



TRIBUNALE DI PESARO
Sezione Fallimentare

**Relazione di stima dei beni mobili ed immobili
detenuti dal Fallimento ██████████ in
Liquidazione - n. 2/2023 -
alla data del 31.12.23**

Pesaro, 06 agosto 2024



SOMMARIO

1	PARTE INTRODUTTIVA	6
1.1	ASPETTI RELATIVI ALL'INCARICO E ALLA RELAZIONE	6
1.1.1	<i>Descrizione dell'incarico e natura della stima</i>	6
1.1.2	<i>Identità del committente e dei destinatari</i>	6
1.1.3	<i>Oggetto ed unità di valutazione</i>	6
1.1.4	<i>Presupposto della valutazione</i>	8
1.1.5	<i>Data di riferimento della valutazione</i>	8
1.1.6	<i>Finalità della valutazione</i>	8
1.1.7	<i>La prospettiva della valutazione</i>	9
1.1.8	<i>La configurazione di valore adottata</i>	9
1.1.9	<i>La valuta funzionale</i>	9
1.1.10	<i>Modalità di espressione del valore finale</i>	9
1.1.11	<i>Data della relazione</i>	9
1.2	ATTESTAZIONI E DICHIARAZIONI DELL'ESPERTO.....	10
1.2.1	<i>Identità dell'esperto</i>	10
1.2.2	<i>Attestazione di competenza professionale</i>	10
1.2.3	<i>Attestazione di adesione al codice etico</i>	10
1.2.4	<i>Attestazione di indipendenza</i>	10
1.2.5	<i>Dichiarazione di presenza di potenziali conflitti</i>	10
1.2.6	<i>Attestazioni di adesione ai PIV</i>	11
1.2.7	<i>Attestazione di espressione di giudizio informato</i>	11
1.3	SPECIALISTI AUSILIARI.....	11
1.4	CENNI PRELIMINARI SULLA BASE INFORMATIVA.....	11
1.4.1	<i>Natura e fonti delle informazioni utilizzate</i>	11
1.4.2	<i>Limitazioni alla base informativa</i>	12
1.5	IPOTESI, LIMITAZIONI, RICHIAMI DI INFORMATIVA.....	13





2	LA BASE INFORMATVA	13
2.1	COSTITUZIONE ED APPREZZAMENTO DELLA BASE INFORMATIVA.....	13
2.1.1	<i>Dati</i>	13
2.1.2	<i>Ipotesi</i>	14
2.1.3	<i>Peso assegnato ai vari tipi di informazioni</i>	14
3	VALORI DI STIMA	15
3.1	Beni Mobili	15
3.2	Beni Immobili	15
3.2.1	Immobile 1 _Comune di Vallefoglia, Via Nazionale n. 77/C	15
3.2.2	Immobile 2 _Comune di Vallefoglia, Via della Libertà	15
3.2.3	Immobile 3 _Comune di Vallefoglia, Loc. Morciola	16
3.2.4	Immobile 4 _Comune di Fermignano, Via Mazzini n. 5	16
3.3	Beni Mobili Registrati – Partecipazioni relative alle società:	16
3.3.1	Mazzini S.r.l. in Liquidazione e Concordato Preventivo	16
3.3.2	Cattolica Costruzioni S.r.l. in Liquidazione	17
3.3.3	Pascoli S.r.l. in Liquidazione e in Fallimento	17
3.3.4	Immobiliare Il Poggio S.r.l.	18
3.3.4.1	Bilanci storici	18
3.3.4.2	I Piani Previsionali e le relative assumptions	20
3.3.4.3	Scelta delle metodiche e dei criteri più appropriati	21
3.3.4.4	Identificazione dei principali fattori di rischio	23
3.3.4.5	Individuazione dei metodi e dei criteri più appropriati	24
3.3.4.6	Applicazione di premi e sconti	24
3.3.4.7	Coerenza della scelta effettuata	25
3.3.5	Blu Arena S.r.l.	26





3.3.5.1	Cenni storici ed evoluzione	26
3.3.5.2	Listino prezzi	27
3.3.5.3	Analisi strategica, fattori competitivi e posizionamento	27
3.3.5.4	I bilanci storici	28
3.3.5.5	I Piani previsionali e le relative assumptions	31
3.3.5.6	L'analisi dei bilanci	35
3.3.5.7	Analisi delle metodiche disponibili	35
3.3.5.8	Individuazione dei metodi e dei criteri più appropriati	38
3.3.5.9	Coerenza della scelta effettuata	38
3.3.5.10	Identificazione dei principali fattori di rischio	38
3.3.5.11	Sviluppo della metodologia adottata	39
3.3.5.12	Il metodo Reddituale: profili teorici	39
3.3.5.13	La normalizzazione degli aggregati economici	40
3.3.5.14	Ricostruzione del Capitale Netto espresso a valori correnti	42
3.3.5.15	La determinazione dei tassi di valutazione	42
3.3.5.16	La scelta dell'orizzonte temporale	46
3.3.5.17	Applicazione di premi e sconti	46
3.3.5.18	Aspetti relativi alla fiscalità	47
3.3.5.19	Calcolo dei Risultati	47
3.3.5.20	Sviluppo della metodologia di controllo	48
3.3.5.21	Profili teorici relativi al metodo di controllo adottato	48
3.3.5.22	Calcolo dei Risultati	50
3.3.5.23	Sintesi finale della valutazione	51



4	SINTESI DEI RISULTATI OTTENUTI _____	52
4.1	SINTESI FINALE DELLA VALUTAZIONE	52
5	ALLEGATI _____	55





1. PARTE INTRODUTTIVA

1.1 ASPETTI RELATIVI ALL'INCARICO E ALLA RELAZIONE

1.1.1 Descrizione dell'incarico e natura della stima

Il sottoscritto Dott. Gianfranco Occhialini, nato a Fano (PU) il 03/11/1964, ivi residente alla via Strada Nuova di Roncosambaccio n. 111, Cap 61032, con Studio in Pesaro (PU) alla via Del Novecento n. 17, Cap 61122, C.F. CCHGFR64503D488H, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti contabili di Pesaro e Urbino - sezione A, al nr 236, ed iscritto al Registro dei Revisori Legali con D.M. 12/04/1995 pubblicato sulla G.U. n. 31 bis del 21/04/1995, al nr 41502, ha ricevuto incarico dal Signor:

- **Dott. Maurizio Ugolini**, nella qualità di Curatore del Fallimento APA GROUP S.r.l. in Liquidazione, n. 3/2023, dichiarato con sentenza del tribunale di Pesaro n. 49/2023 del 30.10.2023,

di stimare il valore economico dei beni mobili ed immobili, della società APA GROUP S.r.l. in Liquidazione alla data del 31.12.2023.

La natura della stima deve intendersi un **parere valutativo** così come intesa dai PIV II.2.7¹ alla luce dei limiti oggettivi riscontrati nel processo valutativo, essendo finalizzata ad individuare il tasso o altro parametro di mercato e trattandosi, per quanto riguarda le valutazioni immobiliari, di aggiornamento di precedenti valutazioni.

La natura del lavoro svolto è una relazione libera, composta con equo apprezzamento a scopi conoscitivi della Curatela del Fallimento [REDACTED] n. 3/2023, dichiarato con sentenza del tribunale di Pesaro n. 49/2023 del 30.10.2023.

1.1.2 Identità del committente e dei destinatari

Il committente dell'incarico e il destinatario della relazione di stima, pertanto, deve intendersi la Curatela del Fallimento [REDACTED] n. 3/2023, dichiarato con sentenza del tribunale di Pesaro n. 49/2023 del 30.10.2023, alla quale verrà consegnata.

1.1.3 Oggetto ed unità di valutazione

Oggetto della stima sono i beni mobili ed immobili relativi al Fallimento [REDACTED] Liquidazione, n. 3/2023, dichiarato con sentenza del tribunale di Pesaro n. 49/2023 del 30.10.2023, così come risultanti dall'inventario redatto in data 12 dicembre 2023 (**all. 1**), si vedano anche gli allegati (**all. 3**) (**all. 4**) (**all. 5**):

Beni mobili:

¹ I Principi Italiani di Valutazione 2015, in breve PIV, sono stati emanati in data 20/07/2015 dall'Organismo Italiano di Valutazione, fondazione promossa da AIAF, ANDAF, ASSIREVI, Borsa Italiana, CNDCEC, Università L. Bocconi. Ogni successivo riferimento ai PIV che verrà fatto nel prosieguo della relazione, deve intendersi a detto volume, consultabile anche sul sito internet <http://www.fondazioneioiv.it/>





come risulta dall'inventario redatto dal Curatore della Procedura e dal Funzionario del Tribunale di Pesaro in data 12 dicembre 2023, "risultano dal registro dei cespiti ammortizzabili beni mobili di valore nullo che non vengono quindi inventariati".

Beni Immobili:

Immobile 1

Unità immobiliari ubicate in Comune di Vallefoglia, loc. Bottega ex Comune di Colbordolo, Via Nazionale n. 77/c, censite al NCEU del Comune di Vallefoglia zona censuaria di Colbordolo:

- | | |
|---|-----------------|
| a) autorimessa F° 6 mapp. 274 sub. 14 S1 cat C6 cl.2, mq. 39 | R.C. € 87,80 |
| b) magazzino F° 6 mapp. 274 sub. 15 S1 cat. C2, mq. 39 | R.C. € 102,26 |
| c) ufficio F° 6 mapp. 274 sub. 19 P1 cat A10 cl. U vani 10 mq. 289 | R.C. € 2.246,59 |
| d) ufficio F° 6 mapp. 274 sub. 20 P1 cat A10 cl. U vani 2 mq. 54 | R.C. € 449,32 |
| e) ufficio F° 6 mapp. 274 sub. 21 P2 cat. A10 cl. U vani 2,5 mq. 60 | R.C. € 561,65 |
| f) ufficio F° 6 mapp. 274 sub. 22 P2 cat. A10 cl. U vani 3,0 mq 75 | R.C. € 673,98 |
| g) ufficio F° 6 mapp. 274 sub. 23 P2 cat. A10 cl. U vani 2,5 m1. 69 | R.C. € 561,65 |

Immobile 2

Magazzino per ricovero attrezzi, mezzi d'opera e negozio Loc. Bottega – Comune di Vallefoglia (PU) Ex Colbordolo, ubicato in via della Libertà, composto da due unità immobiliari così censite al NCEU del Comune di Vallefoglia, zona censuaria di Colbordolo:

- | | |
|--|-----------------|
| a) magazzino F° 1 mapp. 32 sub. 1 cat C2 cl. 2 mq. 306 | R.C. € 1.106,25 |
| b) negozio F° 1 mapp. 32 sub. 2 cat. C1 cl. 2 mq. 118 | R.C. € 3.674,80 |
| c) area urbana F° 1 mapp. 32 della superficie catastale di mq. 4.572 | |

Immobile 3

Area per deposito attrezzature in località Morciola Comune di Vallefoglia (PU) ex Colbordolo, superficie catastale pari a mq. 5.632 identificata al Catasto Terreni Comune di Vallefoglia, Foglio 6, Mappali 1101, 1102, 1103, 1104, 1110, 1128, 1150

Immobile 4

Negozi, Ufficio e Magazzino ubicati in Comune di Fermignano (PU), Via Mazzini n. 5, così censiti al NCEU del Comune di Fermignano:

- | | |
|---|-----------------|
| a) negozio F° 16 mapp. 124 sub. 7 S1/T cat. C1 cl. 3, mq. 106 | R.C. € 1.521,90 |
| b) magazzino F° 16 mapp. 124 sub. 70 S1 cat. C2 cl. 2, mq. 7 | R.C. € 9,04 |
| c) negozio F° 16 mapp. 124 sub. 72 T cat. C1 cl. 3, mq. 34 | R.C. € 488,16 |
| d) magazzino F° 16 mapp. 124 sub. 84 T cat. C2 cl. 3, mq. 78 | R.C. € 84,60 |
| e) ufficio F° 16 mapp. 124 sub. 91 P1 cat. A10 cl. U, vani 5 | R.C. € 968,36 |



Beni mobili registrati:

- 1) Quota di partecipazione del 99,60% nella società [REDACTED] in Liquidazione e in Concordato Preventivo;
- 2) Quota di partecipazione del 50% nella società [REDACTED]
- 3) Quota di partecipazione del 45% nella società Immobiliare Il Poggio S.r.l.;
- 4) Quota di partecipazione del 40% nella società Blu Arena S.r.l.;
- 5) Quota di partecipazione del 33,33% nella [REDACTED]

Si è quindi proceduto, dapprima, alla valutazione delle singole società, estrapolando poi il valore della partecipazione.

1.1.4 Presupposto della valutazione

La valutazione delle aziende Immobiliare Il Poggio S.r.l. e Blu Arena S.r.l. è avvenuta nella prospettiva della loro continuità aziendale² (going concern), mentre non è stato possibile per le società [REDACTED] che sono in Liquidazione o in Concordato. Si precisa che non è compito dell'esperto, se non previsto da norme o principi contabili, circostanza non riguardante il presente incarico, appurare l'esistenza e l'applicabilità, in concreto, di tale presupposto, essendo questo, appunto, un presupposto della valutazione (PIV III.1.8).

La mancanza di riferimenti a eventuali incertezze sulla continuità aziendale non può essere intesa come una garanzia sulle capacità dell'azienda di continuare ad operare come una entità in funzionamento.

1.1.5 Data di riferimento della valutazione

La data di riferimento della valutazione è il 31.12.2023 (PIV II.2.9). Deve pertanto intendersi una valutazione contemporanea (PIV I.8.3).

1.1.6 Finalità della valutazione

La valutazione è stata richiesta dal Curatore del Fallimento [REDACTED] n. 3/2023, dichiarato con sentenza del tribunale di Pesaro n. 49/2023 del 30.10.2023, in vista dell'attivazione della procedura di cessione a terzi dei beni facenti parte dell'attivo fallimentare.

² La valutazione di un'entità economica può essere effettuata in base a due diversi presupposti: la continuità della gestione (anche detta going concern), oppure la liquidazione.





1.1.7 La prospettiva della valutazione

La valutazione è stata effettuata nella prospettiva degli operatori partecipanti al mercato (PIV 1.7.3), cioè non è stata in alcun modo influenzata da fattori riferibili a specifici soggetti.

1.1.8 La configurazione di valore adottata

Così come richiesto dall'incarico, la stima è stata rivolta alla ricerca del **valore economico del capitale**, detto anche valore fondamentale o intrinseco, delle società oggetto di valutazione. Tale configurazione di valore esprime l'apprezzamento che un qualunque soggetto razionale operante sul mercato, senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa, dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'unità di valutazione e dei relativi rischi (PIV 1.6.8).

Il valore intrinseco, che quindi esprime valori oggettivi, è funzionale alla capacità di reddito dell'azienda "as is" e delle opportunità di crescita concretamente realizzabili sulla base di progetti su cui la stessa si è già impegnata, escludendo ogni tipo di potenzialità latente (PIV 1.6.8). Il tutto alla luce del quadro di rischio associato alla stima dei benefici economici attesi (PIV 1.6.8). Esprime, in altre parole, il valore recuperabile da un investitore attraverso i flussi di risultato prospettici (PIV 1.6.8). Non è, pertanto, un valore di scambio, e non include premi e sconti (PIV 1.6.8). In presenza di un mercato razionale (senza asimmetrie informative, turbamenti e spinte non razionali), coincide con il valore di mercato.

La predetta configurazione di valore adottata non include i costi di negoziazione (imposte, tasse, mediazioni, ecc.) (PIV 1.12.1).

1.1.9 La valuta funzionale

La stima è stata espressa nella valuta funzionale dell'entità economica da valutare, ovvero l'euro (PIV III.1.20) con arrotondamenti.

1.1.10 Modalità di espressione del valore finale

La valutazione finale verrà espressa attraverso un **valore unico**, che trova il proprio fondamento nei risultati ottenuti attraverso le metodiche ed i criteri adottati ed illustrati.

1.1.11 Data della relazione

La presente relazione è stata firmata in data 6 agosto 2024.





1.2 ATTESTAZIONI E DICHIARAZIONI DELL'ESPERTO

1.2.1 Identità dell'esperto

L'incarico è stato personalmente svolto e firmato dal Dott. Gianfranco Occhialini, con Studio professionale a Pesaro, in via del Novecento n. 17, P.I. 01155720418, C.F. CCHGFR64S03D488H.

1.2.2 Attestazione di competenza professionale

Il sottoscritto dichiara di essere iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti contabili di Pesaro e Urbino – sezione A, al nr 236, al Registro dei Revisori Legali al nr 41502, nonché all'Albo dei Consulenti tecnici del Giudice del Tribunale di Pesaro e, tenuta conto dell'oggetto e delle finalità della stima, di possedere la competenza e l'esperienza necessarie per assolvere il presente incarico (PIV II.2.5, IV.7.1 e PIV IV.2.2. per le valutazioni legali).

1.2.3 Attestazione di adesione al codice etico

Il sottoscritto dichiara la propria adesione al *Code of Ethical Principles of Professional Valuer* dell'IVSC³.

1.2.4 Attestazione di indipendenza

Il sottoscritto dichiara:

- di non essere legato al committente né ai destinatari della presente relazione da rapporti di tipo professionale o personale tali da compromettere l'indipendenza di giudizio; tale requisito di indipendenza è valido anche per l'Associazione professionale/società di cui il medesimo fa parte;
- che l'impegno del sottoscritto in questo incarico non è stato sottoposto a condizionamenti relativi allo sviluppo o alla presentazione di risultati predeterminati;
- che il compenso per il completamento dell'incarico non è stato sottoposto a condizionamenti relativi allo sviluppo o alla presentazione di valori predeterminati o indirizzamenti sul valore, né al raggiungimento di un risultato prestabilito, o al verificarsi di eventi successivi collegati all'utilizzo previsto della valutazione; né è stato quantificato in percentuale sul risultato della stima;
- di operare, pertanto, in qualità di esperto indipendente.

1.2.5 Dichiarazione di presenza di potenziali conflitti

Il sottoscritto dichiara l'assenza di potenziali conflitti diretti e/o indiretti.

³ IVSC è l'acronimo di *International Valuation Standard Council*, lo standard setter internazionale nel campo delle valutazioni.



1.2.6 Attestazioni di adesione ai PIV

Il sottoscritto dichiara che la presente relazione è stata redatta secondo criteri conformi a quelli previsti dai Principi Italiani di Valutazione 2015, cui il sottoscritto attesta piena adesione.

1.2.7 Attestazione di espressione di giudizio informato

Il sottoscritto dichiara di essere riuscito a percorrere l'intero processo ritenuto necessario per esprimere un giudizio informato di valore e che le informazioni disponibili sono sufficienti ad esprimere un giudizio di valutazione (PIV 1.3.1).

1.3 SPECIALISTI AUSILIARI

Per la stima del valore di alcuni specifici beni il sottoscritto ha acquisito le valutazioni espresse dal Geom. Franco Tonucci, con Studio a Pesaro, in via Cassi n. 35, iscritto al Collegio dei Geometri della provincia di Pesaro e Urbino al n. 922. I beni oggetto di stima, infatti, sono composti anche da specifici asset (immobili e terreni), per i quali si è reso necessario il ricorso alle stime già effettuate da uno specialista del settore ed asseverate. **(all. 2)**

Il sottoscritto dichiara che non esistono ragioni per dubitare della credibilità ed affidabilità della base informativa utilizzata dal citato specialista, come pure che non esistono elementi di contesto tali da far ritenere che il processo dallo stesso svolto e i risultati ottenuti non siano attendibili.

1.4 CENNI PRELIMINARI SULLA BASE INFORMATIVA

1.4.1 Natura e fonti delle informazioni utilizzate

La base Informativa utilizzata risulta ragionevolmente obiettiva e completa, ed è stata strutturata con l'intento di considerare il maggior numero possibile di elementi determinanti il valore dell'impresa, in modo esauriente e diretto.

Il sottoscritto ha operato con la dovuta oggettività nella ricerca e nell'acquisizione degli elementi informativi, nelle successive elaborazioni e nella trasmissione dei risultati, distinguendo i dati di fatto dalle interpretazioni e dai giudizi personali.

La valutazione è stata effettuata raccogliendo ed analizzando le informazioni disponibili fino ad arrivare ad una base di dati che ha consentito un esame affidabile e che ha permesso di arrivare a delle indicazioni attendibili degli andamenti futuri.



Pur senza effettuare alcuna attività di *audit* contabile né di *due diligence*, la documentazione è stata analizzata dal sottoscritto con il necessario spirito critico (*professional skepticism*) (PIV 1.5.1). E' stata, inoltre, verificata la coerenza reciproca fra i diversi *input* valutativi.

Ai fini dell'espletamento dell'incarico il sottoscritto si è innanzitutto avvalso di dati e informazioni forniti dalle singole società attraverso i propri Professionisti. A tale scopo, infatti, il sottoscritto ha richiesto la più ampia documentazione, contabile ed extra-contabile, di natura **storica, corrente e prospettica**.

I documenti esaminati riguardanti i flussi prospettici e le ipotesi assunte per la loro costruzione sono stati oggetto di analisi critica che hanno convinto il sottoscritto, alla luce dei relativi elementi giustificativi, sulla loro complessiva ragionevolezza, credibilità e plausibilità (PIV 1.5.5)⁴. Ovviamente, l'azienda rimane unica responsabile della veridicità delle informazioni prospettiche, in quanto l'attività svolta dal sottoscritto non è da intendersi come una attestazione del tipo ISAE 3400 (III.1.24).

Ulteriori informazioni di natura **pubblica** ed **esterna** sono state raccolte direttamente dal sottoscritto, in particolare quelle riguardante il contesto economico, il settore, il mercato finanziario. Le fonti di tali informazioni (specifiche banche dati, ecc.) verranno man mano citate e documentate nel corso della relazione.

Il sottoscritto dichiara che le informazioni raccolte, formate dai migliori elementi disponibili alla data della valutazione, sono ragionevolmente attendibili e plausibili, è adeguate e sufficienti ad esprimere un giudizio di valutazione (PIV 1.3.1 e 1.5.1).

Il sottoscritto dichiara che a sua conoscenza non esiste migliore informazione ragionevolmente acquisibile esercitando l'ordinaria diligenza (PIV 1.4.3).

1.4.2 Limitazioni alla base informativa

Non essendo stato specificamente previsto dal mandato, si ribadisce che non è stata effettuata alcuna attività di *due diligence* e di *audit* sui dati contabili ricevuti dalla società (i cui bilanci non sono oggetto di certificazione da parte di apposite società di revisione). Si rileva, inoltre, che la società non è dotata di organi di controllo quali il Collegio Sindacale e/o Revisore legale.

Nonostante richiesto dal sottoscritto, non sono stati forniti dalla società piani previsionali prospettici.

Si ritiene, tuttavia, che le suddette limitazioni ed incompletezze informative non compromettano l'attendibilità e affidabilità del giudizio valutativo.

⁴ I citati PIV chiedono infatti che l'esperto si formi un proprio giudizio sulla ragionevolezza delle informazioni prospettiche. L'Organismo Italiano di Valutazione ha emanato in data 16.03.21 il Discussion Paper n. 1/21, intitolato "L'uso di informazione finanziaria prospettica nella valutazione d'azienda", rinvenibile sul sito www.fondazioneoiv.it con la "finalità di fornire linee-guida e principi che possano aiutare l'esperto a valutare un piano industriale o, più in generale, di proiezione di risultati attesi". E' utile ricordare che l'indicato Discussion Paper riporta che "L'informazione prospettica può dirsi ragionevole quando un altro esperto che esercitasse un adeguato scetticismo professionale riterrebbe l'informazione finanziaria prospettica una fonte informativa utile alla stima del valore d'azienda [pag. 5].





1.5 IPOTESI, LIMITAZIONI, RICHIAMI DI INFORMATIVA

Il lavoro svolto e le conclusioni raggiunte devono essere interpretate nell'ambito delle seguenti principali ipotesi e limitazioni:

Ipotesi

- la valutazione ha tenuto conto dei dati economici, patrimoniali e finanziari, riportati nei bilanci relativi agli esercizi 2021-2022 e in taluni casi 2023 o soltanto 2023;
- la valutazione è formulata alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e pertanto non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi futuri di natura straordinaria, inattesa e non prevedibile, né di eventi e condizioni, endogeni ed esogeni, successivi alla data di riferimento della valutazione (nuove normative eventualmente applicabili, variazioni della normativa fiscale, ecc.).

Limitazioni

- i dati e le informazioni fornite rimangono di esclusiva pertinenza e responsabilità di chi li ha forniti,

2. LA BASE INFORMATIVA

2.1 COSTITUZIONE ED APPREZZAMENTO DELLA BASE INFORMATIVA

Ai fini dello svolgimento dell'incarico si è fatto riferimento a dati ed informazioni provenienti da diverse tipologie di analisi condotte dal sottoscritto:

- ✓ analisi storica dei risultati contabili, economici e finanziari;
- ✓ analisi strategica, con riferimento al quadro macroeconomico e di settore;
- ✓ analisi dei mercati finanziari, con riferimento a banche dati per i Beta, rendimenti di portafoglio, tassi free-risk, misure storiche e prospettiche per l'ERP;
- ✓ analisi di informazioni patrimoniali, riferite agli asset materiali, a specifici intangibles, ad attività e passività finanziarie;
- ✓ analisi dei Piani Pluriennali formalizzati.

2.1.1 Dati

A seguito di specifica richiesta del sottoscritto le società, tutte o in parte, hanno fornito la seguente documentazione di supporto:

- bilanci depositati completi, relativi alle annualità 2020, 2021 e 2022;





- bilanci di verifica al 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022;
- situazione contabile provvisoria al 31.12.2023;
- visura camerale con elenco soci della società e delle eventuali controllate;
- breve descrizione e dati catastali degli immobili di proprietà delle società;
- perizie di valutazione e/o rivalutazioni di detti immobili;
- inventario in sede fallimentare.

Le informazioni relative all'analisi strategica, al quadro macroeconomico e di settore, sono state raccolte dal sottoscritto attraverso la fonte dei Commercialisti delle società.

In merito all'analisi dei mercati finanziari, e in particolare per il calcolo di Beta, rendimenti di portafoglio, misure storiche e prospettive dell'ERP (market premium), è stato fatto riferimento alla banca dati specializzata "Damodaran"⁵

Per la stima dei tassi finanziari di medio-lungo periodo si è fatto riferimento ai tassi applicati dai principali istituti di credito.

Per il costo dei capitali a debito sono stati assunti gli spread, associati al rating aziendale, applicati dai principali istituti di credito.

Gli aggiornamenti dei dati macroeconomici, di settore e finanziari assunti al fine della valutazione fanno riferimento a quelli disponibili alla data della valutazione.

2.1.2 Ipotesi

Le stime prospettive si fondano su ipotesi ed assunzioni che il sottoscritto ritiene, nel complesso, ragionevoli e giustificate.

A tale giudizio il sottoscritto è pervenuto dopo aver tenuto conto (PIV III.1.24):

- delle finalità per cui è stato redatto il piano (rappresentazione dello scenario più probabile o di quello medio atteso);
- della plausibilità dei risultati medio-normali attesi e quindi non condizionate al verificarsi di uno specifico scenario;
- i flussi prospettici contengono sia delle previsioni che delle proiezioni che il redattore si attende esisteranno e delle azioni che prevede di intraprendere, sulla base delle informazioni a sua disposizione⁶;

2.1.3 Peso assegnato ai vari tipi di informazioni

⁵ Banca dati pubblica relativa ad informazioni finanziarie quali "Beta", "ERP" (Equity Risk Premium), ecc., consultabile alla pagina <http://www.damodaran.com>.

⁶ L'QIV, nel citato Discussion Paper n. 1/21, pag. 9, definisce Previsioni quelle fondate su basi ragionevolmente obiettive tratte dal passato, dalle condizioni correnti di società comparabili e da fonti di previsione esterna, mentre sono Proiezioni quelle basate su assunzioni ipotetiche, ossia su ipotesi per le quali non esistano basi ragionevolmente obiettive tratte dal passato, dalle condizioni correnti di società comparabili e/o da fonti di previsione esterna. Nella maggior parte dei casi i piani prospettici esprimono sia previsione che proiezioni così che i flussi siano "misti" e quasi sempre non separabili. In tale caso l'esperto dovrà aggiustare il tasso di sconto al fine di riflettere i rischi che i flussi di risultato prospettici non considerano.



Al fine della valutazione è stata attribuita maggior peso alla informazione corrente, in quanto, alla luce dell'elevata incertezza delle stime previsionali, il sottoscritto ha preferito limitare il peso dell'informazione prospettica (PIV 1.5.5).

3. VALORI DI STIMA

3.1 Beni mobili

come risulta dall'inventario redatto dal Curatore della Procedura e dal Funzionario del Tribunale di Pesaro in data 12 dicembre 2023, "risultano dal registro dei cespiti ammortizzabili beni mobili di valore nullo che non vengono quindi inventariati".

Pertanto i predetti beni vengono stimati a valore zero.

3.2 Beni immobili

Si confermano le seguenti valutazioni fatte dal Geom. Franco Tonucci nella CTU del 28/02/2023 per il Concordato [REDACTED] (all. 2):

3.2.1 Immobile 1

Unità immobiliari ubicate in Comune di Vallefoglia, loc. Bottega ex Comune di Colbordolo, Via Nazionale n. 77/c

Complessivamente euro 488.000,00

3.2.2 Immobile 2

Magazzino per ricovero attrezzi, mezzi d'opera e negozio Loc. Bottega - Comune di Vallefoglia (PU) Ex Colbordolo, ubicato in via della Libertà

Complessivamente euro 85.000,00



3.2.3 Immobile 3

Area per deposito attrezzature in località Morciola Comune di Vallefoglia (PU) ex Colbordolo

Complessivamente euro 26.000,00

3.2.4 Immobile 4

Negozi, Ufficio e Magazzino ubicati in Comune di Fermignano (PU), Via Mazzini n. 5

Complessivamente euro 292.000,00

3.3 Beni mobili registrati_partecipazioni relative alle società:

3.3.1 [REDACTED] ed in Concordato Preventivo n. 6/2020, con sede in Pesaro, Via degli Abeti n. 7/A, C.F. 02077400410

Per quanto riguarda la società [REDACTED] Preventivo (all. 6), occorre preliminarmente rilevare che la valutazione dell'intera partecipazione, all'interno del bilancio della società [REDACTED] S.r.l. in Liquidazione e Fallimento, è pari ad euro 1,00. Il sottoscritto stimatore, vista la situazione contabile provvisoria al 31.12.2023 che presenta un Patrimonio Netto negativo per euro 5.565.593 e una perdita di esercizio pari ad euro 387.643, vista la stima del valore dei beni immobili, effettuata dal Geom. Franco Tonucci, pari ad Euro 3.801.100 a fronte di un valore a bilancio pari ad euro 4.320.710 con una minusvalenza latente pari ad euro 519.610, esprime la seguente valutazione del 99,60% della partecipazione: euro zero.





3.3.2

Pesaro

con sede in

Per quanto riguarda la società [redacted] (all. 7), occorre preliminarmente rilevare che la valutazione dell'intera partecipazione, all'interno del bilancio della società [redacted] Liquidazione e Fallimento, è pari ad euro 1,00 e che la stessa [redacted] vanta un credito per finanziamento soci infruttifero pari ad euro 308.228.

Il sottoscritto stimatore, vista la situazione contabile provvisoria al 31.12.2023 che presenta un Patrimonio Netto negativo per euro 123.056 e una perdita di esercizio pari ad euro 85.833, con beni immobili (terreni) di incerto valore, esprime la seguente valutazione del 50,00% della partecipazione: euro zero.

3.3.3

de

Tribunale di Pesaro con sentenza n. 16 depositata il 25.05.2021, Fall. N. 15/2021

Per quanto riguarda la società [redacted] (all. 8), occorre preliminarmente rilevare che la valutazione dell'intera partecipazione, all'interno del bilancio della società [redacted] e Fallimento, è pari ad euro 1,00 e che la stessa APA Group vanta un credito per finanziamento soci infruttifero pari ad euro 176.089. Il sottoscritto stimatore, vista la dichiarazione di Fallimento nonché viste le informazioni ricevute sia dal Curatore del [redacted] che confermano l'incapienza dell'attivo a pagare i creditori chirografari e tantomeno i postergati, esprime la seguente valutazione del 33,33% della partecipazione: euro zero.





3.3.4 Immobiliare Il Poggio S.r.l., con sede in Vallefoglia (PU), Fraz. Montecchio, Via Montefeltro n. 64, C.F. 01335770416

3.3.4.1 BILANCI STORICI

Nelle tabelle successive viene proposta la riclassificazione patrimoniale, economica e finanziaria dei bilanci relativi agli esercizi 2021/2022.

IMMOBILIARE IL POGGIO S.R.L.

Stato Patrimoniale a Liquidità ed Esigibilità

S.P.	Anni	2020		dic-21		dic-22	
		€	%	€	%	€	%
Liquidità Finanziarie		0	0,00%	605	0,02%	50.770	2,74%
Clienti e Crediti diversi		0	0,00%	108.904	5,27%	103.196	5,57%
Risconti attivi		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Magazzino		0	0,00%	1.954.640	94,69%	1.697.374	91,68%
Attivo Corrente		0	0,00%	2.064.149	100,00%	1.851.340	100,00%
Immobil. Materiali		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Fondi Ammortamento		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Immobil. Immateriali		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Immobil. Finanziarie		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Attivo Fisso		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
CAPITALE INVESTITO		0	0%	2.064.149	100%	1.851.340	100%
Debiti finanz. A breve		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Fornitori e Debiti div.		0	0,00%	497.944	24,12%	492.576	26,60%
Passivo Corrente		0	0,00%	497.944	24,12%	492.576	26,60%
Debiti Finanziari a ML		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Altri debiti a ML		0	0,00%	1.313.824	63,64%	1.313.825	70,96%
Passivo Consolidato		0	0,00%	1.313.824	63,64%	1.313.825	70,96%
Mezzi Propri		0	0,00%	252.381	12,22%	44.939	2,42%
TOTALE FONTI		0	0%	2.064.149	100%	1.851.340	100%





Conto economico

C.E.	ANNI	2020		dic-21		dic-22	
		€	%	€	%	€	%
Ricavi operativi netti		0	0%	0	0%	70.000	100%
Var. Rim. Prodotti e Semil.		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Acquisti Prodotto finito		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Lavori in Economia		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Valore della Produzione		0	0%	0	0%	70.000	100%
Var. Rim. Merci/Mat. Prime		0	0,00%	0	0,00%	-257.266	367,52 %
Acquisti Merci/Mat. Prime		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Costi vari per Servizi		0	0,00%	458.173	0,00%	20.095	28,70%
Lavorazioni Esterne		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Valore Aggiunto		0	0%	-458.173	0%	-207.361	-296%
Costo lavoro		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
M.O.L.		0	0%	-458.173	0%	-207.361	-296%
Ammortamenti materiali		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Ammortamenti immateriali		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Accantonamenti		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Risultato Operativo		0	0%	-458.173	0%	-207.361	-296%
Oneri Finanziari		0	0,00%	0	0,00%	80	0,11%
Proventi Finanziari		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Gestione Straordinaria		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Gestione non operativa		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Imposte		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Risultato Netto		0	0%	-458.173	0%	-207.441	-296%





3.3.4.2 I PIANI PREVISIONALI E LE RELATIVE ASSUMPTIONS

I bilanci previsionali sono stati sviluppati dalla Direzione aziendale, assumendo le seguenti ipotesi: la società dispone nell'attivo circolante, come beni merce, di terreni agricoli situati nel Comune di Vallefoglia (PU), distinti al NCEU al:

foglio 10 mapp. 112, seminativo, cl 01, ha-are-ca 600, redd. Dom. 3,72, Redd. Agr. 2,79
 foglio 10 mapp. 321, seminativo, cl 02, ha-are-ca 1825, redd. Dom. 8,95, Redd. Agr. 7,54
 foglio 10 mapp. 986, seminativo, cl 01, ha-are-ca 1253, redd. Dom. 7,77, Redd. Agr. 5,82

e nel Comune di Cattolica (RN), distinti al NCEU al:

foglio 2 mapp 4, seminativo, cl. 01, ha-are-ca 4164, redd. Dom. 33,33, Redd. Agr. 29,03
 foglio 2 mapp 546, seminativo, cl. 02, ha-are-ca 4, redd. Dom. 0,03, Redd. Agr. 0,03
 foglio 2 mapp 4271,
 foglio 2 mapp 4275, semin/arbor, cl. 02, ha-are-ca 14289, redd. Dom. 107,00, Redd. Agr. 88,56
 foglio 2 mapp 4278, seminativo, cl. 01, ha-are-ca 22443, redd. Dom. 179,66, Redd. Agr. 156,48
 foglio 2 mapp 4279, seminativo, cl. 01, ha-are-ca 8788, redd. Dom. 70,35, Redd. Agr. 61,27
 foglio 2 mapp 4280, seminativo, cl. 01, ha-are-ca 877, redd. Dom. 7,02, Redd. Agr. 6,11
 foglio 2 mapp 4281, seminativo, cl. 01, ha-are-ca 12, redd. Dom. 0,10, Redd. Agr. 0,08
 foglio 2 mapp 4282, seminativo, cl. 02, ha-are-ca 14960, redd. Dom. 100,44, Redd. Agr. 96,58
 foglio 2 mapp 4283, seminativo, cl. 02, ha-are-ca 603, redd. Dom. 4,05, Redd. Agr. 3,89
 foglio 2 mapp 4284, seminativo, cl. 02, ha-are-ca 1837, redd. Dom. 12,33, Redd. Agr. 11,86
 foglio 2 mapp 4285, seminativo, cl. 01, ha-are-ca 11697, redd. Dom. 93,64, Redd. Agr. 81,55
 foglio 2 mapp 4315, seminativo, cl. 01, ha-are-ca 27960, redd. Dom. 221,66, Redd. Agr. 196,06

per un valore a bilancio pari ad euro 1.697.374.

Dalle informazioni pervenute dal Consulente dell'azienda, non si disponendo del bilancio definitivo e/o provvisorio al 31.12.2023, nell'esercizio 2023 non si sono registrate vendite di terreni, ma solamente una entrata per locazione di euro 3.000, a fronte della quale si sono registrate sopravvenienze passive di circa 350.000 euro dovute ad un accertamento IMU svolto dal Comune di Cattolica e altre sopravvenienze passive per circa 33.530 euro dovute alla chiusura con adesione di un accertamento da parte dell'Agenzia delle Entrate. Pertanto la perdita attesa per l'esercizio chiuso al 31.12.2023 si dovrebbe attestare intorno ai 418.000 euro circa, con conseguente perdita dell'intero Patrimonio Netto. Tuttavia la società registra debiti per finanziamenti soci infruttiferi, postergati, per euro 1.139.966 che potrebbero essere utilizzati dai soci per coprire la perdita (in caso contrario, e in assenza di appositi versamenti, la società dovrebbe essere posta in liquidazione senza indugio).

I debiti per finanziamenti soci infruttiferi possono influenzare la valutazione di un'azienda in quanto rappresentano passività che devono essere restituite ai soci. Tuttavia, poiché tali finanziamenti non generano interessi o dividendi, possono essere considerati meno onerosi rispetto a debiti tradizionali. Nella valutazione d'azienda, potrebbero essere trattati in modo diverso in base alla politica finanziaria e alla strategia aziendale. In genere, vengono considerati come parte del capitale proprio piuttosto che come debiti a breve termine. La valutazione dell'azienda





Fallimento

[REDACTED]

Stima del valore dei beni materiali



dovrebbe tener conto di questi aspetti per fornire una visione accurata della situazione finanziaria complessiva. In questo caso, vista l'esuberanza dei versamenti soci (effettuati tutti nell'anno 2022 per euro 1.139.966 a fronte di una perdita di esercizio di euro 207.441 e a un patrimonio netto di euro 44.940) rispetto alle necessità, visto anche lo scopo della presente stima volta ad individuare il valore dei beni materiali ed immateriali appartenenti al Fallimento [REDACTED] Liquidazione, i predetti finanziamenti verranno considerati come facenti parte del Patrimonio Netto della società.

Nel corso dell'anno 2024 si dovrebbe perfezionare un accordo con il Comune di Cattolica che definirà l'accertamento IMU con probabile decurtazione delle sanzioni per circa 180.000 euro, che si rifletteranno in bilancio come sopravvenienza attiva. Tale accordo dovrebbe prevedere la cessione al Comune di Cattolica di terreni per il controvalore dell'imposta da pagare, salvo minusvalenze.

Pertanto la valutazione più corretta per la società in questione sarà commisurata al Patrimonio Netto.

3.3.4.3 SCELTA DELLE METODICHE E DEI CRITERI PIU' APPROPRIATI

La determinazione del valore economico del capitale aziendale può avvenire seguendo metodiche tra loro alternative oppure complementari, in particolare esistono tre **metodiche** (PIV 1.14.1):

- metodica del **costo**: si basa sulla stima dell'onere per sostituire o rimpiazzare l'attività oggetto di valutazione con una di utilità equivalente (PIV 1.17.1), attraverso il calcolo del costo di riproduzione o quello di rimpiazzo (quando non è possibile quello di ricostruzione) (PIV 1.17.2), alla luce dello stato di degrado (fisico, economico, funzionale) del bene alla data di valutazione (PIV 1.17.3). Tale metodica viene applicata alle valutazioni delle aziende attraverso il **criterio patrimoniale**;
- metodica dei **flussi di risultato attesi**: valuta la capacità dell'azienda di generare flussi di risultato nel futuro (PIV 1.16.1). Il valore è funzionale ai flussi finanziari o reddituali generabili nell'arco della vita utile residua, tenendo conto della loro distribuzione nel tempo e del grado di incertezza sulla loro manifestazione futura (PIV 1.16.1). Aggiungono al valore di natura patrimoniale, una componente immateriale cioè il valore attuale degli extraredditi in eccesso rispetto alla normale remunerazione del patrimonio netto tangibile (PIV III.1.11). Tale metodica viene applicata alle valutazioni delle aziende attraverso il **criterio reddituale** e quello **finanziario**;
- metodica di **mercato**: si fonda sulla comparazione con attività simili per le quali esistono indicazioni significative di prezzi recenti (PIV 1.15.1) formati in condizioni normali di mercato e che non includano valori o sinergie speciali (anche PIV III.1.11). Tale metodica viene applicata alle valutazioni delle aziende attraverso il **criterio comparativo**;

e cinque **criteri** di valutazione (PIV III.1.11):

- ✓ **patrimoniale**: si riferisce alla metodica del costo. Con il criterio patrimoniale il valore dell'azienda viene determinato in funzione del suo patrimonio; in particolare viene individuato il valore del patrimonio netto aziendale risultante dalla distinta stima a valori





correnti delle singole attività e passività alla data di riferimento (PIV III.1.28). Con il "metodo patrimoniale complesso" vengono valorizzate anche le immobilizzazioni immateriali, orientando a valutazione alle correnti di reddito atteso che si reputa siano in grado di produrre l'azienda;

- ✓ **reddituale**: le valutazioni reddituali sono basate sulla capitalizzazione di flussi di reddito distribuibile di lungo periodo ad un opportuno tasso di valutazione (PIV III.3.31). Le valutazioni reddituali sono in assoluto preferibili nelle situazioni aziendali stabilizzate (PIV III.3.32);
- ✓ **creazione del valore**: si tratta di metodiche miste tra quella del "costo" e quella dei "risultati attesi", quindi una sintesi tra criterio patrimoniale e quello reddituale. Sono riconducibili a valutazioni reddituali, e mettono in risalto l'entità del valore creato rispetto ai mezzi propri investiti nell'azienda (PIV III.1.35). Includono il **metodo misto patrimoniale reddituale (UEC)** e l'**E.V.A.** Si applica un metodo misto quando si desidera contemperare la prospettiva redditualistica con quella patrimonialistica, cioè la razionalità ipotetica derivante dalla prima impostazione concettuale con la maggior concretezza e verificabilità delle determinazioni risultanti dalla seconda. Il metodo **Uec** mira ad attribuire all'avviamento un valore autonomo che riflette la definizione stessa di avviamento quale sistema di condizioni produttive immateriali – possedute in maggiori o in migliori qualità – che generano un soprareddito rispetto a quello prodotto dalle altre imprese del settore;
- ✓ **finanziari**: sono valutazioni che si basano sull'attualizzazione dei flussi monetari e quindi richiedono la disponibilità di un *business plan* (PIV III.1.35). Le valutazioni di tipo finanziario (D.C.F.) sono le più adatte nelle situazioni aziendali caratterizzate da fattori evolutivi che generano risultati variabili nel tempo, o per mettere in risalto variazioni consistenti nel capitale circolante;
- ✓ **comparativi**: si riferisce alla metodica di mercato. In genere si basa sull'applicazione di multipli di indicatori economici o patrimoniali. Attraverso premi e sconti si può ricondurre alla unità di valutazione oggetto di stima, un prezzo osservato sul mercato relativo ad una diversa unità di valutazione (PIV 1.15.3). Criticità di tale criterio sono, ad esempio la confrontabilità del campione di aziende di riferimento e la regressione statistica con cui si collega il moltiplicatore con i driver sottostanti (PIV III.1.38). Inoltre, hanno diversa valenza i multipli desunti da società quotate confrontabili o quelli derivanti da transazioni comparabili (PIV III.1.40). Nel primo caso si deve tenere conto dell'influenza della liquidità del titolo, e nel secondo caso dei premi per il controllo o degli sconti per scarsa liquidità: in generale una transazione di una società quotata è poco adatta per società non quotate senza adeguati correttivi (PIV III.1.40).

La prassi include anche **metodi empirici**, il cui uso dovrebbe normalmente essere evitato (PIV III.1.11), per cui non sono stati presi in considerazione dal sottoscritto⁷.

La scelta dei metodi di valutazione da adottare dipende dalle finalità della stima, dalle caratteristiche dell'azienda, dalle proprietà dei diversi metodi, dalla qualità della base

⁷ E. FUSA – G. GUATRI "La valutazione del capitale economico dell'impresa", Ed. Il Sole 24 Ore S.p.a., Milano, 1999, pag. 6: "Le valutazioni empiriche, a differenza di quelle analitiche basate su dimostrazioni razionali, si ottengono attraverso l'applicazione di parametri e formule che traggono origine dall'osservazione del mercato. Proprio per questo motivo, hanno una valenza pratica solo in presenza di frequenti ed omogenee transazioni".



informativa, dall'estensione dell'analisi fondamentale che è stato possibile esperire (PIV III.1), dalla configurazione di valore ricercata (PIV III.1.16).

E' necessario evitare l'uso di un numero ingiustificato di metodi, sia la combinazione di procedimenti contraddittori (PIV III.1.16). Soprattutto evitare di attribuire uguale valenza ad un numero consistente di metodi o di varianti, specie se sono strutturalmente differenti e conducono a risultati differenti (PIV III.1.16).

E' invece molto diffusa la prassi di associare ad un metodo principale di valutazione, un secondo metodo che assume la valenza di metodo di confronto e controllo (PIV I.14.1) o anche più metodi di controllo (PIV III.1.16).

Quando la base informativa è limitata si può anche scegliere un solo metodo (PIV III.1.16).

Se possibile, sarebbe preferibile utilizzare un metodo fondato sui flussi di risultato ed un metodo basato su una stima comparativa di mercato (PIV III.1.16). Se si utilizza il **metodo patrimoniale complesso**, può essere utile coniugarlo con un metodo patrimoniale-redдитuale in modo da controllare il valore attribuito ai beni immateriali specifici (PIV III.1.28).

Le valutazioni aziendali possono essere di tipo **equity side** (determinano direttamente il Capitale netto), o **asset side** (determinano il Capitale operativo investito, senza quindi considerare l'indebitamento finanziario) (PIV III.1.15).

In particolare:

- le valutazioni *Equity side* considerano flussi di reddito, o flussi finanziari, disponibili per i soci, ed adottano il tasso equivalente al "costo opportunità del capitale di rischio" (**k**); oppure considerano multipli del patrimonio netto o di flussi di risultato per gli azionisti (*unlevered*);

- le valutazioni *Asset side* considerano flussi di reddito, o flussi finanziari, disponibili per l'impresa come se non fosse indebitata, ed adottano come tasso il "costo medio ponderato del capitale" (**w.a.c.c.**); oppure considerano multipli del capitale operativo oppure di flussi di risultato per il complesso aziendale *unlevered* (PIV III.1.15). Al valore del "Capitale operativo investito" determinato con i metodi *Asset Side* va sottratto il valore di mercato delle passività di natura finanziaria (PIV III.1.49), in modo da ottenere il valore del "Capitale proprio". Nella prassi si è soliti sottrarre il valore della "posizione finanziaria netta" alla data di riferimento della valutazione.

Le valutazioni *Asset side* sono preferibili (III.1.15). Accertarsi che le due valutazioni conducano a risultati coerenti (III.1.15).

3.3.4.4 Identificazione dei principali fattori di rischio

I principali fattori di rischio legati alla presente stima sono così sintetizzabili:

- le limitazioni alla base informativa sono già state illustrate paragrafo 1.4.2;
- i rischi legati alle **condizioni ipotetiche** e/o **ipotesi speciali** e/o **ipotesi sensibili** sono già state illustrate paragrafo 1.5;
- scarsa liquidità della quota di partecipazione in oggetto;

Le modalità più idonee per il trattamento dei suddetti rischi sono state individuate nel prevedere un opportuno sconto, vedasi paragrafo 3.3.4.6.



3.3.4.5 Individuazione dei metodi e dei criteri più appropriati

La dottrina aziendalistica e la prassi professionale concordano nel ritenere che la valutazione di un'azienda costituisca un problema complesso che richiede l'analisi di diversi fattori tra cui: le finalità per le quali la valutazione viene effettuata, le specificità relative all'azienda oggetto di stima, le informazioni disponibili, il variare e il combinarsi delle possibili configurazioni che i suddetti profili assumono, influenzano la scelta dei criteri che l'esperto riterrà più appropriati al caso in esame.

Per la stima del valore economico del capitale della società **Immobiliare Il Poggio S.r.l.** è stato scelto il **metodo Patrimoniale semplice**, in quanto, nell'azienda oggetto di valutazione è prevalente la componente patrimoniale rispetto a quella reddituale, ovvero si limita a detenere attività reali e in quanto attualmente l'azienda genera risultati economici negativi.

3.3.4.6 Applicazione di premi e sconti

Poiché oggetto della presente valutazione non è l'intero complesso aziendale, ma una quota di minoranza della compagine sociale, è stata valutata l'opportunità di prevedere un adeguato sconto da applicarsi sul valore economico del capitale, sulla base del grado di controllo e di liquidità della quota di partecipazione (PIV III.3.5).

Tale sconto è stato quantificato nel 10 per cento in quanto la quota:

- non garantisce il controllo gestionale e strategico dell'azienda.
- ha minore negoziabilità futura, non trattandosi di pacchetto di controllo.

Come raccomandato dai PIV (III.2.4) si è tenuto conto delle ridotte dimensioni aziendali.

METODO PATRIMONIALE

Pertanto, dall'applicazione del **metodo Patrimoniale** si perviene alla seguente valutazione dell'azienda:

METODO PATRIMONIALE SEMPLICE	
ATTIVITA'	1.854.340
Immobilizzazioni Materiali	0
Immobilizzazioni Immateriali	0
Immobilizzazioni Finanziarie	0
Rimanenze Magazzino	1.697.374
Disponibilità e liquidità	156.966
Effetto fiscale minusvalenze	0
PASSIVITA'	946.106
Debiti a M/L non onerosi	70.000
Debiti a M/L onerosi	0
Fondi spese e rischi	0





Debiti correnti non onerosi	876.106
Debiti correnti onerosi	0
Fiscalità latente su plusvalenze	0
VALORE AZIENDALE	€ 908.234
Quota % di partecipazione da valutare	45,00%
Sconto minoranza	10,00%
VALORE DELLA QUOTA	€ 367.835

Per quanto riguarda la **società Immobiliare Il Poggio S.r.l. (all. 9)**, occorre preliminarmente rilevare che la valutazione dell'intera partecipazione, all'interno del bilancio della società APA Group S.r.l. in Liquidazione e Fallimento, è pari ad euro 123.484, e che la stessa APA Group vanta un credito per finanziamento soci infruttifero pari ad euro 512.352. **Pertanto, alla luce del lavoro svolto utilizzando le metodologie esplicitate, sulla base dei valori e dei parametri sopra illustrati e tenuto conto delle ipotesi e limitazioni evidenziate, il valore economico di una quota di partecipazione del 45% nel capitale della IMMOBILIARE IL POGGIO S.R.L. AL 31.12.2023 è stimato in € 367.000 (EURO TRECENTOESSANTASETTEMILA/00).**

3.3.4.7 Coerenza della scelta effettuata

La scelta del metodo **patrimoniale semplice**, è innanzitutto coerente con la configurazione di valore ricercata, il valore intrinseco, e con le caratteristiche proprie dell'azienda (risultati economici negativi).

Lo stesso dicasi per le finalità della stima, in quanto trattasi di un metodo che meglio si coniuga con la determinazione del valore dei beni patrimoniali aziendali.



3.3.5 Blu Arena S.r.l., con sede in Pesaro, Via degli Abeti n. 7, C.F. 02375050412

3.3.5.1 Cenni storici ed evoluzione

La società Blu Arena S.r.l. nasce nell'anno 2009 e si è sempre occupata di gestione alberghiera, precisamente dell'Hotel Blu Arena, sito nel Comune di Vallefoglia (PU), Via Giacometti n. 2

Evoluzione della società

Nel corso degli anni l'attività si è evoluta e la società si è consolidata.

Offerta

Il Blu Arena Hotel dispone di 58 camere Standard, 4 camere Superior, 5 camere Family Suites doppie comunicanti e 4 Suites composte da doppio ambiente con camera matrimoniale, living room e vasca idromassaggio.



Il Blu Arena Hotel è situato a ridosso della zona industriale del distretto del mobile e della meccanica, a pochissimi chilometri dalla Vitfrigo Arena, teatro di eventi sportivi e convention aziendali, dall'autodromo di Misano Adriatico dove si svolgono gare valide per i campionati mondiali di auto e moto e dalla Riviera Marchigiana e Romagnola.





3.3.5.2 Il listino prezzi

Listino prezzi 2023

Prezzo a camera al giorno, trattamento di pernottamento e prima colazione

Camera doppia uso singola	€ 60,00	€90,00
Camera singola	€ 55,00	€80,00
Camera doppia standard	€ 75,00	€120,00
Camera doppia superior	€ 90,00	€140,00
Camera tripla	€100,00	€160,00
Family suite		
2 camere doppie comunicanti con doppi servizi	€130,00	€190,00
Suite		
Con vasca idromassaggio e doppio ambiente	€130,00	€250,00

3.3.5.3 Analisi strategica, fattori competitivi e posizionamento

Fattori critici di successo nel settore in cui opera l'azienda sono la localizzazione, la relazione con i clienti, il rapporto qualità/prezzo, la comunicazione, l'innovazione, la flessibilità e le sinergie con la



I principali **fattori di rischio** sono costituiti da fattori geo-politici e sanitari che possono influenzare lo spostamento delle persone. Il loro presumibile **effetto** sarà quello del calo di fatturato e/o della riduzione dei margini.

3.3.5.4 I bilanci storici

Nelle tabelle successive viene proposta la riclassificazione economica, patrimoniale e finanziaria dei bilanci relativi agli esercizi 2021/2023. L'analisi di tali bilanci verrà effettuata nel paragrafo 3.3.5.6.

Conto economico

C.E.	ANNI	dic-21		dic-22		dic-23	
		€	%	€	%	€	%
Ricavi operativi netti		880.454	100%	1.088.791	100%	1.078.401	100%
Var. Rim. Prodotti e Semil.		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Acquisti Prodotto finito		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Lavori in Economia		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Valore della Produzione		880.454	100%	1.088.791	100%	1.078.401	100%
Var. Rim. Merci/Mat. Prime		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Acquisti Merci/Mat. Prime		1.663	0,18%	1.209	0,11%	50.530	4,68%
Costi vari per Servizi		480.788	54,60%	530.640	48,73%	312.913	29,01%
Lavorazioni Esterne		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Valore Aggiunto		398.003	45%	556.942	51%	714.957	66%
Costo lavoro		291.355	33,09%	345.659	31,74%	305.220	28,30%
M.O.L.		106.648	12%	211.283	19%	409.737	37%
Ammortamenti materiali		10.187	1,15%	17.079	1,56%	18.491	1,71%
Ammortamenti immateriali		55.005	6,24%	1.941	0,17%	957	0,08%
Accantonamenti		256	0,02%	283	0,02%	36.107	3,34%
Risultato Operativo		41.200	4%	191.980	17%	354.182	32%
Oneri Finanziari		109	0,01%	98	0,008%	177	0,01%
Proventi Finanziari		0	0,00%	238	0,02%	0	0,00%
Gestione Straordinaria		0	0,00%	0	0,00%	-244.578	-22,67%
Gestione non operativa		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Imposte		566	0,06%	58.740	5,39%	48.274	4,47%
Risultato Netto		40.525	4%	133.380	12%	61.153	5%





Stato Patrimoniale a Liquidità ed Esigibilità

S.P.	Anni	dic-21		dic-22		dic-23	
		€	%	€	%	€	%
Liquidità Finanziarie		505.143	57.10%	771.632	50.60%	543.767	33,81%
Clienti e Crediti diversi		201.052	22.72%	489.188	32.08%	898.427	55,87%
Risconti attivi		5.860	0,66%	5.108	0,33%	12.308	0,76%
Magazzino		0	0,00%	0	0,00%	-8.690	-0,54%
Attivo Corrente		712.055	80,49%	1.265.928	83,01%	1.445.812	89,91%
Immobil. Materiali		169.165	19,12%	178.427	11,70%	286.172	17,79%
Fondi Ammortamento		0	0,00%	0	0,00%	124.556	7,74%
Immobil. Immateriali		3.258	0,36%	1.316	0,08%	358	0,02%
Immobil. Finanziarie		150	0,01%	79.200	5,19%	150	932,87%
Attivo Fisso		172.573	19,50%	258.943	16,98%	162.125	10,08%
CAPITALE INVESTITO		884.628	100%	1.524.871	100%	1.607.937	100%
Debiti finanz. A breve		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Fornitori e Debiti div.		514.477	58,15%	1.022.297	67,04%	224.757	13,97%
Passivo Corrente		514.477	58,15%	1.022.297	67,04%	224.757	13,97%
Debiti Finanziari a ML		0	0,00%	0	0,00%	2	124,38%
Altri debiti a ML		113.732	12,85%	112.777	7,39%	932.227	57,97%
Passivo Consolidato		113.732	12,85%	112.777	7,39%	932.229	57,97%
Mezzi Propri		256.419	28,98%	389.797	25,56%	450.951	28,04%
TOTALE FONTI		884.628	100%	1.524.871	100%	1.607.937	100%





Rendiconto Finanziario

Positivi=Fonti (Negativi)=Impieghi	dic-21	dic-22	dic-23
SALDO FINANZIARIO INIZIALE A BREVE	-	505.143	771.632
M.O.L. (EBITDA)	-	211.283	409.737
(+) Saldo Gestione Finanziaria	-	140	-177
(-) Imposte d'Esercizio	-	-12.088	-48.274
(+) Saldo Altre Gestioni Extra-Character.	-	0	4.139
(+) Accantonamento T.F.r.	-	27.538	27.200
(-) Utilizzo Fondi di Accantonamento	-	-15.626	763.757
= CASH FLOW POTENZIALE	-	211.247	1.156.383
Crediti Commerciali	-	-283	-305.187
Magazzino Netto	-	0	8.690
Altri Crediti Operativi	-	-287.384	-396.077
= Variazione Attivo Circolante	-	-287.667	-692.574
Debiti Commerciali	-	0	68.759
Altri Debiti Operativi	-	448.301	-837.806
= Variazione Passivo Circolante	-	448.301	-769.047
= VARIAZIONE C.C.N. OPERATIVO	-	160.634	-1.461.621
Immobilizzazioni Materiali e Immateriali	-	-9.262	-107.745
Immobilizzazioni Finanziarie	-	-79.050	79.050
Disinvestimenti	-	-17.078	106.065
= CASH FLOW ATTIVITA' INVESTIMENTO	-	-105.390	77.369
Rimborso Finanziamenti e altri Debiti a M/L	-	0	0
Erogazione dividendi	-	-2	0
= FABBISOGNO FINANZIARIO	-	266.489	-227.868
Accensione Mutui e Finanziamenti M/L	-	0	2
Variazione Capitale e Riserve	-	0	1
= SALDO FINANZIARIO NETTO ESERCIZIO	-	266.489	-227.865
SALDO FINANZIARIO FINALE A BREVE	-	771.632	543.766





3.3.5.5 I PIANI PREVISIONALI E LE RELATIVE ASSUMPTIONS

I bilanci previsionali sono stati sviluppati dalla Direzione aziendale, assumendo le seguenti ipotesi:

FATTURATI

I fatturati sono stati calcolati sulla base delle seguenti ipotesi:

I piani finanziari sono stati elaborati supponendo delle dilazioni medie concesse ai clienti pari a ..

Fatturato previsionale

Anni	Storico	Previsionali				
	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Categorie	€ Mix	€ Var./Mix	€ Var./Mix	€ Var./Mix	€ Var./Mix	€ Var./Mix
	0	0	0	0	0	0
ALBERGO	-927%	0% / -918%	0% / -909%	0% / -900%	0% / -891%	0% / -882%
Totali	1.078.403	1.089.187 1,00%	1.100.078 0,99%	1.111.079 0,99%	1.122.190 0,99%	1.133.412 0,99%

I PIANI PREVISIONALI

Nelle tabelle successive viene proposta la riclassificazione economica, patrimoniale e finanziaria dei Piani previsionali relativi agli esercizi 2024-2028, costruiti assumendo le suddette ipotesi. L'analisi di tali bilanci verrà effettuata nel paragrafo 3.3.5.6.





Conto economico

	Anni	Storico 2023	Previsionali				
			2024	2025	2026	2027	2028
Ricavi operativi netti		1.078.401	1.089.185	1.100.076	1.111.077	1.122.188	1.133.410
Var. Rim. Prodotti e Semil.		0	0	0	0	0	0
Acquisti Prodotto finito		0	-5	0	0	0	0
Lavori in Economia		0	0	0	0	0	0
Valore della Produzione		1.078.401	1.089.185	1.100.076	1.111.077	1.122.188	1.133.410
Var. Rim. Merci/Mat. Prime		0	0	0	0	0	0
Acquisti Merci/Mat. Prime		50.530	55.000	57.500	59.000	61.200	63.750
Costi vari per Servizi		312.913	559.977	577.828	596.254	615.271	634.900
Lavorazioni Esterne		0	0	0	0	0	0
Valore Aggiunto		714.957	474.207	464.747	455.823	445.716	434.759
Costo lavoro		305.220	308.272	311.354	314.468	317.613	320.789
M.O.L.		409.737	165.935	153.393	141.355	128.103	113.970
Ammortamenti materiali		18.491	24.817	24.817	24.817	24.817	23.747
Ammortamenti immateriali		957	51	51	51	51	51
Accantonamenti		36.107	0	0	0	0	0
Risultato Operativo		354.182	141.066	128.524	116.486	103.235	90.171
Oneri Finanziari		177	182	187	193	199	205
Proventi Finanziari		0	6.009	7.583	8.336	8.882	9.548
Gestione Straordinaria		-244.578	0	0	0	0	0
Gestione non operativa		0	0	0	0	0	0
Imposte		48.274	41.473	38.423	34.858	30.688	26.926
Risultato Netto		61.153	105.420	97.497	89.770	81.230	72.588





Stato Patrimoniale

Anni	Storica 2023	Previsionali				
		2024	2025	2026	2027	2028
Liquidità Finanziarie	543.767	1.401.544	1.557.665	1.706.328	1.846.703	1.972.532
Clienti e Crediti diversi	898.427	126.859	124.602	121.521	121.102	122.318
Risconti attivi	12.308	12.308	12.308	12.308	12.308	12.308
Magazzino	-8.690	-8.690	-8.690	-8.690	-8.690	-8.690
ATTIVO CORRENTE	1.445.812	1.532.022	1.685.886	1.831.468	1.971.423	2.098.468
Immobil. Materiali	286.172	286.172	286.172	286.172	286.172	286.172
Fondi Ammortamento	124.556	149.373	174.190	199.007	223.825	247.572
Immobil. Immateriali	358	307	255	204	153	102
Immobil. Finanziarie	150	150	150	150	150	150
ATTIVO FISSO	162.125	137.256	112.388	87.519	62.651	38.852
CAPITALE INVESTITO	1.607.937	1.669.278	1.798.274	1.918.987	2.034.074	2.137.321
Debiti finanz. A breve	0	0	0	0	0	0
Fornitori e Debiti div.	224.757	153.206	156.957	159.876	165.428	167.498
PASSIVO CORRENTE	224.757	153.206	156.957	159.876	165.428	167.498
Debiti Finanziari a ML	2	2	2	2	2	2
Altri debiti a ML	932.227	959.699	987.445	1.015.469	1.043.774	1.072.361
PASSIVO CONSOLIDATO	932.229	959.701	987.447	1.015.471	1.043.776	1.072.363
MEZZI PROPRI	450.951	556.371	653.868	743.639	824.870	897.458
TOTALE FONTI	1.607.937	1.669.278	1.798.274	1.918.987	2.034.074	2.137.321



MALE

RENDICONTO FINANZIARIO

Positivi=Fonti	(Negativi)= Impieghi	2024	2025	2026	2027	2028
SALDO FINANZIAR. INIZIALE A BREVE		543.767	1.401.544	1.557.665	1.706.328	1.846.703
M.O.L. (EBITDA)		165.935	153.393	141.355	126.103	113.970
(+) Saldo Gestione Finanziaria		5.827	7.396	8.142	8.683	9.342
(-) Imposte d'Esercizio		-41.473	-38.423	-34.858	-30.688	-26.926
(+) Saldo Altre Gestioni Extra-Character.		0	0	0	0	0
(+) Accantonamento T.I.r.		27.472	27.746	28.024	28.304	28.587
(-) Utilizzo Fondi di Accantonamento		0	0	0	0	0
= CASH FLOW POTENZIALE		157.761	150.112	142.663	134.403	124.974
Crediti Commerciali		-98.134	-1.195	-1.207	419	-1.215
Magazzino Netto		0	0	0	0	0
Altri Crediti Operativi		869.701	3.453	4.288	0	
= Variazione Attivo Circolante		771.567	2.257	3.080	419	-1.215
Debiti Commerciali		-53.661	686	411	377	690
Altri Debiti Operativi		-17.889	3.065	2.506	5.175	1.380
= Variazione Passivo Circolante		-71.550	3.751	2.918	5.552	2.070
= VARIAZIONE C.C.N. OPERATIVO		700.016	6.008	5.999	5.971	854
Immobilizzazioni Materiali e Immateriali					-9	
Immobilizzazioni Finanziarie		0	0	0	0	0
Disinvestimenti		0	0	0	0	0
= CASH FLOW ATTIVITA' INVESTIMENTO					-9	
FREE CASH FLOW		857.777	156.121	148.662	140.374	125.829
Rimborso Finanziamenti e altri debiti a M/L		0	0	0	0	0
Erogazione dividendi			0	0	0	0
= FABBISOGNO FINANZIARIO		857.777	156.121	148.662	140.374	125.829
Accensione Mutui e Finanziamenti M/L		0	0	0	0	0
Variazione Capitale e Riserve		0	-5		-6	-1-1
= SALDO FINANZIARIO NETTO ESERCIZIO		857.777	156.121	148.662	140.374	125.829
SALDO FINANZIARIO FINALE A BREVE		1.401.544	1.557.665	1.706.328	1.846.703	1.972.532



3.3.5.6 L'ANALISI DEI BILANCI

Nelle tabelle successive vengono evidenziati i principali indici di bilancio patrimoniali e finanziari.

Indici patrimoniali e finanziari

INDICI	ANNI		
	dic-21	dic-22	dic-23
I. Complessivo copert. Immobil. Fonti permanti/Attivo Immobilizz.	2,14	1,94	8,53
I. Autocopertura Immobilizzaz. Mezzi propri/Attivo Immobilizzato	1,48	1,50	2,78
Debt Equity ratio Capitale di terzi/Mezzi propri	2,44	2,91	2,56
Current ratio Attivo Circol./Passivo Circol.	1,38	1,23	6,43
Quick ratio [Liq.Immed.+Liq. Diff.]/Pass.Circol.	1,37	1,23	6,17
Indice di Altman	5,60	5,78	10,24
Durata media dei crediti v/clienti	0	0	5
Giacenza media del magazzino (gg)	0	0	0
Durata media debiti v/fornitori	309	522	125
Cash flow	105.563	152.683	116.708
Indebitam. Finanz. Netto Compl.*	-505.143	-771.632	-543.765
Posizione Finanziaria Netta**	505.143	771.632	543.765

*L'"Indebitamento finanziario netto complessivo" è pari alla somma di tutti i debiti finanziari al netto di tutti i crediti finanziari.

**La composizione della PFN è esplicitata nelle tabelle precedenti.

3.3.5.7. Analisi delle metodiche disponibili

La determinazione del valore economico del capitale aziendale può avvenire seguendo metodiche tra loro alternative oppure complementari. In particolare esistono tre **metodiche** (PIV 1.14.1):



- metodica del **costo**: si basa sulla stima dell'onere per sostituire o rimpiazzare l'attività oggetto di valutazione con una di utilità equivalente (PIV 1.17.1), attraverso il calcolo del costo di riproduzione o quello di rimpiazzo (quando non è possibile quello di ricostruzione) (PIV 1.17.2), alla luce dello stato di degrado (fisico, economico, funzionale) del bene alla data di valutazione (PIV 1.17.3). Tale metodica viene applicata alle valutazioni delle aziende attraverso il **criterio patrimoniale**;
- metodica dei **flussi di risultato attesi**: valuta la capacità dell'azienda di generare flussi di risultato nel futuro (PIV 1.16.1). Il valore è funzionale ai flussi finanziari o reddituali generabili nell'arco della vita utile residua, tenendo conto della loro distribuzione nel tempo e del grado di incertezza sulla loro manifestazione futura (PIV 1.16.1). Aggiungono al valore di natura patrimoniale, una componente immateriale cioè il valore attuale degli extraredditi in eccesso rispetto alla normale remunerazione del patrimonio netto tangibile (PIV III.1.11). Tale metodica viene applicata alle valutazioni delle aziende attraverso il **criterio reddituale** e quello **finanziario**;
- metodica di **mercato**: si fonda sulla comparazione con attività simili per le quali esistono indicazioni significative di prezzi recenti (PIV 1.15.1) formati in condizioni normali di mercato e che non includano valori o sinergie speciali (anche PIV III.1.11). Tale metodica viene applicata alle valutazioni delle aziende attraverso il **criterio comparativo**;

e cinque **criteri** di valutazione (PIV III.1.11):

- ✓ **patrimoniale**: si riferisce alla metodica del costo. Con il criterio patrimoniale il valore dell'azienda viene determinato in funzione del suo patrimonio; in particolare viene individuato il valore del patrimonio netto aziendale risultante dalla distinta stima a valori correnti delle singole attività e passività alla data di riferimento (PIV III.1.28). Con il "metodo patrimoniale complesso" vengono valorizzate anche le immobilizzazioni immateriali, orientando a valutazione alle correnti di reddito atteso che si reputa siano in grado di produrre l'azienda;
- ✓ **reddituale**: le valutazioni reddituali sono basate sulla capitalizzazione di flussi di reddito distribuibile di lungo periodo ad un opportuno tasso di valutazione (PIV III.3.31). Le valutazioni reddituali sono in assoluto preferibili nelle situazioni aziendali stabilizzate (PIV III.3.32);
- ✓ **creazione del valore**: si tratta di metodiche miste tra quella del "costo" e quella dei "risultati attesi", quindi una sintesi tra criterio patrimoniale e quello reddituale. Sono riconducibili a valutazioni reddituali, e mettono in risalto l'entità del valore creato rispetto ai mezzi propri investiti nell'azienda (PIV III.1.35). Includono il **metodo misto patrimoniale reddituale (UEC)** e l'**E.V.A.** Si applica un metodo misto quando si desidera contemperare la prospettiva redditualistica con quella patrimonialistica, cioè la razionalità ipotetica derivante dalla prima impostazione concettuale con la maggior concretezza e verificabilità delle determinazioni risultanti dalla seconda. Il metodo **Uec** mira ad attribuire all'avviamento un valore autonomo che riflette la definizione stessa di avviamento quale sistema di condizioni produttive immateriali – possedute in maggiori o in migliori qualità – che generano un soprareddito rispetto a quello prodotto dalle altre imprese del settore;
- ✓ **finanziari**: sono valutazioni che si basano sull'attualizzazione dei flussi monetari e quindi richiedono la disponibilità di un *business plan* (PIV III.1.35). Le valutazioni di tipo finanziario (D.C.F.) sono le più adatte nelle situazioni aziendali caratterizzate da fattori evolutivi che generano risultati variabili nel tempo, o per mettere in risalto variazioni consistenti nel capitale circolante;





- ✓ **comparativi**: si riferisce alla metodica di mercato. In genere si basa sull'applicazione di multipli di indicatori economici o patrimoniali. Attraverso premi e sconti si può ricondurre alla unità di valutazione oggetto di stima, un prezzo osservato sul mercato relativo ad una diversa unità di valutazione (PIV 1.15.3). Criticità di tale criterio sono, ad esempio la confrontabilità del campione di aziende di riferimento e la regressione statistica con cui si collega il moltiplicatore con i driver sottostanti (PIV III.1.38). Inoltre, hanno diversa valenza i multipli desunti da società quotate confrontabili o quelli derivanti da transazioni comparabili (PIV III.1.40). Nel primo caso si deve tenere conto dell'influenza della liquidità del titolo, e nel secondo caso dei premi per il controllo o degli sconti per scarsa liquidità: in generale una transazione di una società quotata è poco adatta per società non quotate senza adeguati correttivi (PIV III.1.40).

La prassi include anche **metodi empirici**, il cui uso dovrebbe normalmente essere evitato (PIV III.1.1), per cui non sono stati presi in considerazione dal sottoscritto⁸.

La scelta dei metodi di valutazione da adottare dipende dalle finalità della stima, dalle caratteristiche dell'azienda, dalle proprietà dei diversi metodi, dalla qualità della base informativa, dall'estensione dell'analisi fondamentale che è stato possibile esperire (PIV III.1), dalla configurazione di valore ricercata (PIV III.1.16).

E' necessario evitare l'uso di un numero ingiustificato di metodi, sia la combinazione di procedimenti contraddittori (PIV III.1.16). Soprattutto evitare di attribuire uguale valenza ad un numero consistente di metodi o di varianti, specie se sono strutturalmente differenti e conducono a risultati differenti (PIV III.1.16).

E' invece molto diffusa la prassi di associare ad un metodo principale di valutazione, un secondo metodo che assume la valenza di metodo di confronto e controllo (PIV 1.14.1) o anche più metodi di controllo (PIV III.1.16).

Quando la base informativa è limitata si può anche scegliere un solo metodo (PIV III.1.16).

Se possibile, sarebbe preferibile utilizzare un metodo fondato sui flussi di risultato ed un metodo basato su una stima comparativa di mercato (PIV III.1.16). Se si utilizza il **metodo patrimoniale complesso**, può essere utile coniugarlo con un metodo patrimoniale-reddituale in modo da controllare il valore attribuito ai beni immateriali specifici (PIV III.1.28).

Le valutazioni aziendali possono essere di tipo **equity side** (determinano direttamente il Capitale netto), o **asset side** (determinano il Capitale operativo investito, senza quindi considerare l'indebitamento finanziario) (PIV III.1.15).

In particolare:

- le valutazioni *Equity side* considerano flussi di reddito, o flussi finanziari, disponibili per i soci, ed adottano il tasso equivalente al "costo opportunità del capitale di rischio" (k); oppure considerano multipli del patrimonio netto o di flussi di risultato per gli azionisti (*unlevered*);

⁸ E. FUSA - G. GUATRI "La valutazione del capitale economico dell'impresa", Ed. Il Sole 24 Ore S.p.a., Milano, 1999, pag. 6: "Le valutazioni empiriche, a differenza di quelle analitiche basate su dimostrazioni razionali, si ottengono attraverso l'applicazione di parametri e formule che traggono origine dall'osservazione del mercato. Proprio per questo motivo, hanno una valenza pratica solo in presenza di frequenti ed omogenee transazioni".





- le valutazioni *Asset side* considerano flussi di reddito, o flussi finanziari, disponibili per l'impresa come se non fosse indebitata, ed adottano come tasso il "costo medio ponderato del capitale" (**w.a.c.c.**); oppure considerano multipli del capitale operativo oppure di flussi di risultato per il complesso aziendale unlevered (PIV III.1.15). Al valore del "Capitale operativo investito" determinato con i metodi *Asset Side* va sottratto il valore di mercato delle passività di natura finanziaria (PIV III.1.49), in modo da ottenere il valore del "Capitale proprio". Nella prassi si è soliti sottrarre il valore della "posizione finanziaria netta" alla data di riferimento della valutazione.

Le valutazioni *Asset side* sono preferibili (III.1.15). Accertarsi che le due valutazioni conducano a risultati coerenti (III.1.15).

3.3.5.8. Individuazione dei metodi e dei criteri più appropriati

La dottrina aziendalistica e la prassi professionale concordano nel ritenere che la valutazione di un'azienda costituisca un problema complesso che richiede l'analisi di diversi fattori tra cui: le finalità per le quali la valutazione viene effettuata, le specificità relative all'azienda oggetto di stima, le informazioni disponibili. Il variare e il combinarsi delle possibili configurazioni che i suddetti profili assumono, influenzano la scelta dei criteri che l'esperto riterrà più appropriati al caso in esame.

Per la stima del valore economico del capitale della società **BLU ARENA SRL** è stato scelto il **metodo Reddituale**, in quanto l'azienda in esame è caratterizzata da scarso fattore patrimoniale, assenza di particolari problemi finanziari, stabilizzazione dei risultati e un discreto grado di certezza in relazione alla durevolezza della redditività.

3.3.5.9 Coerenza della scelta effettuata

La scelta del metodo **reddituale**, è innanzitutto coerente con la configurazione di valore ricercata, il valore intrinseco, e con la stabilità dei risultati e il discreto grado di certezza della durevolezza della redditività, che caratterizza l'entità economica da valutare.

3.3.5.10 Identificazione dei principali fattori di rischio

I principali fattori di rischio legati alla presente stima sono così sintetizzabili:

- le limitazioni alla base informativa sono già state illustrate paragrafo 1.4.2;
- i rischi legati alle **condizioni ipotetiche** e/o **ipotesi speciali** e/o **ipotesi sensibili** sono già state illustrate paragrafo 1.5;
- scarsa liquidità della quota di partecipazione in oggetto;





Le modalità più idonee per il trattamento dei suddetti rischi sono state individuate nel prevedere un opportuno sconto, vedasi paragrafo 3.3.5.17.

3.3.5.11 Sviluppo della metodologia adottata

Nella prima fase del processo valutativo sono stati preparati tutti gli elementi e le variabili necessarie per il successivo sviluppo della valutazione vera e propria: normalizzazione dei flussi di risultato, revisione a valori correnti del patrimonio netto, determinazione dei tassi di valutazione e di eventuali premi e sconti.

3.3.5.12. Il metodo Reddituale: profili teorici

Il valore economico del capitale dell'azienda **BLU ARENA SRL** è stato determinato attraverso l'utilizzo del metodo **Reddituale Puro**, nella sua configurazione *Equity side*, basato sulla capitalizzazione del "reddito netto distribuibile di lungo periodo" ad un tasso espressivo del costo-opportunità dei mezzi propri (PIV III.3.31). Tale configurazione di reddito è al netto di una quota di reddito da reinvestire (IR), in eccesso rispetto agli ammortamenti, necessari per mantenere la capacità di reddito dell'impresa nel tempo.

Pertanto il valore dell'azienda è calcolato mediante la capitalizzazione del flusso di risultati economici attesi in futuro. Da un punto di vista matematico-finanziario, consiste nel calcolo del valore attuale di una rendita perpetua, oppure di una rendita limitata ad un certo numero di anni, a secondo della probabile durata della capacità dell'azienda di produrre reddito. Tale metodo si fonda sul presupposto che dato un reddito durevole e sostenibile "R", è possibile determinare il valore "V_e" del capitale che lo ha generato se si fissa il tasso "k_e" al quale il capitale è stato impiegato.

L'arco temporale considerato è di regola illimitato, salvo aziende meno consolidate o operanti in settore ad elevata variabilità (PIV III.3.31). Le valutazioni reddituali sono in assoluto preferibili nelle situazioni aziendali stabilizzate (PIV III.3.32).

La formula con cui si identifica il "metodo di valutazione reddituale puro", è la seguente:

Durata illimitata

$$V_e = \frac{R}{k_e}$$

Durata limitata

$$V_e = R a_{\overline{n}|k_e}$$

V_e = è il valore economico dell'azienda (*Equity side*)

R = è il reddito disponibile di lungo periodo

k_e = è il tasso di valutazione e corrisponde al costo-opportunità dei mezzi propri (PIV III.3.31)

a_n = è il simbolo matematico che indica il valore attuale di una rendita con durata definita

n = è l'orizzonte temporale





I PIV (III.1.34) richiedono che i parametri di valutazione siano selezionati in maniera appropriata, motivando le scelte compiute. Pertanto, la scelta dei suddetti parametri verrà giustificata analiticamente nei successivi paragrafi.

In particolare:

- **R**, che è il reddito medio sostenibile di lungo periodo;
- il calcolo del tasso " k_e " verrà analizzato nei paragrafi 3.3.5.15;
- la scelta dell'orizzonte temporale verrà illustrata nel paragrafo 3.3.5.16;

3.3.5.13. La Normalizzazione degli aggregati economici

In assenza della disponibilità di *Business plan* e Piani previsionali, ed atteso che la società in argomento è in una situazione a regime, con risultati consolidati nel tempo, il "reddito sostenibile di lungo periodo" è stato determinato normalizzando i risultati del periodo più recente (quello al 31.12.2023 ed introducendo aggiustamenti necessari per tenere conto delle condizioni future (PIV III.3.31).

Nel presente paragrafo si è quindi proceduto a normalizzare i flussi di risultato economici, cioè i Risultati d'esercizio storici e prospettici, depurandoli da ogni elemento distorsivo, al fine di ricostruire l'esatto valore "reddito sostenibile di lungo periodo".

In particolare, sono stati oggetto di riallineamento:

- i componenti di **natura eccezionale**, o dovuti a circostanze difficilmente ripetibili: sono stati eliminati in quanto, per la loro natura casuale e disconnessa dall'attività tipica aziendale, non sono assumibili in questa analisi per la determinazione della redditività aziendale;
- i componenti di reddito afferenti i capitali accessori;
- i componenti non inerenti la produzione di reddito;
- gli effetti delle **politiche di bilancio** o di voci di natura meramente fiscale: è stata rivista ogni fondamentale stima di bilancio (ammortamenti, magazzino, fondi e riserve ecc.), ed è stato eliminato ogni intervento riduttivo o incrementativo dell'imponibile per fini tributari e/o strategici;
- gli effetti del **deprezzamento monetario**;
- rideterminazione delle imposte di competenza.

Si riporta di seguito il risultato di tale processo, precisando che le variazioni apportate attengono esclusivamente all'eliminazione di componenti reddituali estranei alla gestione caratteristica, o comunque ritenuti di natura non ordinaria. Non si è proceduto alla contabilizzazione del leasing con il metodo finanziario in considerazione della scarsa significatività delle differenze riscontrate rispetto alla contabilizzazione con il metodo patrimoniale correntemente utilizzato.

⁹ L'obiettivo del processo di normalizzazione consiste nell'individuare la reale e stabile capacità reddituale dell'azienda, sottraendo elementi di casualità, non ripetibilità e non pertinenza. Vedeasi D. BALDUCCI *La Valutazione dell'Azienda*, Edizioni FAG Milano, 2008, pag. 197.





Inoltre, ai fini del calcolo dell'effetto sul risultato dell'esercizio al netto delle imposte è stata applicata un'aliquota Ires pari al 24,0% ed un'aliquota Irap pari al 4,73% ove le poste eliminate abbiano avuto rilevanza ai fini di detta imposta.

Normalizzazione dei Risultati Economici netti civilistici

	dic-21	dic-22	dic-23	2024	2025	2026	2027	2028
RISULTATO ESERCIZIO	40.525	133.380	61.153	105.420	97.497	89.770	81.230	72.588
RETTIFICHE POLITICHE DI BILANCIO	0	0	0	0	0	0	0	0
-Amm.li e Acc.li	0	0	0	0	0	0	0	0
-Rettifiche a Valutaz.	0	0	0	0	0	0	0	0
-Compenso direzion.	0	0	0	0	0	0	0	0
-Altre Manovre	0	0	0	0	0	0	0	0
RETTIFICA EVENTI NON RICORRENTI	0	0	244.578	0	0	0	0	0
-Eventi straordinari	0	0	244.578	0	0	0	0	0
-Altro	0	0	0	0	0	0	0	0
ALTRE RETTIFICHE								
-Rettifiche Amm.li per Inflazione	0	0	0	0	0	0	0	0
EFFETTO FISCALE SU RETTIFICHE	0	0	-107.896	0	0	0	0	0
RISULTATO NOMINALE NORMALIZZATO	40.525	133.380	197.835	105.420	97.497	89.770	81.230	72.588
Correttivo Inflazione	94	97	100	103	106	109	112	115
RISULTATO REALE NORMALIZZATO	43.070	137.505	197.835	102.350	91.900	82.153	72.172	62.615
Ponderazione	0	0	0	0	0	0	0	0

VALORI MEDI PONDERATI

STORICO

PREVISIONALE

MEDIO

REDDITO NORMALIZZATO

126.136

89.301

102.280





A conclusione del procedimento di normalizzazione, il **Risultato netto normalizzato** che è stato assunto nella presente valutazione è pari a **€ 102.280**

3.3.5.14. Ricostruzione del Capitale netto espresso a valori correnti

Si procede ora alla valutazione del patrimonio netto rettificato alla data di riferimento, attraverso il criterio patrimoniale semplice/complesso, in particolare mediante:

- la verifica della consistenza delle poste attive;
- la verifica delle poste passive, incluse quelle potenziali;
- la riespressione a valori correnti delle poste attive o passive, ove il valore contabile non sia giudicato congruo.

Pertanto, al fine di poter ricostruire l'esatta entità del Patrimonio netto aziendale, i valori contabili di attività e passività sono stati sottoposti ad opportune rettifiche ed integrazioni. Le attività svolte hanno anche riguardato:

- l'analisi dei documenti inventariali relativi alle poste attive iscritte in bilancio;
- la verifica della esigibilità dei crediti;
- la consistenza di garanzie attive;
- l'esistenza di attività e passività non contabilizzate;
- l'esistenza di passività potenziali.

Come già ampiamente spiegato nel paragrafo 1.4.2, il sottoscritto non ha effettuato attività di *audit* e/o revisione contabile, ma si è limitato ad analizzare la documentazione con il necessario spirito critico ed ad acquisire assunzioni di responsabilità della Direzione aziendale in ordine alla completezza ed accuratezza delle informazioni ed elementi forniti al sottoscritto.

Successivamente si è proceduto alla stima a valori correnti delle attività materiali.

STIMA DEI BENI MATERIALI

Come già indicato nel paragrafo 1.3, per la valutazione dei beni immobili (terreni e fabbricati) si è ricorso a tecnici esterni che hanno prodotto perizie giurate di stima allegate alla presente.

3.3.5.15 La determinazione dei tassi di valutazione

Coerentemente con quanto indicato dai PIV al punto I.20.2 verrà scelto un tasso di capitalizzazione unico e di tipo semplificato. Il tasso è costruito come somma fra il tasso degli investimenti senza rischio ed il premio per il rischio, ovvero il tasso di rendimento atteso per la



11/11/2019

specificità dell'azienda. Tale nozione di tasso è l'esplicitazione di un approccio razionale all'investimento da parte di un investitore disposto a correre il rischio d'impresa, con l'aspettativa di ricevere una remunerazione del capitale investito perlomeno uguale a quella che offerrebbe investendo in titoli a basso rischio, e, in aggiunta, quella relativa al mercato/settore specifico in cui effettua il proprio investimento.

Le stime svolte per la scelta del tasso di interesse sono state effettuate razionalmente e coerentemente rispetto al processo valutativo. La discrezionalità è stata ridotta al minimo, come dimostrato dalla verificabilità di ogni componente dell'analisi.

Nella determinazione del tasso di attualizzazione è stato innanzitutto osservato il principio della coerenza dei tassi con i flussi di risultato prospettici normalizzati.

Il metodo più utilizzato, nelle valutazioni d'impresa, per incorporare, nel valore attuale, il "premio del rischio", è l'attualizzazione aggiustata per il rischio (R.A.D.¹⁰), mediante il quale il flusso di risultato atteso viene scontato sommando il "premio per il rischio" al "tasso di attualizzazione" (PIV 1.19.8 e 1.19.11); questo tasso si chiama "tasso aggiustato per il rischio" o "tasso di valutazione" "r". Nelle valutazioni **equity side** vanno utilizzati tassi di sconto che esprimano il "costo opportunità dei mezzi propri", mentre per valutazioni di tipo **asset side** si utilizza il "costo medio ponderato del capitale" (WACC) (PIV 1.21 note).

Pertanto, nel rispetto di questi principi, il tasso è stato determinato attraverso il costo medio ponderato del capitale, il **WACC** (Weighted Average Cost of Capital):

$$WACC = Ke * \frac{E}{(D + E)} + Kd(1 - t) * \frac{D}{(D + E)}$$

dove:

Ke= è il costo figurativo del capitale proprio

E = patrimonio netto (equity)

D = indebitamento finanziario netto (Debt)

Kd= costo dell'indebitamento

t = aliquota fiscale sulle imposte sui redditi

Il costo medio ponderato del capitale investito è un tasso rappresentativo del costo delle varie forme di finanziamento delle attività aziendali, mediate in funzione del rispettivo peso sulla struttura finanziaria. Il tasso da adottare deve, quindi, essere almeno pari al costo dei capitali che finanziano l'impresa, e in particolare sia dei capitali di terzi finanziatori che quelli forniti dagli azionisti.

Poiché in genere il WACC assume valori diversi ogni anno, il flusso di cassa di ciascun anno è stato attualizzato al WACC medio del periodo: al flusso di cassa del primo anno è stato applicato il WACC del primo anno, a quello del secondo anno, il WACC medio dei primi due anni $[(w.a.c.c. 1 + w.a.c.c.) / 2]$, e così via. Il valore residuo aziendale "**Vo_n**", è stato attualizzato al WACC medio di tutti gli anni considerati.

¹⁰ Dall'acronimo inglese che definisce il Risk Adjusted Rate of Return. Cfr. GUATRI BINI "Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende", Egea, Milano, 2005, pag. 296.



In primo luogo si è proceduto con il calcolo del K_e , ovvero il "costo figurativo del capitale proprio", che rappresenta il tasso di remunerazione che si attenderebbe un potenziale investitore nel capitale di rischio dell'azienda.

Per la determinazione del **costo del capitale proprio (K_e)** è stato utilizzato il modello teorico C.A.P.M. (*Capital Asset Pricing Model*)¹¹, che è un esempio di modello per il calcolo del "tasso aggiustato per il rischio" con criteri di oggettività (PIV 1.19.13). Poiché le metodologie per il calcolo sono molteplici e i dati vanno stimati dal mercato, l'esperto deve illustrare e giustificare l'uso dei metodi e dati utilizzati (PIV 1.21.2), inclusa l'aggiunta di rischi specifici che si aggiungano a quelli sistematici o per compensare in modo adeguato la presenza di rischio paese nel *free risk*.

Questo modello statistico, esprime il rendimento atteso di una attività finanziaria rischiosa, sulla base di una relazione lineare:

$$K_e = R_f + [R_m - R_f] \cdot \beta$$

dove:

R_f = tasso privo di rischio

R_m = rendimento atteso del portafoglio di mercato di riferimento

$R_m - R_f$ = premio per il rischio del portafoglio di mercato (*Equity Risk Premium*)

β = coefficiente di rischiosità sistematica non diversificabile

Il tasso privo di rischio, R_f , è stato quantificato con riferimento al rendimento lordo dei Bund decennali (fonte <https://it.investing.com/rates-bonds/germany-10-year-bond-yield>).

Il **premio per il rischio** (*Equity Risk Premium*), viene solitamente rappresentato quale media dei rendimenti di lungo periodo di un paniere di titoli azionari o di un indice di Borsa, al netto della media dei rendimenti di investimenti privi di rischio. È stato assunto pari al 5% (Fonte: KPMG – *Equity Market Risk Premium – Research Summary*).

Il **coefficiente β** , infine, esprime il premio al rischio dello specifico settore e misura quindi la rischiosità specifica della singola azienda, in relazione a come i rendimenti aziendali variano in media al variare dei rendimenti del mercato. Il coefficiente β misura il rischio dell'investimento specifico in relazione al rischio generale dell'economia e dei mercati finanziari, il quale è non diversificabile. Il fattore β dipende essenzialmente dal settore in cui l'azienda opera (più è soggetto a cicli congiunturali, più è alto il rischio), dal grado di leva operativa (maggiore è l'incidenza dei costi fissi, più è alto il rischio) e dal grado di leva finanziaria (maggiore è il grado di indebitamento, più è alto il rischio).

La formula con cui si calcola il β è la seguente:

$$\beta = \rho \frac{\sigma}{\sigma_M}$$

dove:

β = è la misura del rischio sistematico

σ = è la deviazione standard del rendimento (volatilità) dell'attività da valutare

¹¹Il C.A.P.M. è un modello di equilibrio dei mercati finanziari che stabilisce una relazione tra il rendimento di un titolo e la sua rischiosità, misurata tramite un unico fattore di rischio, detto *beta*. Esso è il modello teorico più utilizzato nella stima del costo opportunità del capitale. Cfr. GUATRIBINI, *op. cit.*





σ_M = è la deviazione standard del rendimento (volatilità) del portafoglio di mercato

ρ = è il coefficiente di correlazione tra il rendimento dell'attività da valutare e il rendimento del portafoglio di mercato

Il coefficiente β può assumere i seguenti valori:

Beta >1	Il titolo si muove nella stessa direzione del mercato e con oscillazioni maggiori del mercato stesso
0 < Beta <1	Il titolo si muove nella stessa direzione del mercato, ma con oscillazioni minori di quelle di mercato
0 > Beta >-1	Il titolo si muove in direzione opposta al mercato, anche se in maniera contenuta
Beta <-1	Il titolo si muove in senso opposto al mercato ed oscilla maggiormente rispetto al mercato stesso

Il coefficiente β può essere agevolmente calcolato per le imprese quotate in borsa.

Nel caso in esame, essendo l'azienda non collocata sui mercati finanziari, si è reso necessario il riferimento a società quotate comparabili per settore di attività e di rischio. Si è proceduto alla determinazione del fattore β **unlevered**, cioè il fattore β depurato dalla struttura finanziaria, che tiene conto solo delle caratteristiche del settore, ma è poi stato opportunamente adeguato in considerazione del maggior rischio da attribuire ad una società con dimensioni non sufficienti per accedere sui mercati finanziari.

Successivamente è stato considerato l'effetto leva generato dall'indebitamento esistente al termine dei vari esercizi in modo da pervenire al β **levered**, tramite la formula

$$\beta_{levered} = \beta_{unlevered} * \left\{ 1 + \left[(1 - T) * \frac{D}{E} \right] \right\}$$

dove:

T = è l'aliquota che definisce la deducibilità fiscale degli oneri finanziari

D = indebitamento finanziario

E = patrimonio netto (equity)

Il Beta adottato è pari a 0,93

Il **Ke** cui si perviene è pertanto pari a 9,86%

Infine, sono stati apportati aggiustamenti del tasso, in funzione delle seguenti variabili:

- il **Ke** è stato maggiorato di un coefficiente alfa in considerazione dei rischi specifici aziendali (concorrenzialità, concentrazione clientela, piccole dimensioni, dipendenza da fattori chiave, mancano società comparabili, ecc.) che si aggiungano a quelli sistematici (PIV III.1.45);
- per compensare in modo adeguato la presenza di rischio paese nel *free risk*.

Pertanto il tasso di attualizzazione determinato sulla base della indagine qui condotta e che sarà adottato nella valutazione, è pari a 12%

Il **costo dell'indebitamento (Kd)**, è stato inteso come il tasso di mercato che l'azienda sosterebbe per ottenere un nuovo finanziamento a medio lungo termine.



VALORE

Per il calcolo del WACC si è fatto riferimento al rapporto di indebitamento alla data della valutazione.

Il calcolo finale del WACC è riassunto nella seguente tabella:

3.3.5.16. La scelta dell'orizzonte temporale

METODO MISTO PATRIMONIALE REDDITUALE

Tenuto conto di quanto detto in precedenza, due sono le considerazioni che si ritiene sussistano in relazione alla scelta del valore da attribuire a n:

1. il fatto che le condizioni generatrici del sovrareddito sono di natura sostanzialmente oggettiva, quindi destinate a seguire l'azienda in caso di sua cessione non essendo fortemente collegate al gruppo dirigente;

2. il fatto che si ritiene siano sussistenti condizioni che consentono di considerare il sovrareddito come un'entità piuttosto stabile nel tempo.

Pertanto, si può correttamente individuare in **10 anni** il periodo attualizzazione dei sovraredditi.

METODO REDDITUALE

Nel caso in esame si è scelti di adottare la rendita limitata a nr 10 anni. La scelta è giustificata dai seguenti fattori: durata contratto di locazione e forte contenuto professionale/familiare dell'attività.

3.3.5.17. Applicazione di premi e sconti

Poiché oggetto della presente valutazione non è l'intero complesso aziendale, ma una quota di minoranza della compagine sociale, è stata valutata l'opportunità di prevedere un adeguato sconto da applicarsi sul valore economico del capitale, sulla base del grado di controllo e di liquidità della quota di partecipazione (PIV III.3.5).

Tale sconto è stato quantificato nel 10 per cento in quanto la quota:

- non garantisce il controllo gestionale e strategico dell'azienda,
- ha minore negoziabilità futura, non trattandosi di pacchetto di controllo.

Come raccomandato dai PIV (III.2.4) si è tenuto conto delle ridotte dimensioni aziendali,



3.3.5.18 Aspetti relativi alla fiscalità

Si riepilogano le scelte fiscali effettuate relativamente alla metodica adottata.

In particolare:

- sui risultati economici futuri (o sui flussi di cassa previsionali) è stata applicata la fiscalità piena vigente (Ires del 24,0% e Irap del 4,73%);
- sulle rettifiche apportate in sede di normalizzazione dei flussi di risultato economici è stata applicata la fiscalità piena vigente (Ires del 24,0% e Irap del 4,73%);
- nel calcolo del WACC, il costo dell'indebitamento K_d è stato assunto al netto del risparmio fiscale, equivalente alla aliquota vigente Ires del 24,0%.

3.3.5.19. Calcolo dei Risultati

Si è, pertanto, ora in grado di sviluppare la formula di calcolo della valutazione aziendale attraverso il **metodo reddituale**:

Durata illimitata

$$Ve = \frac{R}{ke}$$

Durata limitata

$$Ve = Ra \cdot \frac{1 - \frac{1}{(1 + ke)^n}}{ke}$$

R = reddito sostenibile = 102.281€ (calcolato e giustificato nel paragrafo 3.3.5.13)

k_e = tasso di valutazione = 12% (calcolato e giustificato nel paragrafo 3.3.5.15)

n = orizzonte temporale = 10 anni (calcolato e giustificato nel paragrafo 3.3.5.16)

In conclusione, dall'applicazione del metodo Reddituale si perviene alla seguente valutazione dell'azienda:

METODO REDDITUALE	
REDDITO SOSTENIBILE	€ 102.281
TASSO DI VALUTAZIONE:	12%
VALORE AZIENDALE	€ 549.390
Quota % di partecipazione da valutare	40,00%





Sconto minoranza	10,00%
VALORE DELLA QUOTA	€ 197.780

3.3.5.20 Sviluppo della metodologia di controllo

Per ottenere un riscontro sull'attendibilità del processo **valutativo principale**, sviluppato nel capitolo precedente, è stato sviluppato un metodo alternativo di valutazione del valore economico dell'azienda oggetto di stima, utilizzando il criterio Patrimoniale misto, che in questo caso assume funzione di controllo.

Le due diverse metodologie di valutazione adottate, possono fisiologicamente condurre a risultati differenti, ma ciò è da ritenersi accettabile solo entro determinati range. Divergenze molto ampie possono quindi mettere in discussione tutto l'intero processo valutativo svolto.

3.3.5.21. Profili teorici relativi al metodo di controllo adottato

La presente perizia viene redatta adottando, come metodologia di valutazione il metodo **misto Patrimoniale Reddituale (Uec)** con stima autonoma del *goodwill* o del *badwill*.

È un metodo *Equity side*, cioè conduce direttamente alla determinazione del valore economico dell'azienda, e consiste in una sintesi tra il metodo patrimoniale e quello reddituale.

Il metodo, dove la sigla indica l'Unione europea degli Esperti Contabili Economici e Finanziari, sostiene che nella determinazione del valore economico dell'azienda occorre partire dalla riespressione a valori correnti degli elementi patrimoniali pertinenti all'azienda da valutare. La valutazione analitico-patrimoniale sarà poi integrata in funzione delle capacità reddituali prospettiche dell'azienda (esprese dall'avviamento), in primo luogo attraverso la determinazione del "sovrareddito", e la sua successiva attualizzazione, ad un tasso appropriato e per un periodo limitati anni. Infatti, è ragionevole pensare che il differenziale di redditività (sovrareddito) che l'azienda si stima potrà generare in futuro, rispetto a un livello giudicato normale, non permarrà a lungo; soprattutto nei settori sufficientemente concorrenziali, la reazione dei concorrenti attuali e potenziali (nuovi entranti richiamati dalla presenza di sovrareddito) porterà nel medio/lungo termine, all'erosione dei sovraredditi attesi. Anche eventuali sottoredditi non potranno permanere in perpetuo, poiché in caso contrario, risulterebbe snaturata l'essenza stessa dell'azienda quale istituto economico atto a perdurare nel tempo per il soddisfacimento delle aspettative di remunerazione dei prestatori di lavoro e dei conferenti il capitale di pieno rischio. Si consideri, inoltre, che la valutazione in continuità aziendale non può mai essere inferiore a quello di liquidazione ordinaria (PIV III.1.33).

La formula con cui si identifica il "metodo di valutazione **misto patrimoniale reddituale**" (UEC), è:





$$V_e = K_0 + \sum_1^n (R_t - i'K_{t-1})(1+i'')^{-t}$$

V_e = è il valore economico dell'azienda (Equity side)

K_0 = valore patrimonio netto rettificato a valori (di mercato) correnti

R_t = è fatto pari al reddito medio R sostenibile di lungo periodo

i' = è il saggio di rendimento considerato normale, tenendo conto del settore e dell'azienda

i'' = è il tasso ritenuto appropriato per attualizzare i sovraredditi

n = è il numero di anni di prevedibile durata dell'avviamento

Il criterio in argomento è di tipo *Equity side*, cioè conduce direttamente alla determinazione del valore del capitale economico dell'azienda.

La valutazione si svolge attraverso due distinte fasi:

- una valutazione patrimoniale "analitica"; (K_0)
- un'autonoma determinazione del valore dell'avviamento.

I PIV (III.1.34) richiedono che i parametri di valutazione siano selezionati in maniera appropriata, motivando le scelte compiute, e analizzando le ragioni per cui si è in presenza di un reddito maggiore o minore rispetto a quello normale. Pertanto, la scelta dei suddetti parametri verrà giustificata analiticamente nei successivi paragrafi.

In particolare:

- R_t che è il reddito medio sostenibile di lungo periodo, è stato determinato come indicato nel paragrafo 3.3.5.13;
- nel metodo UEC, K_0 è il patrimonio netto rettificato a valori correnti (di mercato); è composto dal patrimonio netto tangibile, cioè con esclusione di avviamento e beni immateriali specifici; questi ultimi possono essere aggiunti a K_0 , anche se in tal modo verranno ridotti i sovra redditi (PIV III.1.33).
- il saggio di rendimento considerato normale, i' , tiene conto delle caratteristiche dell'azienda (incluso il leverage) e del settore, mentre i'' è il tasso ritenuto appropriato per la valutazione dei sovra redditi o delle carenze di reddito; in caso di sovra redditi, i'' è maggiore di i' e viceversa; in ogni caso entrambi hanno natura di costo dei mezzi propri e quindi si collocano in un intorno di k_0 (PIV III.1.33).
- l'orizzonte temporale n è generalmente compreso tra 5 e 10 anni a seconda della persistenza del vantaggio competitivo riconosciuto all'azienda; in caso di *badwill* l'orizzonte temporale deve essere tale da consentire il recupero della redditività normale in continuità aziendale (PIV III.1.33).



3.3.5.22 Calcolo dei risultati

Alla luce di quanto sopra illustrato, la valutazione il metodo di controllo conduce ai seguenti risultati:

METODO DI CONTROLLO	
METODO ADOTTATO: PATRIMONIALE MISTO	
VALORE AZIENDALE	€ 469.943
Quota % di partecipazione da valutare	40,00%
Sconto minoranza	10,00%
VALORE DELLA QUOTA	€ 169.179



3.3.5.23 Sintesi finale della valutazione

Sia il metodo adottato (metodo misto patrimoniale reddituale) che quello di controllo (metodo reddituale) convergono su valori attorno a 500.000 €. Lo scostamento tra i due metodi è di appena il 14,5 %.

Si ritiene di non procedere attraverso l'uso di medie semplici o ponderate tra i due metodi, in quanto quello adottato deve intendersi più idoneo al caso in esame per le argomentazioni già espresse.

La sintesi dei risultati ottenuti è, infine, espressa nella tabella seguente:

SOCIETA' BLU ARENA S.R.L.

VALUTAZIONE FINALE	
METODO ADOTTATO: REDDITUALE PURO	€ 549.390
Ponderazione:	0
METODO DI CONTROLLO: PATRIM.LE MISTO	€ 469.943
Ponderazione:	0
VALUTAZIONE AZIENDALE FINALE	€ 549.390
Quota % di partecipazione da valutare	40,00%
Sconto minoranza	10,00%
VALORE DELLA QUOTA	€ 197.780

Pertanto per quanto riguarda la società BLU Arena SRL (all. 10), alla luce del lavoro svolto utilizzando le metodologie esplicitate, sulla base dei valori e dei parametri sopra illustrati e tenuto conto delle ipotesi e limitazioni evidenziate, il valore economico di una quota di partecipazione del 40% nel capitale della BLU ARENA SRL AL 31.12.2023 è stimato in € 197.000 (EURO CENTONOVANTASETTEMILA/00).





4 SINTESI DEI RISULTATI OTTENUTI

4.1 Sintesi finale della valutazione

A. Beni mobili

come risulta dall'inventario redatto dal Curatore della Procedura e dal Funzionario del Tribunale di Pesaro in data 12 dicembre 2023, "risultano dal registro dei cespiti ammortizzabili beni mobili di valore nullo che non vengono quindi inventariati".

Pertanto i predetti beni vengono stimati a valore zero.

B. Beni immobili

Si confermano le seguenti valutazioni fatte dal Geom. Franco Tonucci nella CTU del 28/02/2023 per il Concordato

Immobile 1

Unità immobiliari ubicate in Comune di Vallefoglia, loc. Bottega ex Comune di Colbordolo, Via Nazionale n. 77/c

Stima Complessiva Immobile 1 euro 488.000,00

Immobile 2

Magazzino per ricovero atrezzi, mezzi d'opera e negozio Loc. Bottega - Comune di Vallefoglia (PU) Ex Colbordolo, ubicato in via della Libertà

Stima Complessiva Immobile 2 euro 85.000,00



**Immobile 3**

Area per deposito attrezzature in località Morciola Comune di Vallefoglia (PU) ex Colbordolo

Stima Complessiva Immobile 3 euro 26.000,00

Immobile 4

Negozi, Ufficio e Magazzino ubicati in Comune di Fermignano (PU), Via Mazzini n. 5

Stima Complessiva Immobile 4 euro 292.000,00

C. Beni mobili registrati: quote societarie relativamente alle seguenti società:

1) [REDACTED] ed in Concordato Preventivo n. 6/2020, con sede in Pesaro, Via degli Abeti n. 7/A, C.F. 02077400410, quota del 99,60%

Stima Complessiva quote Società 1) euro zero

2) [REDACTED] con sede in Pesaro, Via degli Abeti n. 7, C.F. 01345000416, quota del 50,00%

Stima Complessiva quote Società 2) euro zero



2023



ALLEGATI

- 1) Inventario del 12/12/2023;
- 2) Copia Relazione peritale Geom. Tonucci Franco del 28/02/2023, asseverata il 10/03/2023;
- 3) Copia conforme verbale del 08/08/2014 di assemblea straordinaria dei soci di APA GROUP S.p.A. per trasformazione in S.R.L.;
- 4) Copia conforme atto di acquisto di ApA Group S.p.A. del 09.05.2007 di terreno in S. Angelo in Lizzola completo di certificato di destinazione urbanistica;
- 5) Copia di Atto di Fusione del 10/12/2003;
- 6) Fascicolo Soc. Mazzini S.r.l. in Liquidazione e Concordato;
- 7) Fascicolo Soc. Cattolica Costruzioni S.r.l. in Liquidazione;
- 8) Fascicolo Soc. Pascoli S.r.l. in Liquidazione, in Fallimento;
- 9) Fascicolo Soc. Immobiliare Il poggio S.r.l.;
- 10) Fascicolo Soc. Blu Arena S.r.l.





TRIBUNALE ORDINARIO DI PESARO



Verbale di asseverazione di perizia

cron 1887

In data 30 agosto 2024, nella Cancelleria del Tribunale Ordinario di Pesaro, avanti al sottoscritto Cancelliere, è personalmente comparso il signor:

Dott. Gianfranco Occhialini nato a Fano (PU) il 03/11/1964, residente a Fano (PU) in via Roncosambaccio n. 111, identificato con documento Carta Identità n° AU3812059 rilasciato da Comune di Fano, il quale dichiara di essere iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Pesaro e Urbino al n° 236/A.

Esibisce la perizia dal lui effettuata in data 06 agosto 2024, nell'interesse della Curatela del Fallimento APA Group S.r.l. in liquidazione, n. 3/2023, e chiede di poterla giurare ai sensi di legge. Accertata l'identità personale del comparso, ammonito dell'importanza del giuramento e delle pene sancite dalla legge, ai sensi dell'art. 483 c.p., il comparso presta il giuramento ripetendo le parole: **“Giuro di aver bene e fedelmente proceduto alle operazioni affidatemi e di non aver avuto altro scopo che quello di far conoscere la verità”.**

Si raccoglie il presente giuramento di perizia stragiudiziale per gli usi consentiti dalla legge.

Letto, confermato e sottoscritto.

IL PERITO

IL CANCELLIERE



IL FUNZIONARIO GIUDIZIARIO
Dr.ssa Bettina Volpini

Nota Bene:

L'Ufficio non assume alcuna responsabilità per quanto riguarda il contenuto della perizia asseverata con il giuramento di cui sopra.