattere generale assunte con riferimento ai prodotti ed ai mercati nell'ambito dei quali opera la ditta.

### **La società da valutare, *excursus* storico e contesto.**

La società risulta costituita con atto notarile rep. 64.137 del 20.4.2004 a rogito Notaio Mauro Coppola di Occhiobello, ed iscritta al registro imprese di Rovigo e al R.E.A. al n. RO-140289 4 giugno 2004, nella sezione ordinaria; la stessa ha per oggetto sociale: l'attività preordinata alla progettazione definitiva ed esecutiva, alla realizzazione ed alla gestione funzionale ed economica dell'ampliamento del cimitero comunale di Rovigo (RO), oggetto della convenzione stipulata, in data 26 febbraio 2004, rep. N. 5216, tra il comune di Rovigo e l'A.T.I. CLES-Manutencoop aggiudicataria della relativa concessione. La società può inoltre compiere tutte le



operazioni finanziarie, commerciali, industriali, mobiliari ed immobiliari, ritenute necessarie od utili per il conseguimento dell'oggetto sociale, fatte eccezione per quelle non consentite dalla legge.

La sede sociale è ubicata a Stienta (RO), in viale dell'Artigianato, 35.

Il capitale sociale ammonta a Euro 270.000,00, deliberato, sottoscritto e versato ed è suddiviso in quote che risultano così possedute da:

- **ASM ROVIGO S.P.A.**, c.f. 01037490297, proprietaria di una quota del valore nominale di Euro 243.000,00, pari al 90% del capitale sociale;
- **S.T.A. SOCIETA' TRATTAMENTO ACQUE S.R.L.**, c.f. 01892840206, proprietaria di una quota del valore nominale di Euro 25.650,00, pari al 9,5% del capitale sociale;
- **MANUTENCOOP FACILITY MANAGEMENT S.P.A.**, c.f. 02402671206, proprietaria di una quota del valore nominale di Euro 1.350,00, pari al 0,5% del capitale sociale;

La società è amministrata da un Consiglio di Amministratore, composto dai seguenti soggetti:

- **MANTOAN MATTIA**, nato a Maniago (PN), il 09/04/1985, codice fiscale MNT MTT 85D09 E889M, domiciliato a Crespino (RO), via Passetto, 60, Presidente Consiglio Amministrazione, nominato con atto del 23/03/2017
- **ZAMPINI SERGIO**, nato a Trecenta (RO) il 21/02/1951, codice fiscale ZMP SRG 51B21 L359A, domiciliato a Occhiobello (RO), via P. P. Pasolini, 78, Amministratore Delegato, nominato con atto del 23/03/2017
- **SPEZIALI STEFANO**, nato a Mantova (MN), il 05/04/1960, codice fiscale SPZ SFN 60D05 E897W, domiciliato a Roncoferraro (MN), Via Roma, 78, Consigliere nominato con atto del 23/03/2017.

Completa gli organi sociali il collegio sindacale, composto da Finessi Riccardo, c.f. FNS RCR 63P28 C814U, Presidente, Marangoni Marco, c.f. MRN MRC 77R16 H620U, Sindaco effettivo, Mazziga Gloria, c.f. MZZ GLR 72T63 C814O, Sindaco effettivo.

La società Arcobaleno GC srl, come detto, risulta aggiudicataria della Concessione rep. 5216 del 26 febbraio 2004, avente come oggetto la costruzione e la gestione dell'ampliamento del Cimitero Comunale di Rovigo. La Concessione prevede un ampliamento suddiviso in tre lotti. ai sensi degli artt. 12 e 13 della concessione, la realizzazione dell'ampliamento del cimitero doveva avvenire in tre stralci funzionali. Con la delibera di G.C. n.61 del 22.3.2004 e la determina Dirigente del Settore OO.PP. n. 2346/493 dell'1.7.2004 sono stati approvati, rispettivamente, il progetto definitivo e quello esecutivo del primo stralcio delle opere. Il Dirigente del Settore OO.PP. con determina n. 2288/482 del 28.6.2004 ha preso atto della convenzione tra la Società Arcobaleno e l'A.S.P. di Rovigo (ora ASM Rovigo S.p.A.) formalmente sottoscritta in data 14.7.2004 per la gestione dei servizi cimiteriali afferenti l'ampliamento del succitato cimitero. In data 31/5/2006 è stato ultimato il primo stralcio dei lavori di ampliamento con il quale sono stati realizzati 958 loculi, 56 tombe di famiglia e 1008 ossari, oltre a tutte le opere accessorie e di servizio (parcheggi, uffici etc.). Tali opere sono state consegnate in uso con verbale sottoscritto in data 4.4.2006 fra il concedente Comune di Rovigo, il concessionario Soc. Arcobaleno, l'impresa esecutrice delle opere CLES ed il gestore dei servizi cimiteriali ASM Rovigo S.p.A.



Ad oggi, la Società ha completato le opere di realizzazione previste nel primo Lotto funzionale. In ragione del mancato assorbimento del costruito durante il primo lotto da parte dell'utenza, tale Concessione è stata sospesa a partire dal 30/06/2008 con attivazione di una procedura di riequilibrio ai sensi del Codice degli Appalti.

I loculi realizzati durante il Lotto I sono stati completamente assorbiti dall'utenza solo al 31/12/2012, mentre, ancora oggi, risultano realizzati e non venduti un numero consistente di ossari. Conseguentemente, la Concessionaria ha elaborato un nuovo studio di fattibilità al fine di stabilire se ed in quale misura la domanda potenziale di loculi richiedesse e giustificasse la realizzazione degli ulteriori stralci dell'ampliamento previsto dalla Concessione.

I dati emersi dallo studio, anche in considerazione della totale saturazione dei loculi costruiti nel Lotto I e dell'esiguo numero di quelli disponibili nel cimitero comunale (non oggetto di gestione da parte della SPV), evidenziano la necessità di procedere alla realizzazione degli ulteriori stralci dell'ampliamento del cimitero, come previsto dalla Convenzione.

In tal senso, nel settembre 2017, la Società ha predisposto un progetto di variante generale definitivo per la realizzazione dei Lotti II e III dell'ampliamento cimiteriale, che, unitamente al Piano Economico Finanziario dell'iniziativa, rappresenterà, di fatto, il sottostante industriale alla formalizzazione di atto aggiuntivo tra il Concessionario ed il Concedente.

Al fine di analizzare le caratteristiche economico-finanziarie del Progetto è stato realizzato un modello di analisi finanziaria ad hoc, che ha previsto un'ipotesi di finanziamento con capitali privati (mezzi propri della Società e linea di credito bancaria) dei lavori di realizzazione del progetto. Con riferimento alla citata sospensione temporale, si evidenzia che la nuova data di scadenza della concessione (formalmente recepita nell'atto aggiuntivo) si prepone di recuperare completamente il periodo di inattività del progetto. Con riferimento alle consistenze, il progetto prevede la realizzazione del II e del III Lotto originariamente previsti dalla Concessione, e composto dai seguenti interventi:

- n.1076 loculi frontali di I – II e III fila;
- n. 359 loculi frontali di IV fila;
- n. 160 cappelle private interne da 4 loculi ciascuna;
- n. 48 aree per tombe di famiglia da 4/6 posti;
- n. 176 loculi a terra per tombe singole;
- n. 360 ossari;
- la "Sala del Commiato";
- opere di miglioria al parcheggio ed alle opere realizzate nel primo stralcio;
- opere di collegamento al cimitero storico mediante rampe di pendenza adeguate per persone diversamente abili (tali opere, seppure facenti parte del terzo stralcio, vengono realizzate con il secondo ai fini di garantire la migliore funzionalità ed accessibilità alle strutture esistenti ed in costruzione);
- aggiornamento sismico;



- sistemazione dei fabbricati in uso alla Polizia Mortuaria e dei loculi edificati nel corso del primo stralcio dei lavori, con ripristino delle infiltrazioni e rifacimento, ove necessario, dei rivestimenti difettosi segnalati da parte degli uffici tecnici comunali e dei privati;

Contestualmente alla realizzazione del II Lotto, è prevista la commercializzazione degli ossari in rimanenza a seguito del completamento del I Lotto e già iscritti fra le rimanenze nel bilancio della società Arcobaleno GC, che al 31.12.2017 ammontavano a 193 unità.

Pertanto, ai fini delle presenti operazioni peritali, si è doverosamente tenuto in considerazione anche del Piano Economico Finanziario citato stante la sua ufficialità. Infatti, esso è stato oggetto di asseverazione da parte di Ubi Banca con lettera datata 9 ottobre 2017, e di successiva approvazione da parte del Consiglio Comunale di Rovigo con deliberazione n. 94 del 30.11.2017. Ciò nonostante, come si vedrà nel prosieguo del presente elaborato, non risulta possibile per lo scrivente fondare la propria valutazione sullo stesso, considerata l'incerta realizzazione dei presupposti su cui esso si fonda (*in primis*, lo stralcio di alcune posizioni debitorie, e di cui allo stato attuale non esistono formalizzazioni di sorta), oltre alle criticità ed elementi d'incertezza ivi presenti, come si può evincere peraltro dalla lettura del parere di regolarità contabile ed attestazione di copertura finanziaria allegato alla proposta di deliberazione del Consiglio Comunale del 25.10.2017.

Ai fini del presente elaborato è stata fornita dalla società una situazione patrimoniale economica alla data del 28 febbraio 2018.

La contabilità è tenuta a mezzo di *software* gestionale ed è apparsa ordinata e priva di irregolarità tali da pregiudicarne l'attendibilità. Le scritture vengono eseguite con registrazione cronologica ai fini IVA e imposte dirette e trovano corretta allocazione nel libro mastro, nel libro giornale, nel libro degli inventari e nei registri "Iva Vendite" e "Iva Acquisti", secondo la metodologia contabile c.d. "ordinaria".

Sono stati attentamente presi in considerazione tutti i registri riguardanti la contabilità, nonché le fatture, i tabulati e tutta la rimanente documentazione contabile e non, resasi necessaria al fine di procedere alla redazione della presente perizia, con particolare riferimento ai controlli da eseguirsi per determinare la reale consistenza patrimoniale dell'azienda, rilevando una sostanziale conformità delle scritture contabili ai fatti amministrativi sottostanti.

In conclusione, l'insieme delle procedure amministrative e contabili in essere alla data di riferimento della presente perizia garantiscono un elevato – e quindi adeguato – livello di attendibilità dei dati contabili utilizzati nel processo valutativo.

#### **Criteri di valutazione: prezzi, valori, valutazioni**

I prezzi sono dati espressi dai mercati. I valori sono grandezze stimate a mezzo della previsione dei flussi attesi, dell'apprezzamento dei rischi e, quindi dei tassi, e talora di quantità stock legate a mezzo di formule: in parte sono perciò opinioni, frutto di un processo complesso.

Quando prezzi e valori coesistono – il che non sempre avviene poiché molte società non segnano regolarmente prezzi significativi per i loro capitali – possono non coincidere affatto; infatti, il prezzo è interessato da diverse variabili, soprattutto esterne ma anche interne all'impresa, che operano a valle rispetto al giudizio di valore

(efficacia dei mercati finanziari, processi di concentrazione nel settore, capacità di comunicazione, credibilità strategica e reddituale, ...).

Il sottoscritto perito ad evasione del proprio incarico si occuperà esclusivamente di valore e di valutazioni mantenendosi nel solco dei criteri e dei metodi condivisi dalla miglior dottrina.

### **Descrizione dei principali criteri di valutazione**

Ai fini della stima del valore economico di un complesso aziendale, la scienza economica ha elaborato diversi metodi di valutazione, di cui i principali e più accreditati vengono esposti sinteticamente al fine di una migliore comprensione dei ragionamenti che seguiranno.

A tal riguardo, preliminarmente occorre distinguere tra valutazioni assolute, basate su modelli e formule, e valutazioni relative, basate sui moltiplicatori.

Tra le valutazioni assolute si esaminano, in particolare, i seguenti criteri:

- 1) metodi fondati sui flussi (finanziari o reddituali);
- 2) metodi patrimoniali;
- 3) metodi misti patrimoniali/reddituali;
- 4) altri metodi

#### *Metodi fondati sui flussi*

Si tratta di metodi di valutazione che propongono di dare una valutazione all'azienda sulla base dei flussi finanziari, ovvero reddituali, che la medesima sarà in grado di generare. Il valore dell'azienda viene cioè concepito, sul piano quantitativo, come valore attuale dei flussi di dividendi (metodo dei flussi finanziari) ovvero dei flussi di reddito medio atteso (metodo dei flussi reddituali) che si presume possano essere realizzati dalla stessa in un determinato arco temporale futuro.

Si tratta di criteri di valutazione astrattamente da preferirsi rispetto ad altri, in quanto teoricamente più rispondenti all'obiettivo di pervenire ad una corretta stima del capitale economico di un'azienda, e ciò soprattutto per valutazioni riguardanti complessi aziendali di medie/grandi dimensioni, dotati di sistemi di contabilità dei costi e di budgeting consolidati e ampiamente testati, sistemi tali cioè da generare informazioni e previsioni sui flussi nel loro complesso attendibili, almeno nel breve/medio periodo.

I procedimenti fondati sui flussi sono quelli, da un punto di vista teorico, ritenuti sicuramente più razionali ed universali.

Quanto alla razionalità degli stessi è facilmente intuibile dalle formule teoriche in cui si concretizzano, che possono essere rappresentate secondo i seguenti modi:

1 – nell'ottica dell'investitore (ottica "esterna"):

$$W_0 = \sum ds v^s + P_n \cdot v^n$$

in cui:

$W_0$  valore del capitale economico al tempo zero

$ds$  è il dividendo pagato dall'azienda nell'anno  $s$

$P_n$  è il prezzo più probabile ricavabile dalla cessione dell'azienda al tempo  $tn$



sono i coefficienti di attualizzazione in base ad un tasso  $i$

Questa formulazione include pertanto nella valutazione ( $W$ ) tutti i proventi che l'impresa procurerà all'investitore tra il momento  $t_0$  ed il momento  $t_n$  in cui l'azienda sarà rivenduta. Trattasi in effetti del valore di qualsivoglia investimento secondo la teoria finanziaria.

2 – nell'ottica dell'impresa (ottica "interna"):

$$W_0 = \sum F_s v^s$$

in cui:

$F_s$  è il flusso atteso per l'anno  $s$

Intendendo il "flusso atteso" in senso economico (reddito) ovvero finanziario (flusso di cassa).

Le due formulazioni, peraltro, pur essendo come detto teoricamente indubbiamente le più razionali, sono puramente astratte, e mal si adattano ad applicazioni concrete, in quanto si basano su eventi spesso difficilmente prevedibili nel lungo termine. Esse vengono pertanto, di volta in volta, sostituite con formule più approssimative ma praticabili.

Quanto infine alla universalità, essi trovano ampia diffusione in tutti i Paesi e presso tutte le categorie di esperti interessati (con preferenza dei metodi fondati sui flussi, ed in particolare quelli finanziari, per le *merchant bank*; prevalenza dei metodi basati sui flussi reddituali per il mondo professionale e le società di revisione, e un approccio molto più articolato per la cultura accademica, orientata ai flussi finanziari per il mondo anglosassone, ed ai flussi reddituali per la cultura tedesca. In Italia l'orientamento dominante è per i metodi reddituali, con un peso non trascurabile, però, per il metodo misto patrimoniale-reddituale.

#### *Metodi reddituali*

Il metodo reddituale fonda il proprio presupposto sulla capacità dell'azienda di generare un flusso reddituale riproducibile nel futuro. Il valore del capitale economico ( $W$ ) viene dunque stimato, sul piano quantitativo, come funzione del reddito atteso ( $R$ ).

Per ciò che riguarda l'orizzonte temporale di riferimento, entro il quale si stima che l'azienda sia in grado di produrre reddito, è possibile ricorrere alla durata indefinita.

In questo caso, il valore dell'azienda ( $W$ ) equivale al valore attuale di una rendita perpetua di rata costante ( $R$ ), calcolata al tasso ( $i$ ), determinato in base alla seguente formula:

$$\text{valore attuale della rendita perpetua: } W = R / i$$

La configurazione del reddito ( $R$ ) rilevante ai fini dell'applicazione del metodo in questione è quello prospettico, idoneo a riflettere le condizioni di redditività attesa dell'azienda, medio, vale a dire che l'impresa è stabilmente in grado di produrre, e normalizzato, ossia depurato dalle componenti straordinarie non ripetibili e comunque estranee alla gestione, e in ogni caso determinato sulla base di soluzioni razionali e comunemente accettate dal punto di vista tecnico. Ciò comporta che nella configurazione del reddito ( $R$ ) rilevante debba essere eliminata ogni componente negativa la cui appostazione sia dettata esclusivamente dall'esigenza di ridurre il reddito imponibile ai fini dell'imposizione diretta, ovvero dall'intento di attuare determinate politiche di bilancio.

Il reddito medio normale è calcolato, infatti, con riferimento a condizioni normali di svolgimento della gestione



e, in particolare, a condizioni di indebitamento "regolari" e non eccezionali, in assenza di situazioni particolarmente favorevoli o sfavorevoli, con conseguente redistribuzione nel tempo dei componenti straordinari (plusvalenze e minusvalenze patrimoniali, rettifiche di costi e ricavi di precedenti esercizi ecc.); il medesimo, inoltre, deve essere determinato al netto degli oneri tributari che gravano, seppur potenzialmente, su di esso, e dei compensi figurativi diversi dalla remunerazione del capitale proprie e delle eventuali partecipazioni agli utili spettanti a terzi.

Il tasso di attualizzazione ( $i$ ) utilizzato incorpora il compenso derivante dal semplice trascorrere del tempo (sostanzialmente pari al rendimento riconosciuto ad attività prive di rischio), ed altresì l'adeguata remunerazione del rischio sopportato, qualificandosi anche come costo del capitale proprio (*cost of equity* c.o.e.).

In particolare, il tasso di puro interesse, relativo agli impieghi di capitale a rischio nullo, è determinato sostanzialmente in riferimento a titoli di debito pubblico a scadenza non breve; peraltro, in periodi di inflazione, il medesimo deve essere depurato dall'erosione monetaria creata dalla componente inflazionistica e, pertanto, assunto nella sua configurazione di tasso reale.

La maggiorazione del tasso di puro interesse a titolo di premio per il rischio di impresa, è commisurato all'intensità del rischio generale d'impresa gravante sul capitale proprio.

Nella sua accezione di rendita annua limitata nel tempo, che ben si adatta a casi specifici di produzione di redditi limitati nel tempo (e.g. concessione pubblica), la formula diviene

$$W = R \cdot a_{n|i}$$

dove:

- $R$  reddito medio normale atteso futuro;
- $a_{n|i}$  valore attuale della rendita unitaria annuale posticipata per "n" anni al tasso "i";
- $n$  anni costituenti l'orizzonte temporale limitato;
- $i$  tasso di attualizzazione.

Il metodo reddituale, pur trovando un limite nell'aleatorietà delle stime sulle capacità reddituali dell'impresa, le quali non sono altrettanto riscontrabili quanto le verifiche di valore correnti dei cespiti che compongono il patrimonio sociale, ha acquisito maggior credito e diffusione negli ultimi decenni parallelamente all'affermarsi dei metodi finanziari, più graditi e diffusi nei Paesi anglosassoni.

Quando ragioni di prudenza lo consigliano, anche al fine di limitare l'imprevedibilità dei risultati reddituali futuri, soprattutto se proiettati oltre un lasso temporale ragionevole, il valore economico aziendale può essere determinato per attualizzazione di un numero limitato ( $n$ ) di anni, secondo la seguente formulazione:

$$W = R_1 (1+i)^{-1} + R_2 (1+i)^{-2} + \dots + R_n (1+i)^{-n}$$

dove:

- $R_n$  reddito atteso all'anno  $n$ .

#### Metodi finanziari

Come già anticipato in precedenza, il metodo finanziario ritiene di valutare il capitale economico dell'azienda come valore attuale dei flussi di cassa attesi (CF) anno per anno, per un certo lasso temporale ( $n$ ) entro il quale è

possibile effettuare una previsione analitica del flusso di cassa, maggiorato del valore finale del medesimo compendio aziendale al termine dello stesso periodo, al netto dei debiti finanziari.

Le formule su cui si basa il metodo finanziario, nella versione oggi maggiormente utilizzata (l'Unlevered Discounted Cash Flows Analysis), sono le seguenti:

$$W = I - D_a$$
$$\text{dove } I = \sum CF_t \cdot v^t + V_f \cdot v^n$$

con:

$W$	valore del capitale economico
$I$	valore dell'investimento netto
$D_a$	valore attuale dei debiti finanziari (talora sostituito dal loro valore nominale)
$CF_t$	flussi di cassa attesi anno per anno
$n$	durata (in termini di anni) del periodo di previsione analitica del flusso di cassa
$v$	coefficiente di attualizzazione in base al costo medio ponderato del capitale
$V_f$	valore finale, cioè dell'anno $n$ , dell'investimento (Terminal Value)

Gli elementi che hanno, come detto soprattutto nel mondo anglosassone, portato ad abbracciare frequentemente il metodo valutativo in esame sono sinteticamente riportati:

a) il vero obiettivo cui tendono le imprese è la massimizzazione del flusso di cassa positivo, e pertanto il criterio finanziario risulterebbe al riguardo lo strumento di valutazione più efficace e coerente con l'obiettivo di creazione di valore nel lungo termine; b) i risultati contabili sono soggetti alle politiche di bilancio, e perciò sono almeno in parte discrezionali: i flussi di cassa sono invece più obiettivi; c) quando i flussi di cassa divergono dai flussi reddituali, si è statisticamente riscontrato che le variazioni dei prezzi delle azioni (che rappresentano la valutazione del capitale economico percepita dal mercato finanziario) sono associate ai flussi di cassa.

Non si tace comunque che, a fronte delle critiche al metodo reddituale, si pongono vari argomenti atti a dimostrare invece la superiorità concettuale e soprattutto operativa dei metodi reddituali rispetto a quelli finanziari. Tali argomenti possono essere espressi nei seguenti tre punti: a) i metodi reddituali sono in grado di condurre, a certe condizioni, a valutazioni di capitale economico, essendo più facilmente "dimostrabili", e quindi comunicabili e condivisibili da parte di chi ne deve subire gli effetti; b) il flusso reddituale è il "vero" risultato nel breve-medio periodo, tanto che, ad esempio, un flusso di cassa positivo può benissimo accompagnarsi ad una perdita in senso economico-contabile; c) il metodo reddituale ha indubbiamente ed empiricamente un più alto grado di prevedibilità.

#### *Metodi patrimoniali*

I metodi patrimoniali, a differenza di quelli fondati sui flussi, si fondano sul principio della valutazione analitica e puntuale dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale economico.

Al riguardo si distinguono in particolare due diverse metodologie valutative:

- il metodo patrimoniale semplice, che prevede la pura riespressione a valori correnti degli elementi attivi (beni materiali, crediti, liquidità e, se indicati per cifre modeste e trascurabili, poste contabili non

aventi natura materiale quali spese di impianto e costituzione, disaggi di emissione di prestiti obbligazionari ecc.).

Nella pratica i metodi semplici sono di gran lunga i più noti. Essi sono di diffusa applicazione in tutte le categorie di aziende, costituendo, nonostante i loro forti limiti, quantomeno una base rilevante ed insostituibile di informazione ed un utile termine di paragone con risultati ottenuti mediante l'applicazione di altri criteri.

La formulazione più nota al riguardo è

$$W = K$$

Dove:

$W$  è il valore economico dell'azienda oggetto di stima

$K$  è il valore del patrimonio netto rettificato a valori correnti

b) il metodo patrimoniale complesso, che comprende nella valorizzazione uno o più beni immateriali.

Le stime patrimoniali complesse, pur nelle critiche rivolte spesso ai metodi patrimoniali in genere per l'eccessiva semplificazione a cui a volte conducono, assumono comunque un notevole rilievo e grado di attendibilità nei casi in cui i criteri di stima degli "Intangibles" (elementi immateriali complessivamente considerati) raggiungono a loro volta un sufficiente grado di attendibilità.

Il concetto indicato è espresso nella seguente formula:

$$W = K + I(1-t)$$

Dove, già indicata la definizione di "W" e "K":

$I$  valore attribuito ai valori immateriali (o, se vi sono già iscrizioni in bilancio per tali beni, plusvalenze rilevate su di essi)

$t$  incidenza degli oneri fiscali potenziali (espressi in misura unitaria)

#### *Metodi misti patrimoniali-reddituali*

Trattasi di criteri che fondono i principi essenziali dei metodi reddituali e di quelli patrimoniali. Elemento essenziale di detti metodi è la ricerca di un risultato conclusivo che consideri contemporaneamente i due aspetti, così da tenere conto dell'elemento di obiettività e verificabilità proprio dell'aspetto patrimoniale, senza peraltro trascurare le attese reddituali, che sono concettualmente e concretamente una componente essenziale del valore del capitale economico.

Il metodo misto, nella sua formulazione più nota e diffusa (classicamente definita "metodo misto con stima autonoma del goodwill"), mette in evidenza il valore di "avviamento" (o "goodwill"), inteso come attualizzazione della differenza tra il risultato della stima reddituale ( $R$ ) e quello della stima patrimoniale ( $K$ ).

La formula applicativa più conosciuta viene di seguito esposta:

$$W = K + a_{n|i} \cdot (R - i \cdot K)$$

dove:

$K$  capitale netto rettificato (= risultato della stima patrimoniale, semplice o complessa che sia)

$R$  reddito medio normale atteso per il futuro

$n$  numero definito e limitato di anni

- 
- tasso di attualizzazione del sovrareddito  
 $i'$  tasso di interesse "normale" rispetto all'investimento considerato  
 $a$  fattore di attualizzazione

L'altra formula utilizzata è quella che prevede la capitalizzazione illimitata del reddito differenziale medio, nell'ipotesi che il sovrareddito si produca indefinitamente nel tempo

$$W = K + (R - i' K) / i$$

Questa formula risulta conforme a quella che l'esperienza professionale americana definisce *Excess Earning Method*.

Nelle aziende in perdita il "goodwill" diviene negativo, ed assume la denominazione di "avviamento negativo" o "badwill".

Il metodo in esame è, nell'esperienza professionale italiana, quello reputato tra i più razionali per le realtà in continuità aziendale, e conseguentemente risulta essere tra i più diffusi ed utilizzati nelle stime.

#### *Altri metodi*

La pratica professionale, soprattutto con riferimento alle società quotate o quotande nei mercati regolamentati, ha recentemente sviluppato altri metodi valutativi particolarmente innovativi, spesso fondati su indicatori di performance, quali: l'EVA (*Economic Value Added*), che concepisce il valore di una azienda in funzione della sua capacità di realizzare rendimenti sul capitale investito superiori a quelli offerti da altri complessi aziendali con eguale grado di rischio; il REI (Risultato Economico Integrato), che avvicina il valutatore alla logica dell'investitore finanziario, per il quale il risultato economico di un certo anno è dato dalla somma del "beneficio staccato" (cedola) e del "beneficio incorporato" (differenziale di valore di mercato).

Le valutazioni relative sono essenzialmente costituite dalle stime di valore effettuate a mezzo dei multipli.

Il metodo dei moltiplicatori empirici perviene alla valutazione dell'azienda mediante l'applicazione di moltiplicatori su indici riferibili ad aziende similari a quella oggetto di stima (es: P/E = *Price Earning*, cioè l'utile per azione; P/CF = rapporto prezzo/*Cash Flow*; P/BV = *Price/Book Value*, cioè il rapporto tra il prezzo ed il valore contabile ecc.).

I metodi dei moltiplicatori – meglio noti nel mondo anglosassone come *Comparables* – vengono con sempre maggior frequenza utilizzati dagli analisti finanziari e dalle *Merchant Bank* per la valutazione delle aziende. Ancorché si tratti di metodi di stima non analitici, profondamente diversi per impostazione e finalità da quelli di stima del capitale economico inteso nel senso tradizionale della cultura accademica italiana, e nonostante il fatto che tali metodi non rispettino nessuno dei requisiti richiesti dalla miglior cultura accademica italiana in tema di valutazioni di aziende, questi metodi si sono largamente affermati nella pratica professionale di tutti gli operatori mondiali che effettuano valutazioni d'azienda e i risultati da loro forniti sono considerati altamente attendibili.

I *Comparables*, definiti concettualmente come "prezzi probabili", non sono altro che prezzi ragionevolmente raggiungibili o negoziabili alla vendita o all'acquisto, dedotti da osservazioni di mercato, con riferimento ad esperienze omogenee e paragonabili. Sotto questa voce sono raggruppati una serie di metodi che affrontano il problema della valutazione dell'impresa da un angolo visuale completamente diverso rispetto ai metodi



tradizionali dei valori-flusso e dei valori-stock. Questi metodi non si basano su formule valutative razionalmente costruite, ma deducono il “valore” direttamente da osservazioni di mercato, basandosi su prezzi fatti nelle negoziazioni borsistiche e di quote di controllo (o comunque di rilievo) dei capitali d’impresa, con tecniche più o meno elaborate. Il risultato cui questi approcci pervengono non può considerarsi una valutazione analitica nel senso tradizionale: essi esprimono i prezzi probabili, negoziabili per una data impresa, alla vendita o all’acquisto, con riferimento ad esperienze omogenee e paragonabili, oppure i prezzi ragionevolmente raggiungibili a certe epoche future (prezzi target).

Le due tecniche più rilevanti a questo fine sono l’approccio delle società comparabili e l’approccio delle transazioni comparabili (nell’insieme talvolta indicati come “metodo dei moltiplicatori”).

L’idea che ispira l’approccio delle società comparabili è semplice. Si stima il prezzo più probabile per un’azienda non quotata, prendendo come riferimento un campione di società quotate, operanti nello stesso settore, giudicate omogenee. Nel senso che abbiano caratteristiche simili e riflettano aspettative da parte degli operatori di rendimenti analoghi a quelli attesi per l’azienda da valutare, a parità di rischio. Nel caso in cui le attese, i profili di rischio, etc. non coincidano, si devono ritoccare i rapporti espressi dal mercato, così da tenere conto di tali diversità.

L’approccio delle transazioni comparabili, detto anche “di confronto diretto coi prezzi di società comparabili” (*Direct Market Data Method*), si è nel tempo andato affermando parallelamente al crescere delle informazioni disponibili su transazioni intervenute, grazie alla disponibilità di idonee banche dati. Il fondamento sono appunto le informazioni inerenti a compravendite e fusioni di aziende similari, cioè comparabili. In una prima formulazione la comparazione non avviene attraverso indici o rapporti, ma direttamente avendo riguardo ai prezzi. Tuttavia, accade raramente che, al fine di valutare la società A, si possano assumere i prezzi pagati per le società B, C, D,..., questo sarebbe possibile se le società fossero non solo comparabili, ma identiche. Da ciò l’esigenza di un minimo di strumentazione concettuale per passare dai prezzi di B, C, D,... al valore attribuibile ad A. Il che avviene, anche in questo caso, passando attraverso l’uso dei moltiplicatori.

Per ambedue gli approcci, i multipli sono quasi sempre espressi dal rapporto tra un prezzo ed una misura di performance realizzata da una società in un dato periodo: le tipiche performance considerate nell’esperienza internazionale sono l’utile netto (E), l’utile prima di interessi passivi e imposte (EBIT), l’utile prima di interessi passivi, imposte e ammortamenti su beni materiali e immateriali (EBITDA) e similmente da noi il MOL. Più rari i moltiplicatori che presentano al denominatore grandezze che non esprimono performance: un esempio significativo è il “Book Value” (BV).

Lo strumento concettuale dei prezzi probabili (ovvero la tecnica dei *Comparables*, secondo l’espressione anglosassone) oltre che rispondere ad alcuni scopi peculiari, legati ad esempio alla previsione degli andamenti sul breve e medio termine delle quotazioni di specifici titoli, è andato senza dubbio nel tempo assumendo crescente importanza anche per la valutazione delle aziende in generale e non più solamente come metodo di controllo delle valutazioni analitiche basate sui flussi attesi o su altri criteri.

Infatti, nella prassi degli analisti finanziari e delle Merchant ed *Investment Bank* è ormai sistematico il ricorso ai metodi di comparazione per verificare i risultati delle stime analitiche condotte con i metodi finanziari (*Discounted Cash Flow* in particolare), al punto tale che frequentemente nasce il sospetto che le stime finali di



valore siano decise più dai prezzi probabili che dai metodi finanziari.

Secondo Kaplan e Ruback sebbene il metodo finanziario analitico del “*Discounted Cash Flow*” (DCF) esprima risultati attendibili almeno tanto quanto gli approcci basati sulle comparazioni, essi ritengono che le stime basate sulle comparazioni aggiungano forza di spiegazione alle stime basate sul DCF e conseguentemente raccomandano il loro utilizzo al fine di migliorare le stime finali.

A prescindere dalla loro diffusione nella pratica, tuttavia, l'uso dei multipli dovrebbe essere inserito in un processo di valutazione in grado di garantire che:

- Sia individuabile un nesso causale tra quantità aziendale e prezzo;
- Tale nesso sia spiegabile sulla base di una formula di valutazione;
- Il multiplo sia ragionevolmente stabile nel tempo;
- Siano identificabili gli elementi in grado di spiegare le differenze nei multipli tra imprese comparabili.

### **La scelta del metodo di valutazione**

Dopo aver accuratamente analizzato la documentazione fornita dalla società *target*, lo scrivente perito rileva quanto segue.

Emerge *in primis* una situazione di sofferenza, permeata dall'esubero delle passività esistenti sia a lungo che a breve termine, con particolare preponderanza di queste ultime, rispetto alle attività aziendali, unitamente al riporto a nuovo di perdite d'esercizio conseguite in periodi precedenti, da cui discende la necessità, anche ai fini della congruità di ogni valutazione di merito circa l'assegnazione d'un valore positivo all'azienda, di garantire la continuità di Arcobaleno GC s.r.l., attraverso il prioritario appianamento delle perdite realizzate, poiché, allo stato attuale, la società presenta un patrimonio netto fortemente negativo, al punto tale da far apparire *ictu oculi* la previsione di cui all'art. 2484, punto 4 del codice civile.

In quest'ottica assume oltretutto fondamentale rilevanza la modalità attraverso la quale la società giungerà all'appianamento delle perdite, poiché tale scelta impatta inesorabilmente sulla consistenza del patrimonio netto. Dunque, in considerazione della peculiare natura di Arcobaleno GC s.r.l. – che risulta essere una società di progetto – nonché alla luce della citata congiuntura patrimoniale che caratterizza l'azienda, si ritiene, per poter addivenire ad un risultato congruo del valore aziendale, che esso non possa prescindere dalla valorizzazione dei citati aspetti.

In definitiva, stante l'assenza di dati reddituali storici giudicati rilevanti, considerate le criticità emerse in ordine alla continuità aziendale, oltre alle le menzionate riserve in ordine alla concretizzazione delle asserzioni contenute nel Piano Economico Finanziario, il perito ritiene di non potersi esimere, ai fini di un'analisi della realtà aziendale, dal considerare prioritariamente il patrimonio netto rettificato della società alla data del 28.02.2018, con tutte le conseguenze sul piano estimativo di cui si dirà nel seguito, poiché rispondente a quei criteri di ragionevolezza e prudenza propulsivi dell'attività peritale, posto che in caso contrario ne risulterebbe una valutazione fuorviante, fondata cioè su ipotesi plausibilmente inconsistenti sul piano probatorio per quanto qui attiene. Ciò nonostante, verranno in seconda battuta formulate delle rilevazioni in merito ad una valutazione di tipo reddituale, come si dirà più avanti nell'apposito paragrafo, così da poter giungere ad una valutazione aggregata dell'azienda *target*.



### Prima metodologia valutativa applicata: il metodo patrimoniale semplice

Alla luce di quanto appena asserito si procede preliminarmente alla valutazione aziendale con il metodo patrimoniale semplice.

La valutazione si svolge attraverso una valorizzazione patrimoniale "analitica"; vanno quindi, innanzitutto, singolarmente individuate, accertate e valutate tutte le attività; analogamente, vanno individuate e dettagliatamente elencate tutte le passività, con le stime appropriate che le diverse poste esigono.

Il metodo "patrimoniale" è sostanzialmente basato sul principio dell'espressione a "valori correnti" dei singoli componenti attivi e passivi che formano il patrimonio aziendale. Con specifico riferimento ai componenti attivi, il processo valutativo può fare riferimento solamente ai beni e ai diritti che risultano dalla situazione contabile o dal bilancio o, viceversa, tenere anche conto di quei beni immateriali, spesso non iscritti tra le attività, tra i quali si possono comprendere i marchi, i brevetti, il *know-how*, l'immagine aziendale, nonché quell'importantissimo fattore costituito dalle "risorse umane" di cui l'azienda dispone, il cui valore è determinabile con le seguenti metodologie:

- determinazione del valore residuo dei costi effettivamente sostenuti per l'ottenimento dei beni;
- attualizzazione dei costi da sostenere per riprodurre i medesimi beni;
- attualizzazione dei "differenziali di reddito" conseguibili per effetto del possesso dei beni;
- attualizzazione delle perdite che si subirebbero nell'ipotesi di cessione dei beni.

I due differenti approcci caratterizzano, rispettivamente, il metodo patrimoniale "semplice" e il metodo patrimoniale "complesso". Nel caso in oggetto, stanti le specifiche finalità per le quali viene redatta la presente valutazione di stima e al fine di ridurre e delimitare l'area di soggettività della stima medesima, si è deciso di applicare come il metodo patrimoniale "semplice" che richiede un accurato esame di tutti gli aggregati del patrimonio. In sede di applicazione del "metodo patrimoniale" si è così proceduto a esprimere a "valori correnti" i singoli componenti attivi e passivi che formano il patrimonio d'azienda.

#### La situazione patrimoniale dell'azienda alla data del 28.02.2018

La situazione patrimoniale di seguito riportata è stata redatta adottando i medesimi principi contabili utilizzati per un'azienda in normale funzionamento e considerando i valori al 28 febbraio 2018:

STATO PATRIMONIALE AL 28.02.2018			
ATTIVITA'		PASSIVITA'	
Conto/Descrizione	Importo	Conto/Descrizione	Importo
13205 SPESE TEC.CONSUL.E ALTRI ONERI	92.792,00	13805 F.DO AMM.TO AREA	34.545,00
<b>045 IMMOBILIZZ.IMM.IN CORSO E ACC.</b>	<b>92.792,00</b>	13806 F.DO AMM.TO URB.E DEMOL.UFF.	327.935,69
<b>020 IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI</b>	<b>92.792,00</b>	13807 F.DO AMM.TO SP.TEC.E CONSUL.	147.051,39
13605 ACQUISIZIONE AREA	78.308,00	<b>056 F.DO AMM. FABBRICATI</b>	<b>509.532,08</b>
13606 OPERE URBANIZ.E DEMOL.UFFICI	741.263,14	<b>002 IMMOBILIZZAZIONI</b>	<b>509.532,08</b>
13607 SPESE TEC.CONSUL.E ALTRI ONERI	379.118,32	33005 CAPITALE SOCIALE MANUTENCOOP	1.350,00
<b>055 TERRENI E FABBRICATI</b>	<b>1.198.689,46</b>	33006 CAPITALE SOCIALE ASM	243.000,00
<b>022 IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI</b>	<b>1.198.689,46</b>	33016 CAPITALE SOCIALE Soc.Tratt.Acq	25.650,00
15554 Q.TA SOCIO CONS.SOOP.FIN.SVIL.	568,96	<b>275 CAPITALE</b>	<b>270.000,00</b>

Conto/Descrizione	Importo	Conto/Descrizione	Importo
<b>080 PARTECIPAZIONI</b>	<b>568,96</b>	<b>005 PATRIMONIO NETTO</b>	<b>270.000,00</b>
<b>024 IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE</b>	<b>568,96</b>	34607 FINANZ.INFRUTT.SOCIO S.T.A.	2.000,00
<b>002 IMMOBILIZZAZIONI</b>	<b>1.292.050,42</b>	<b>365 DEB. V/SOCI PER FIN. ENTRO 12M</b>	<b>2.000,00</b>
17407 RIMAN.OSSARI	56.385,00	<b>390 FORNITORI</b>	<b>938.042,69</b>
<b>030 MAGAZZINO</b>	<b>56.385,00</b>	44001 fatture da ricevere a breve	193.327,85
30356 Irap da compensare	3.598,00	<b>400 FORN. FATT.DA RIC.ENTRO ES</b>	<b>193.327,85</b>
30358 Irpef da compensare	9,46	44502 DEB.V/CONTR.TE CLES SCARL	22.000,00
30359 Irpef per rit.di acconto	14,00	44503 DEBITI PER FINANZ.SOCIO ASM	168.000,00
30393 Ires da compensare	2.477,00	<b>430 DEBITI V/CONTROLLANTI</b>	<b>190.000,00</b>
<b>190 CREDITI TRIBUT. ENTRO 12 MESI</b>	<b>6.098,46</b>	44601 ritenute irpef dipendenti	39,53
30552 forn.nota accr. da ricevere	3.585,77	<b>450 DBITI TRIB.ESIG.ENTRO ES.SUCC</b>	<b>39,53</b>
30554 anticipi a fornitori	3794,24	44803 amministr.c/compensi da liq.	662,00
<b>200 CREDITI V/ALTRI ESIG.ENTRO 12M</b>	<b>7.380,01</b>	<b>454 DEBITI VERSO DIPENDENTI</b>	<b>662,00</b>
30406 crediti vs/inail	4,23	44901 debiti verso Inps	360,00
<b>210 CREDITI V/ALTRI ESIG.OLTRE 12M</b>	<b>4,23</b>	<b>455 DEBITI IST.PREV.ESIG ENTRO 12M</b>	<b>360,00</b>
<b>040 CREDITI</b>	<b>13.482,70</b>	45213 altri debiti	100,00
32001 C/C 074003140184W CR VENETO	38.583,27	<b>471 ALTRI DEB. COMM.ENTRO 12MESI</b>	<b>100,00</b>
<b>245 DEPOSITI BANCARI E POSTALI</b>	<b>38.583,27</b>	<b>074 DEBITI</b>	<b>1.324.532,07</b>
32601 cassa contanti e assegni	37,14		
<b>255 DENARO E VALORI IN CASSA</b>	<b>37,14</b>		
<b>044 DISPONIBILITA' LIQUIDE</b>	<b>38.620,41</b>		
<b>003 ATTIVO CIRCOLANTE</b>	<b>108.488,11</b>		
32801 risconti attivi	104.617,50		
<b>004 RATEI E RISCONTI ATTIVI</b>	<b>104.617,50</b>		
33601 perdite esercizi precedenti	130.339,93		
<b>310 UTILI E PERDITE PORTATI A NUOVO</b>	<b>130.339,93</b>		
33681 Perdita d'esercizio	221.670,88		
<b>315 UTILE E PERDITA DELL'ESERCIZIO</b>	<b>221.670,88</b>		
<b>005 PATRIMONIO NETTO</b>	<b>352.010,81</b>		
45001 iva c/erario	243.016,30		
<b>008 CREDITI</b>	<b>243.016,30</b>		
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>2.100.183,14</b>	<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>2.104.064,15</b>
<b>PERDITA DI PERIODO</b>	<b>3.881,01</b>		
<b>TOTALE A PAREGGIO</b>	<b>2.107.945,16</b>		

Si precisa che sulla base dei documenti contabili forniti, delle informazioni ricevute dal legale rappresentante e dei riscontri effettuati l'azienda oggetto di valutazione non ricomprende nessun'altra posta attiva e/o passiva.

#### *La valutazione "analitica" del patrimonio*

Al fine di valutare l'azienda si è reso necessario procedere, innanzitutto, a una valutazione del complesso dei beni intrinsecamente coordinati e potenzialmente idonei a produrre risultati economici. La valutazione consiste, in definitiva, in una prima attribuzione di un valore al "capitale economico" dell'azienda a mezzo della quale opera la società stessa, intendendosi con l'espressione "capitale economico" quell'entità che rappresenta il "valore" dell'azienda e che prescinde da una rappresentazione puramente contabile del suo patrimonio netto di bilancio. La migliore dottrina economico-aziendale, quella italiana come pure quella di estrazione anglosassone, è concorde nell'affermare che l'obiettivo della stima dell'esperto debba consistere nella determinazione del cosiddetto "valore generale", di quel valore cioè che in normali condizioni di mercato può essere considerato



congruo per il capitale di un'azienda, prescindendo dagli interessi delle eventuali parti in causa e dalla loro forza contrattuale. La revisione si è svolta con una metodologia consistente nel controllo accurato delle poste patrimoniali, tenendo conto della loro reale consistenza, nel contesto della specifica attività esercitata.

Le immobilizzazioni materiali sono state valutate utilizzando i valori emergenti dalla stima a valori di mercato aggiornati. Il sottoscritto perito, a seguito di espressa interrogazione, ha avuto formale assicurazione che tutte le attività e le passività sopra evidenziate sono di pertinenza dell'azienda e che non esistono altre attività e/o passività iscritte o iscrिवibili nell'azienda oggetto di valutazione.

**Immobilizzazioni in corso ed acconti**

Trattasi di oneri consulenziali e tecnici sostenuti in virtù degli ampliamenti citati del II e III stralcio di opere di ampliamento dell'area cimiteriale. Benché esse siano iscritte a bilancio tra le immobilizzazioni immateriali, trattandosi di costi progettuali sostenuti in via anticipata per l'adempimento alle obbligazioni assunte con la convenzione stipulata, lo scrivente ne rileva la loro destinazione fra le poste materiali, posto che sono il risultato del frazionamento per competenza delle quote ragionevolmente da imputare alla realizzazione del II e III stralcio delle opere che integreranno le opere realizzate.

<i>descrizione</i>	<i>importo</i>	<i>causale</i>
STF	5.000,00	consulenza elaborazione project finance
STF	5.000,00	consulenza elaborazione project finance
MASSARENTE ARCHITETTURA SRL	14.280,00	progettazione 2° e 3° stralcio
STUDIO ERREDUE SRL	750	elaborazione documento sulla sicurezza 2° e 3° stralcio
AVV. GIANGIACOMO ALLODI	10.400,00	contenzioso con comune per 2° e 3° stralcio
AVV. GIANGIACOMO ALLODI	10.400,00	contenzioso con comune per 2° e 3° stralcio
CLES	34.482,00	opere relative al 2* e 3* stralcio: pulizia area e vele frangivento
AVV. GIANGIACOMO ALLODI	6.240,00	contenzioso con comune per 2° e 3° stralcio
AVV. GIANGIACOMO ALLODI	6.240,00	contenzioso con comune per 2° e 3° stralcio
<b>totale</b>	<b>92.792,00</b>	

Si assumono tali ammontari a valori contabili per Euro 92.792,00, stante la loro sostanziale natura minori costi da sostenere negli esercizi futuri.

**Immobilizzazioni materiali**

Le opere ivi ricomprese, afferiscono ai costi di acquisizione e adattamento dell'area, con ciò intendendo le opere di urbanizzazione e demolizione, oltre agli oneri tecnici e consulenziali di diretta imputazione.

Nello specifico, tali voci, al netto dei fondi d'ammortamento, si compongono di:

<i>Descrizione</i>	<i>Importo</i>
13605 ACQUISIZIONE AREA	43.763,00
13606 OPERE URBANIZ.E DEMOL.UFFICI	413.327,45
13607 SPESE TEC.CONSUL.E ALTRI ONERI	232.066,93
<b>totale</b>	<b>689.157,38</b>





La valutazione di tale posta risulta già effettuata a valori correnti, con ciò intendendo il prezzo ragionevolmente da applicare in sede di cessione, calcolato come detto in Euro 315,00 cadauno. Accertata la composizione e verificata la corretta movimentazione delle stesse, si confermano i valori iscritti anche ai fini della presente perizia.

#### Crediti

La posta dei crediti presenta la seguente consistenza:

<i>descrizione</i>	<i>importo</i>
forn.nota accr. da ricevere	3.585,77
anticipi a fornitori	3794,24
crediti vs/inail	4,23
<b>totale</b>	<b>7.384,24</b>

Saggiata la reale consistenza di ognuna delle voci sulla base della documentazione messa a disposizione dalla società, tali importi vengono assunti al valore iscritto.

#### Crediti tributari ed assistenziali

Con specifico riguardo ai crediti in esame, si è provveduto ad effettuare un riscontro con i dichiarativi trasmessi, al fine di poter confermare l'effettiva natura e correttezza di quanto esposto nella situazione in esame.

Essi sono composti da:

<i>descrizione</i>	<i>importo</i>
IRAP da compensare	3.598,00
IRPEF da compensare	9,46
IRPEF per rit.di acconto	14,00
IRES da compensare	2.477,00
IVA c/Erario	243.016,30
<b>totale</b>	<b>249.114,76</b>

In particolare, dalla disamina delle ultime dichiarazioni IRES, IRAP ed IVA, fornite al sottoscritto e corredate delle ricevute di trasmissione Entratel, unitamente alla documentazione probatoria di ognuno dei conti in esame, si è verificata la puntuale coincidenza tra quanto dichiarato dalla società e quanto riportato nella contabilità. Si confermano pertanto tali valori.

#### Depositi Bancari e postali e cassa

Con riferimento al conto corrente il sottoscritto ha operato una riconciliazione del saldo come desumibile dalla contabilità, dalle consistenze di cassa e quanto risultante dalla corrispondenza con l'istituto di credito.

Si attesta una esatta corrispondenza tra gli stessi pertanto se ne assume il valore contabile per Euro 38.620,41.

#### Risconti attivi

Tale voce contiene sostanzialmente dei debiti la cui competenza risulta sospesa e demandata ad esercizi futuri.

In particolare è composta dall'aggio del 35% sul fatturato riconosciuto ad ASM Rovigo S.p.A. per i servizi



cimiteriali. Essa viene svalutata poiché non si considera di poterla assumere quale componente rilevante ed incrementativa del patrimonio societario.

Debiti commerciali, per fatture da ricevere, finanziari ed altri

Le poste in esame contengono a debiti di natura commerciale per forniture ricevute e fatturate, ovvero prestazioni di servizi per le quali sono stati rilevati i debiti ancorché per le stesse non siano ancora pervenuti i relativi documenti contabili.

Sotto il profilo dei debiti di natura commerciale, alla data del 28.02.2018 si evidenzia una siffatta composizione:

descrizione	importo
ASM ROVIGO S.P.A.	416.967,79
CLES SOCIETA' COOPERATIVA IN L.	515.825,64
S.T.A. SOC.TRATT.ACQUE S.R.L.	5.000,00
UNIPOLSAI ASSICURAZIONI S.P.A.	249,26
<b>totale</b>	<b>938.042,69</b>

Sono inoltre evidenziate Fatture a pervenire per Euro 193.327,85, composte da:

fornitore	causale	importo
Galileo Advisory	Success Fee all'approvazione progetto di riequilibrio comune di Rovigo	35.000,00
Avv Giangiacomo Allodi	Assistenza legale di causa	26.000,00
Ing Morini e ing. Moro	CTP e CTU di causa	10.400,00
Arch.Massarente, Basutto e Bottazzi e ing Geddo	progettazione 2° e 3° lotto	13.500,00
Studio Legale	Attività legali per assistenza su nuova convenzione	15.000,00
STA	Servizi Amministrativi e Generali	18.700,00
Dott. Alice Galavotti	Tenuta contabilità e dichiarazioni fiscali	1.362,40
Studio Travagli-Valentini	Elaborazione cedolini paghe	220,00
Collegio sindacale	Compensi 2017	3.692,00
ASM Rovigo	Aggi su fatturato 2017	18.233,45
Galileo Advisory	prestazione integrativa per assistenza al finanziamento	20.000,00
Arch.Massarente, Basutto e Bottazzi e ing Geddo	variante del progetto definitivo - 2° e 3° lotto	31.220,00
	<b>totale</b>	<b>193.327,85</b>

Verificata la corretta esposizione di tali debiti, nonché acquisite conferme extracontabili riguardo la loro composizione, se ne conferma il valore anche ai fini della presente analisi.

Sul piano finanziario, si rilevano invece debiti di natura finanziaria per finanziamenti infruttiferi effettuati dai soci al fine di dotare la società della provvista finanziaria per il suo funzionamento.

Sono infatti presenti debiti per finanziamenti erogati dal socio ASM Rovigo S.p.A. per complessivi Euro 168.000,00, Euro 22.000,00 nei confronti dell'ex-socio CLES SCARL; quest'ultimo ha infatti ceduto prima d'ora la propria quota, e dunque, pur assumendone la natura postergata ex art. 2467 c.c., nel silenzio della documentazione fornita, lo si riclassifica ai fini del presente elaborato fra i debiti di natura finanziaria.

È infine presente un finanziamento effettuato dal socio S.T.A. Società Trattamento Acque s.r.l. per Euro 2.000,00.

Complessivamente tale voce ammonta pertanto ad Euro 192.000,00 come dal seguente prospetto:



descrizione	importo
finanz.infrutt.socio S.T.A. s.r.l.	2.000,00
debiti per finanz.socio ASM S.p.A.	168.000,00
deb.finanziario CLES SCARL	22.000,00
<b>totale</b>	<b>192.000,00</b>

Nelle more dell'approvazione del bilancio chiuso al 31.12.2017, per la quale il Consiglio d'Amministrazione ha deliberato lo slittamento per l'approvazione mediante il maggior termine dei 180 giorni ai sensi dell'art. 26 dello statuto sociale, vengono assunti al valore nominale, sebbene si ritenga probabile, al fine di garantire continuità alla società, che i soci deliberino di rinunciare al fine di coprire parte delle perdite correnti e pregresse risultanti dal bilancio in esame.

In via residuale, sono inoltre valorizzate poste debitorie attinenti ai compensi da erogare agli amministratori, oltre ai conseguenti debiti erariali e previdenziali che la società dovrà versare secondo le regolari scadenze, come sotto esposto.

descrizione	importo
ritenute IRPEF dipendenti	39,53
amministr.c/compensi da liquidare	662,00
debiti verso INPS	360,00
altri debiti	100,00
<b>totale</b>	<b>1.161,53</b>

Valutata la reale consistenza di tali poste vengono assunti i valori esposti anche ai fini delle operazioni peritali *de quo*.

#### Fondo oneri futuri

In considerazione della controversia giuridica in essere con il Comune di Rovigo, il sottoscritto ha ritenuto di evidenziare inoltre spese legali latenti stimate per Euro 60.000,00.

#### **Riepilogo della valutazione con il metodo patrimoniale semplice**

Dalla valutazione "analitica", eseguita con il metodo "patrimoniale semplice", emerge quindi un valore patrimoniale "K" dell'azienda alla data del 28 febbraio 2018 così determinato:

STATO PATRIMONIALE AL 28.02.2018			
ATTIVITA'		PASSIVITA'	
Conto/Descrizione	Importo	Conto/Descrizione	Importo
13205 SP. TEC.CONSUL.E ALTRI ONERI	92.792,00	<b>390 FORNITORI</b>	<b>938.042,69</b>
<b>045 IMMOBILIZZ.IMM.IN CORSO E ACC.</b>	<b>92.792,00</b>	44001 fatture da ricevere a breve	193.327,85
<b>020 IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI</b>	<b>92.792,00</b>	<b>400 FORN. FATT.DA RIC.ENTRO ES</b>	<b>193.327,85</b>
13605 ACQUISIZIONE AREA	43.763,00	34607 FINANZ.INFRUTT.SOCIO S.T.A.	2.000,00
13606 OPERE URBANIZ.E DEMOL.UFFICI	413.327,45	44503 DEBITI PER FINANZ.SOCIO ASM	168.000,00
13607 SP. TEC.CONSUL.E ALTRI ONERI	232.066,93	<b>430 DEBITI PER FIN.TI SOCI</b>	<b>170.000,00</b>
<b>055 TERRENI E FABBRICATI</b>	<b>689.157,38</b>	44601 ritenute irpef dipendenti	39,53
<b>022 IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI</b>	<b>689.157,38</b>	<b>450 DEBITI TRIB.ESIG.ENTRO ES.SUCC</b>	<b>39,53</b>
<b>002 IMMOBILIZZAZIONI</b>	<b>781.949,38</b>	44803 amministr.c/compensi da liq.	662,00
17407 RIMAN.OSSARI	56.385,00	<b>454 DEBITI VERSO DIPENDENTI</b>	<b>662,00</b>



Conto/Descrizione	Importo	Conto/Descrizione	Importo
<b>030 MAGAZZINO</b>	<b>56.385,00</b>	44901 debiti verso Inps	360,00
30356 Irap da compensare	3.598,00	<b>455 DEBITI IST.PREV.ESIG ENTRO 12M</b>	<b>360,00</b>
30358 Irpef da compensare	9,46	45213 altri debiti	100,00
30359 Irpef per rit.di acconto	14,00	<b>471 ALTRI DEB. COMM.ENTRO 12MESI</b>	<b>100,00</b>
30393 Ires da compensare	2.477,00	44502 DEB.FINANZIARIO CLES SCARL	22.000,00
<b>190 CREDITI TRIBUT. ENTRO 12 MESI</b>	<b>6.098,46</b>	<b>472 ALTRI DEB. FINANZIARI</b>	<b>22.000,00</b>
30552 forn.nota accr. da ricevere	3.585,77	<b>074 DEBITI</b>	<b>1.324.532,07</b>
30554 anticipi a fornitori	3.794,24	<b>099 FONDO ONERI FUTURI</b>	<b>60.000,00</b>
<b>200 CREDITI V/ALTRI ESIG.ENTRO 12M</b>	<b>7.380,01</b>		
30406 crediti vs/inail	4,23		
<b>210 CREDITI V/ALTRI ESIG.OLTRE 12M</b>	<b>4,23</b>		
<b>040 CREDITI</b>	<b>13.482,70</b>		
32001 C/C 074003140184W CR VENETO	38.583,27		
<b>245 DEPOSITI BANCARI E POSTALI</b>	<b>38.583,27</b>		
32601 cassa contanti e assegni	37,14		
<b>255 DENARO E VALORI IN CASSA</b>	<b>37,14</b>		
<b>044 DISPONIBILITA' LIQUIDE</b>	<b>38.620,41</b>		
<b>003 ATTIVO CIRCOLANTE</b>	<b>108.488,11</b>		
45001 iva c/erario	243.016,30		
<b>008 CREDITI</b>	<b>243.016,30</b>		
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>1.133.453,79</b>	<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>1.384.532,07</b>
<b>PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO</b>	<b>-251.078,28</b>		

In base alle rilevazioni effettuate emerge pertanto un **patrimonio netto rettificato negativo** pari ad Euro 251.078,28. Tale valore viene opportunamente arrotondato a **Euro -251.000= (meno duecentocinquantunomila/=)**, che corrisponderebbe al valore dell'azienda in applicazione del metodo patrimoniale semplice.

**Seconda metodologia valutativa applicata: il metodo reddituale con il criterio della rendita limitata**

Ferme restando le determinazioni cui si è sopra addivenuti ai fini della presente valutazione, che, a parere di chi scrive, costituiscono la principale impostazione capace di rispondere ai postulati di prudenza e ragionevolezza propri della valutazione d'azienda, specie in una siffatta congiuntura di pregiudizio della continuità aziendale nonché in presenza di una conclamata causa di scioglimento, come sopra meglio rappresentato, il sottoscritto desidera ora compiere alcune riflessioni aggiuntive.

La necessità di garantire la citata continuità aziendale e rimuovere l'intervenuta causa di scioglimento, comporta necessariamente che le perdite conseguite vadano appianate senza ulteriore indugio mediante (a) l'apporto di nuovi capitali da parte dei soci a totale/parziale copertura del risultato conseguito (anche attraverso la rinuncia, da parte dei medesimi, dei finanziamenti infruttiferi erogati in favore della società), ed eventualmente (b) la convocazione dell'assemblea dei soci riunita in forma straordinaria per deliberare la riduzione del capitale sociale e la sua ricostituzione entro il minimo legale; tali procedure sono da ritenersi propedeutiche a quanto segue.

Ciò premesso, lo scrivente perito intende ora saggiare la consistenza societaria sotto un differente profilo, di natura reddituale, attenendosi ad una metodologia che preveda cioè la valorizzazione dell'impresa attraverso l'apprezzamento del reddito medio normale atteso futuro, basato su una rendita limitata nel tempo, in forza della menzionata concessione in essere con il Comune di Rovigo; di conseguenza, si è ritenuto di fondare tale



seconda valutazione dell'azienda sulla base delle asserzioni contenute nel pluricitato Piano Economico Finanziario, tenuto conto della già descritta ufficialità dello stesso, per la quale il sottoscritto non ha ragione di non ritenerlo ammissibile, prendendo pertanto atto della sua conclamata complessiva ragionevolezza ed accettabilità.

A tal fine, si è effettuata un'analisi del tasso di mortalità per i residenti del Comune di riferimento, congiuntamente ad una valutazione circa le modalità di sepoltura dei defunti adottate in via prevalente, sicché si è potuta individuare una proiezione realistica in termini di capacità del mercato di assorbire la produzione della società *target*.

Il quadro che ne è emerso fa presupporre che, certamente a causa della crisi economica degli ultimi anni, ma ad avviso di chi scrive anche per un progressivo abbandono dei costumi da sempre ritenuti "tradizionali" in queste zone, il dato emergente evidenzia una crescente propensione ad adottare forme di sepoltura quali la cremazione in luogo della sepoltura delle spoglie dei defunti, e pertanto lo scrivente non può esimersi dal considerarlo.

Da ciò deriva dunque la necessità di contrarre l'orizzonte temporale di riferimento ai fini dell'individuazione dei periodi utili per la determinazione del reddito medio futuro normale impiegato, stanti le incertezze che si nutrono circa l'effettivo assorbimento in un decennio delle totali opere realizzate con il secondo stralcio funzionale, che ben potrebbero essere – per converso – alienate in tempi maggiori; ciò condurrebbe difatti allo slittamento temporale del terzo ed ultimo stralcio di cui alla citata concessione – invero addirittura alla scarsa utilità di procedere alla sua realizzazione –.

Per queste ragioni, si è reso necessario, per ovvie esigenze di realismo, comprimere ulteriormente le proiezioni reddituali ad un orizzonte giudicato maggiormente certo – e dunque congruo per le finalità del presente elaborato –, individuato nel frangente di pieno esercizio dell'attività di cui al secondo stralcio di opere.

Si è stabilito dunque un limite temporale di 8 anni per il calcolo del reddito medio atteso futuro.

Prendendo atto di quanto esposto nel Piano Economico Finanziario, il cui estratto di rilievo viene sotto riportato, si deducono i seguenti (crescenti) risultati reddituali normalizzati per l'orizzonte di riferimento:

CONTO ECONOMICO								
ANNO	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Tot Ricavi da vendita</b>	<b>594.537</b>	<b>601.077</b>	<b>608.591</b>	<b>616.198</b>	<b>623.901</b>	<b>631.699</b>	<b>639.596</b>	<b>647.590</b>
LOTTO II	594.537	601.077	608.591	616.198	623.901	631.699	639.596	647.590
LOTTO III	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Totale Costi di Gestione</b>	<b>(32.792)</b>	<b>(33.153)</b>	<b>(33.567)</b>	<b>(33.987)</b>	<b>(34.411)</b>	<b>(34.841)</b>	<b>(35.277)</b>	<b>(35.718)</b>
<b>Costi Operativi</b>								
Amm.ne e Gest.ne della SPV in fase di Operazion	(25.213)	(25.490)	(25.808)	(26.131)	(26.458)	(26.788)	(27.123)	(27.462)
Manutenzioni ordinarie	(7.579)	(7.663)	(7.758)	(7.853)	(7.954)	(8.053)	(8.154)	(8.256)
Aggio su Loculi Nuovi	(59.454)	(60.108)	(60.859)	(61.620)	(62.390)	(63.170)	(63.960)	(64.759)
<b>MARGINE OPERATIVO LORDO</b>	<b>502.292</b>	<b>507.817</b>	<b>514.165</b>	<b>520.592</b>	<b>527.099</b>	<b>533.688</b>	<b>540.359</b>	<b>547.113</b>
<b>Costi del vendita</b>	<b>(340.141)</b>							
<b>Accantonamenti</b>								
OSMRA	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>MARGINE OPERATIVO NETTO</b>	<b>162.151</b>	<b>167.676</b>	<b>174.024</b>	<b>180.451</b>	<b>186.958</b>	<b>193.547</b>	<b>200.218</b>	<b>206.972</b>
Interessi su Finanziamento Senior (Lotto II e III)	(78.763)	(98.732)	(87.701)	(75.742)	(63.260)	(50.216)	(36.559)	(21.994)
Interessi su Finanziamento Soci (Lotto II e III)	(14.033)	(27.837)	(27.837)	(27.837)	(27.837)	(27.837)	(27.837)	(27.837)
Interessi su Finanziamento IVA (Lotto II e III)	(3.345)	(5.647)	(4.318)	(2.972)	(1.610)	(348)	0	0
Fee non capitalizzate	(11.662)	(7.500)	(7.500)	(7.500)	(7.500)	(7.500)	(7.500)	(7.500)
Interessi su DGRA/OMRA	598	910	905	905	905	905	905	905
Interessi sulla cassa	221	1.978	2.845	3.727	4.542	756	835	888
<b>Totale Gestione Finanziaria</b>	<b>(196.985)</b>	<b>(136.827)</b>	<b>(123.605)</b>	<b>(109.419)</b>	<b>(94.760)</b>	<b>(84.239)</b>	<b>(70.166)</b>	<b>(55.538)</b>
<b>UTILE ANTE IMPOSTE</b>	<b>55.166</b>	<b>30.849</b>	<b>50.419</b>	<b>71.032</b>	<b>92.198</b>	<b>109.308</b>	<b>130.052</b>	<b>151.434</b>
IRES	(7.218)	(7.404)	(12.100)	(17.047)	(22.127)	(26.234)	(31.215)	(36.344)
IRAP	(6.324)	(6.539)	(6.787)	(7.038)	(7.291)	(7.548)	(7.806)	(8.072)
<b>Totale imposte</b>	<b>(13.542)</b>	<b>(13.943)</b>	<b>(18.887)</b>	<b>(24.085)</b>	<b>(29.419)</b>	<b>(33.782)</b>	<b>(39.021)</b>	<b>(44.416)</b>
<b>Stralcio Debiti</b>	<b>0</b>							
<b>UTILE/PERDITA DI ESERCIZIO</b>	<b>41.624</b>	<b>16.906</b>	<b>31.531</b>	<b>46.946</b>	<b>62.779</b>	<b>75.526</b>	<b>91.031</b>	<b>107.018</b>



Assunti tali redditi come prevedibilmente quelli che l'azienda sarà in grado di produrre in futuro, si è provveduto alla determinazione del reddito **medio-normale prospettico**, che dovrebbe esprimere la normale capacità reddituale dell'azienda con maggior ragionevolezza; il calcolo ha condotto a determinare un *reddito normale medio atteso* pari ad Euro 59.171=.

#### *La determinazione della rendita limitata*

Il perito, alla luce dei risultati sopra esposti, ha proceduto quindi alla determinazione del valore aziendale attraverso il metodo della rendita limitata, per cui si ha che

- $R$  = reddito medio-normale atteso netto: Euro 59.171=;
- $n$  = esercizi costituenti l'orizzonte temporale limitato di manifestazione della rendita, assunto in anni 8
- $i$  = tasso di attualizzazione: 11,48%;

Tale tasso s'individua avendo riguardo al rendimento di mercato per investimenti privi di rischio che si attesta a circa il 2,00%, fondato sulle medie di rendimento garantito dai BTP, considerati come tassi *risk-free*, al quale va attribuita una maggiorazione per rischio di impresa che il perito ha stimato pari ad un ulteriore 9,48%.

Le determinazioni di cui sopra sono state confortate, anche attraverso l'applicazione del c.d. *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), che consente di mettere in relazione tassi di remunerazione ottenibili dal mercato (*risk-free* e *risk-premium*) con il rischio sistematico non diversificabile del mercato e dell'impresa stessa, determinato un coefficiente  $\beta$  pari ad 1,25.

#### **Riepilogo della valutazione con il metodo reddituale**

Si è già visto come la determinazione della rendita possa derivare dall'applicazione della seguente formula:

$$V = R \cdot a_{n|i}$$

**Pertanto, il valore attribuibile all'azienda secondo il metodo della rendita limitata risulta pari ad arrotondati Euro 299.000,00.**

#### **Rilevazioni conclusive e determinazione del valore della quota**

Giunto al termine delle operazioni peritali, lo scrivente ritiene che risulterebbe oltremodo limitante, addirittura fuorviante, valutare l'azienda secondo uno solo dei metodi sviluppati, non essendo plausibile, per una valutazione obiettiva ed avveduta, sottrarsi dal considerare il nesso di consequenzialità che intercorre tra la componente patrimoniale, specie in ordine alla già rappresentata situazione patologica in essere, ma anche la redditività latente dell'azienda, considerata l'esistenza della citata Convenzione, atta a generare ricavi su base sostanzialmente contrattuale purché riportata in continuità.

Ne discende che, a parere di chi scrive, nel caso di specie ambedue le metodologie valutative esplicitate debbano essere parimenti considerate, nel rispetto del loro nesso funzionale, e pertanto si ritiene opportuno individuare una metodologia che preveda la contestuale valorizzazione dell'impresa attraverso la sua componente patrimoniale e reddituale.

Mediante la congiunta considerazione della rendita normale limitata, unitamente al patrimonio netto rettificato come dalle rilevazioni in precedenza indicate, si giunge ad un valore dell'azienda (W) fondato sul criterio misto patrimoniale-reddituale, determinato cioè dalla sommatoria del valore attuale della rendita (V) e del patrimonio netto rettificato (K), nonché segnatamente

$$W = K + V$$

$$W = -251.000,00 + 299.000,00$$

La valutazione dell'azienda risulta pertanto pari ad almeno Euro 48.000= e, di conseguenza, il valore della quota di proprietà di ASM Rovigo S.p.A., pari ad almeno Euro 43.200=, da ritenersi corrispondente al valore di mercato, e dunque valida quale prezzo a base d'asta.

Occhiobello, 14.05.2018



Il Perito Stimatore  
Dott. Angela Capuzzo



R.G. 1873/18

CRON. 2494



**TRIBUNALE DI ROVIGO**  
**VERBALE DI GIURAMENTO DI PERIZIA STRAGIUDIZIALE**

**Cron.**

L'anno 2018, questo giorno 15 del mese di MAGGIO, alle ore 9,25, avanti il sottoscritto cancelliere è comparso il Dott. Angelo Capuzzo, nato a Arre (PD) il 2 ottobre 1957, residente a Occhiobello in C.so Berlinguer, 104, il quale esibisce la relazione che precede, formata da 26 pagine inclusa la copertina e la presente, da lui effettuata in data 14.05.2018 e chiede di poterla giurare.

Ammonito ai sensi di legge il comparente presta giuramento ripetendo le parole: "giuro di avere bene e fedelmente proceduto alle operazioni e di non aver avuto altro scopo che quello di far conoscere la verità"

Letto, confermato e sottoscritto.

Il Perito  
*Dott. Angelo Capuzzo*

Il Cancelliere

FUNZIONARIO GIUDIZIARIO  
*ANTONIO OLIVITO*

