

TRIBUNALE DI VERONA
SEZIONE ESECUZIONI MOBILIARI

Esecuzione mobiliare n. 1671/2020 R.G.E.M.

Creditore procedente: UNICREDIT SPA 00348170101)

Esecutato: [REDACTED]

Giudice dell'Esecuzione Dott. Avv. Nicola Campedelli

CTU dott. Stefano Rossato

CONSULENZA TECNICA D'UFFICIO
PERIZIA DI VALUTAZIONE
di quote societarie della

SOCIETÀ AGRICOLA CA' DEI CONTI S.R.L.
via Giardino, 43 - CEREA (VR)
Reg. Imprese di Verona e Codice fiscale n. 0236283 023 0

Incarico

Il sottoscritto CTU Dottor Stefano Rossato, nato a Verona il 29-9-59, e ivi residente, Dottore Commercialista iscritto all'Ordine di Verona, al numero 750A, con studio in Verona, via IV Novembre 11 B, codice fiscale: RSS SFN 59P29 L781 K, Partita IVA 0 278 642 023 8, premesso

- che, è stato nominato dal Dottor Nicola Campedelli, Giudice dell'esecuzione citata in epigrafe, consulente tecnico d'ufficio con assegnazione del seguente quesito:

“autorizzandosi l'accesso alla società e ai relativi atti, anche presso Enti e/o professionisti, stimi le quote oggetto di pignoramento; evidenzi se vi sono limiti alla circolazione delle stesse; constatato che si tratta di quota pignorata di minoranza, verifichi e quantifichi l'eventuale sconto di controllo”;

- che la stima delle quote della società consegue alla valutazione del capitale di cessione della società stessa;
- che la quota pignorata ammonta a nominali 9.800= euro, del capitale sociale di euro 20.000=, della “Società agricola CA' DEI CONTI S.R.L.”; ed è pertanto pari al 49% del valore del capitale di cessione;
- che detta quota pignorata corrisponde pertanto ad una quota di partecipazione societaria di minoranza;
- che il valore dei cespiti più rilevanti tra i beni aziendali, ovvero i terreni di cui la società è proprietaria, risultano essere già stati stimati con separata stima dell'Ausiliario del Giudice Dott. Fabio Zenato,



Agronomo, iscritto all'Albo di appartenenza della Prov. di Verona al N. 399, con Studio in via Di Vittorio, 1 - 37019 a Peschiera d/G (VR), la cui valutazione peritali si allega al presente atto;

- che i beni immobili, possono essere considerati “surplus assets”, e in quanto tali, come norma di buon criterio, espunti dalla stima del capitale di cessione, avendo un'autonoma potenziale destinazione, un discrezionale utilizzo, ed una più adeguata valutazione esprimibile a valori di mercato,

di seguito:

- i criteri adottati nella stima del Capitale di Funzionamento o di Cessione della società in epigrafe e quindi della quota oggetto di pignoramento;
- il valore attribuito, alla data del 30 Novembre **2021**.

Accertamenti eseguiti ed attività svolta

Il sottoscritto ha svolto le operazioni peritali nel periodo intercorrente dalla comunicazione di nomina dell'incarico alla data odierna, mediante informale sopralluogo ove l'attività è esercitata e approfondito esame dei bilanci d'esercizio annuali e della documentazione fornitigli dalle parti. Si ritiene che la documentazione ricevuta, pur non esaustiva, sia stata comunque idonea a consentire un corretto giudizio di valutazione.

È stata richiesta la seguente documentazione; per ciascuna è indicato se sia stata ottenuta.

- bilanci della società relativi ai tre esercizi precedenti (ottenute);
- dichiarazione dei redditi e Iva (ottenute);
- inventario dei beni costituenti l'azienda in affitto (ottenuto);
- documentazione contrattuali e contabile di attestazione della natura delle erogazioni dei soci a favore della società (ottenuta);
- documentazione degli elementi di natura straordinaria di inquinamento fiscale presenti nel rendiconto economico della società (non disponibile);
- eventuale esistenza di contratti di fornitura, loro dati significativi e contratti più significativi in essere (assenti o indisponibili);



Illustrazione dei Criteri seguiti

Nella stesura della presente perizia, lo scrivente si è attenuto il più possibile ad un criterio di valutazione che, come richiesto dal quesito, tenga conto dovutamente, del fatto che la quota pignorata è una quota di minoranza, con l'obiettivo di mantenere una sostanziale equità tra condizioni presenti, rappresentate dai valori di bilancio, e quelle future nelle quali verrebbe a trovarsi ad operare l'azienda, condotta da un soggetto economico diverso, rispetto al potenziale acquirente.

Si tratta pertanto di definire se sia possibile attribuire un valore a detto sconto. La questione non è di facile soluzione perché se astrattamente tutti possono convenire sul fatto che il controllo di una azienda sia certamente più appetibile del suo opposto (ovvero il dover sottostare a decisioni di altri soggetti economici), concretamente la stima di tale valore è arduo, e richiede che si prefigurino *condizioni concrete che funzionino da trainante o driver di stima*.

I premi e gli sconti per il controllo, secondo i Principi Italiani di Valutazione (PIV) sono “rettifiche, rispettivamente in aumento e in diminuzione, da applicare (eventualmente) ad una stima di valore ottenuta sulla base delle metodiche dei risultati attesi o del costo per tradurla in un prezzo fattibile, cioè per accostarla al valore di mercato”, puntualizzando tuttavia che “il loro uso deve essere cauto e motivato”.

La letteratura solitamente individua quattro tipologie di valore legate all'entità del pacchetto azionario e sulla base di queste, possono essere individuate le seguenti tipologie di premi e sconti:

- 1) premio per le sinergie (Synergistic Premium - SP);
- 2) premio per il controllo (Control Premium - CP);
- 3) sconto per la mancanza di controllo (Discount for Lack of Control - DLOC);
- 4) sconto per la mancanza di negoziabilità (Discount for Lack of Marketability - DLDM).

Nella nostra valutazione, essendo ignoto il potenziale acquirente è vano vagheggiare di sinergie. Restano pertanto possibili le ipotesi 3 e 4.

In riferimento allo *sconto per mancanza di controllo* è noto che la quota d'azienda che siamo chiamati a valutare:

- non ha un mercato di riferimento, perché trattasi di micro impresa di cui non è facile trovare una relazione di confronto con aziende simili;
- è prossima al cinquanta per cento del capitale sociale, ed è noto in dottrina che tanto più è elevata la partecipazione di minoranza, approssimandosi alla soglia necessaria per esercitare il controllo, tanto più si riduce proporzionalmente il valore dello sconto.

In riferimento allo *sconto per mancanza di negoziabilità, o di illiquidità*, si deve osservare che:



- può essere applicato in tutti i casi in cui il detentore delle quote non può contare su un realistico scenario di way out, realizzo ed uscita dalla società.
- è molto frequente nel caso di società di piccola dimensione, con una ristretta base azionaria, che operano in business maturi o comunque poco appetibili per un investitore esterno.

Talvolta un valore di stima d'azienda può essere soggetto sia allo sconto per mancanza di negoziabilità (DLOM) che allo sconto per mancanza di controllo (DLOC), producendo un duplice "effetto depressivo" sul valore della quota. I due sconti non devono essere sommati, ma devono essere calcolati sconto su sconto, esattamente come nella prassi commerciale lo sconto del tre più due è diverso dallo sconto del cinque per cento.

Nell'azienda esaminata potrebbe anche sussistere uno sconto ulteriore, riconosciuto dalla dottrina internazionale, ovvero *per perdita di persone chiave (key person discount)*; perché potenzialmente potrebbe venir a mancare il soggetto economico che di fatto provvede alla sua gestione. Normalmente è applicato quando i risultati di un'impresa dipendono largamente dalle qualità di alcune specifiche persone. Qualora tali key people abbandonassero l'azienda, essa potrebbe perdere una parte del suo valore. Il key person discount è applicato raramente e soprattutto nelle imprese di piccola dimensione; il suo valore è soggettivo e dipende da un'ampia serie di parametri difficili da valutare compiutamente, ma non per questo inesistenti.

La scelta operata per la valutazione del Capitale di Cessione (e ancor più l'effettiva applicazione del metodo utilizzato), è stata condizionata da tali presupposti.

Ai bilanci sono state apportate le necessarie rettifiche di carattere figurativo al fine di rappresentare corrette condizioni e relativi oneri, di funzionamento. Rettifiche che hanno riguardato il valore (come già detto) dei beni costituenti l'azienda, le manutenzioni eccedenti i limiti imposti dalla normativa fiscale (che in quanto tali non dovevano essere recepite nei bilanci) e in genere tutte le variazioni di natura straordinaria. Tali variazioni sono indicate nella tabella riportata più avanti.

Per la stima del capitale di cessione proprio dell'azienda, si è fatto riferimento alla consistenza dei beni aziendali in massima parte già stimati separatamente dall'agronomo, ausiliare del Giudice, e della ulteriore frazione di valore derivante dalla stima economica-finanziaria dell'avviamento nella sua accezione più ampia, positiva, goodwill o come meglio si vedrà negativa, badwill. In detta frazione di valore, solo idealmente o figurativamente separabile del Capitale di cessione, sarà data evidenza dello sconto di minoranza, quale risultanza di valore allo stesso attribuibile per la specifica condizione aziendale di funzionamento che si riverbera nel *fabbisogno figurativo* di capitale e quindi nella stima finale. In concreto il *trainante driver* rinvenuto e utilizzato dallo scrivente è stata la particolare condizione



di indebitamento della società con soggetti privati, di cui si è ipoteticamente, presupposto il rimborso in cinque anni. Rimborso che comporta quale immediata conseguenza, un aumento di fabbisogno e quindi la correlata copertura bancaria, sulla quale devono essere calcolati oneri figurativi per interessi.

Ovviamente tale tipo di ragionamento richiede un metodo di valutazione del capitale di cessione che possa dare evidenza di tali passaggi logici e quindi, metodologici. L'unico metodo che consenta di raggiungere tale obiettivo è pertanto quello dei *flussi attesi di circolante* e al contempo di confrontarlo con i metodi più tradizionali di stima.

Si è ritenuto pertanto necessario adottare metodi concorrenti di valutazione del capitale di cessione, per poterne raffrontarne prudenzialmente i risultati. I parametri di valutazione sono omogenei in tutte le distinte valutazioni adottate, con la sola eccezione dei parametri che concorrono alla qualificazione del saggio di remunerazione rappresentativo del cosiddetto *rischio d'azienda*, che nel metodo dei flussi attesi, è stimato in modo lievemente difforme dagli altri, ma solo per ragioni intrinseche alla formulazione dell'algoritmo proprio del metodo usato che essendo prospettico tiene ulteriormente conto del cosiddetto fattore *g* di crescita nel tempo per il calcolo del Terminal Value.

Tecniche di valutazione generalmente adottate

In tema di valutazione d'azienda la dottrina ha elaborato diversi metodi applicabili quali: metodi patrimoniali, reddituali, finanziari o misti.

Un problema di rilievo consiste nel tenere conto dei potenziali carichi fiscali attesi. L'aliquota espressiva degli oneri fiscali è nella prassi complessivamente del 24%. Tale aliquota ha il difetto di non tenere conto di oneri fiscali ulteriori, quali l'IRAP, ma nel caso in esame e in ragione della presumibile riduzione del carico fiscale nel tempo, si ritiene adeguata.

Sul saggio di remunerazione del capitale impiegato in investimenti alternativi a basso rischio è invece applicata la sola ritenuta del 12.5%.

I metodi reddituali si basano sulla considerazione che il valore attribuibile ad una azienda non possa essere altro che il valore attuale dei redditi prospettici futuri.

Due sono gli aspetti centrali nel procedimento reddituale di valutazione dell'azienda:

- la scelta del tasso di rendimento normale
- la scelta del reddito medio atteso

Per ciò che concerne il primo aspetto, abbiamo considerato il criterio del tasso opportunità, consistente nella scelta di un tasso equivalente al rendimento offerto da investimenti alternativi a parità di rischio; ciò



si estrinseca nella forma $i = r + s$ in cui r indica una costante del saggio di remunerazione degli investimenti senza rischi ed s indica un indice quantitativo dell'intensità del rischio d'impresa.

Per ciò che concerne la scelta del reddito, abbiamo considerato i redditi storici normalizzati; abbiamo cioè modificato i redditi contabili procedendo all'eliminazione di:

- oneri straordinari
- oneri estranei alla gestione
- componenti di reddito apparenti.

I metodi misti permettono di considerare contemporaneamente gli aspetti reddituali e patrimoniali.

I metodi finanziari si basano sul principio che il valore attribuito ad una azienda sia determinato dai flussi di cassa prodotti dalla gestione nel periodo di previsione, tenuto conto dei fabbisogni e delle coperture finanziarie, degli investimenti e del valore dei redditi futuri al termine del periodo di osservazione.

Nella pratica vengono applicati principalmente i seguenti metodi di valutazione:

1. Metodo del valore attuale della rendita perpetua

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

Per ciò che riguarda l'orizzonte temporale di riferimento, entro il quale si stima che l'azienda sia in grado di produrre reddito, è possibile ricorrere alla durata indefinita. In questo caso, il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita perpetua di rata costante (R), calcolata al tasso (i), determinato in base alla seguente formula:

$$W = R/i$$

dove

R = reddito medio atteso

i = tasso di rendimento normale

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



Il reddito *medio normale* è calcolato, infatti, con riferimento a condizioni normali di svolgimento della gestione e, in particolare, a condizioni di indebitamento, "regolari" e non eccezionali, in assenza di situazioni particolarmente favorevoli o sfavorevoli, e consegue da una redistribuzione nel tempo dei componenti straordinari (plusvalenze e minusvalenze patrimoniali, rettifiche di costi e ricavi di precedenti esercizi, ecc.); il medesimo, inoltre deve essere determinato al netto degli oneri tributari che gravano seppur potenzialmente su di esso, e dei compensi figurativi diversi dalla remunerazione del capitale proprio e delle eventuali partecipazioni agli utili spettanti a terzi.

Il tasso di attualizzazione (i) utilizzato, incorpora il compenso derivante dal semplice trascorrere del tempo (sostanzialmente pari al rendimento riconosciuto ad attività prive di rischio), ed altresì l'adeguata remunerazione del rischio sopportato. In particolare, *il tasso di puro interesse*, relativo agli impieghi di capitale a rischio nullo, è determinato sostanzialmente in riferimento a titoli di debito pubblico a scadenza non breve (cfr. tabella); peraltro, in periodi di inflazione, il medesimo deve essere depurato dall'erosione monetaria creata dalla componente inflazionistica e, pertanto, assunto nella sua configurazione di *tasso reale*. La maggiorazione del tasso di puro interesse a titolo di *premio per il rischio di impresa*, è commisurata all'intensità del rischio generale d'impresa gravante sul capitale proprio, la cui stima dipende dalla valutazione di molteplici fattori quali congiuntura economica, situazione politico-sociale, struttura del mercato di appartenenza, condizioni varie di instabilità del settore, solidità patrimoniale, livello e composizione dell'indebitamento, situazione di liquidità con annesse condizioni di pagamento e di incasso, variabilità dei risultati operativi della gestione, parco clienti, ecc.

Ci si è limitati ad una valutazione prudentiale, direi corrente, senza la pretesa di voler approfondire tali stime. Il metodo reddituale, pur trovando un limite nell'aleatorietà delle stime sulle capacità reddituali dell'impresa che non sono altrettanto riscontrabili quanto le verifiche di valore corrente dei cespiti che compongono il patrimonio sociale, è indispensabile ad integrazione e confronto di stime effettuate con altri metodi, che spesso attribuiscono, ingiustificatamente, maggior rilievo al capitale investito piuttosto che alle capacità reddituali future di quel medesimo capitale.

2. Metodo della capitalizzazione limitata del sovra reddito (*goodwill/badwill*)

Questo metodo, che attua una sorta di mediazione tra i pregi e i difetti dei criteri patrimoniali e reddituali, consente di considerare, nel processo valutativo, tanto le prospettive di reddito dell'azienda, quanto la sua effettiva consistenza patrimoniale: la stima sarà idonea, pertanto, a riflettere gli elementi di obiettività e verificabilità propri dell'analisi patrimoniale (valutazione dell'attivo, ivi compresi i beni e i diritti, al netto dei capitali dei terzi investiti in azienda), senza tuttavia trascurare le attese reddituali, concettualmente più rappresentative del valore economico dell'azienda.



Il metodo prevede, in concreto, la determinazione del valore del patrimonio netto della società, mediante la verifica della consistenza delle attività investite in azienda, al netto delle corrispondenti passività, a cui si aggiunge l'avviamento che rettificherà in aumento (*goodwill*) o in diminuzione (*badwill*), il predetto valore patrimoniale.

L'avviamento rappresenta, in sostanza, la capacità che viene riconosciuta all'azienda di generare redditi futuri in grado di remunerare il capitale investito in misura maggiore (o minore) rispetto al rendimento offerto da investimenti alternativi.

La formula di *Capitalizzazione limitata del sovrareddito* utilizzata per la valutazione, è la seguente:

$$K + a[n]i' (R - iK)$$

dove

K = valore patrimoniale (patrimonio netto rettificato);

i = tasso di remunerazione normale del capitale;

R = reddito medio normalizzato prospettico (determinato come indicato al punto precedente);

$a[n]i'$ = fattore di attualizzazione per il calcolo di una rendita della durata di n anni al tasso i' ;

n = numero di anni per i quali viene stimato il sovrareddito;

i' = tasso di attualizzazione.

3. Metodo del valore medio

Un metodo che attua una mediazione tra i criteri patrimoniali e reddituali che consente nel processo valutativo di considerare tanto le prospettive di reddito dell'azienda quanto la sua effettiva consistenza patrimoniale consiste nella media aritmetica del capitale netto rettificato (K) e del valore di rendimento (i) del reddito atteso (R), la formula utilizzata è la seguente:

$$W = 3 (K + R / i) / 5$$

4. Metodo della formula semplificata

$$W = K + n (R - iK)$$

Il capitale netto rettificato si aggiunge al valore di sovrareddito di n anni (e non al valore attuale).

5. Metodo finanziario: discount cash flow

$$W = \sum (FC_t / (1 + CMPC)^t) + VT + SA - PFN$$

Il metodo del Discounted Cash-Flow, si basa sul presupposto che il valore economico attribuibile al patrimonio netto di un'azienda sia costituito dalla somma algebrica del valore dei flussi di cassa prodotti



dalla gestione lungo il periodo di previsione, del “*valore terminale*”, del valore delle attività e del valore dell’indebitamento netto alla data di riferimento della valutazione.

Metodologia di valutazione adottata

In considerazione delle condizioni operative e del tipo di azienda, il perito ha giudicato opportuno utilizzare più metodi concorrenti di stima.

Calcolato il valore del capitale di cessione, quale valore medio derivante dall’applicazione di detti metodi:

- 1) metodo del valore attuale della rendita perpetua;
- 2) metodo della capitalizzazione limitata del sovrareddito;
- 3) metodo delle formule semplificate;
- 4) metodo finanziario dei flussi;

il CTU ha raffrontato la media trovata con il valore derivante dall’applicazione del solo ultimo metodo indicato, il discount cash flow. La differenza tra questi valori si ritiene possa dare evidenza del premio di minoranza. Non si è ritenuto tuttavia di dover tener conto (e pertanto sono stati stralciati) i valori con eccessivo scostamento o scarto dalla media. Nel nostro caso sono stati scartati i valori derivanti dai metodi 1), del valore attuale della rendita perpetua e 3), della formulazione semplificata.

Il metodo finanziario “Discounted Cash-Flow” è applicato non solo sulla base della formulazione teorica ma con evidenza della dinamica dei flussi. È possibile pertanto cogliere l’effettiva composizione del capitale, e la sua composizione percentuale tra proprio e di terzi. Allo stesso modo è possibile apprezzare le conseguenze del rimborso a breve/medio termine del finanziamento apportato dal socio di maggioranza, e gli effetti che ne derivano, in particolare l’aggravio di fabbisogno, che come si è già detto si ritiene sia alla base della valutazione dello sconto di minoranza.

Ai soli fini di calcolo dell’avviamento (quale valutazione del sovrareddito attualizzato) è stato utilizzato un valore di capitale netto stimato sulla base della situazione patrimoniale risultante dal bilancio regolarmente approvato alla data del 31/12/2020 rettificato come detto in precedenza. Per carenza di informazione circa eventuali scostamenti di rilievo tra la data di riferimento della stima e la data del bilancio suddetto non è stato possibile provvedere ad ulteriori rettifiche.

Ai fini del calcolo, in particolare dei risultati netti d’esercizio o dei risultati operativi (su quest’ultimi sono basati i flussi finanziari) sono stati presi in considerazione i bilanci d’esercizio chiusi al 31.12.2018, al 31/12/2019 e al 31-12-2020 o meglio detto le voci reddituali della società in suddetti esercizi, in modo da desumere il reddito medio prospettico normalizzato, oppure (per i flussi) il risultato operativo medio prospettico, atteso che occorre tenere conto della capacità dell’azienda di generare o meno, un sovrareddito, come indicato nelle note metodologiche.



1. La determinazione del patrimonio netto rettificato.

Il patrimonio netto rettificato (K), alla data del 31/12/2020, è determinato mediante la verifica della consistenza delle poste attive e la loro espressione a valori correnti ove il valore di bilancio non sia giudicato congruo.

Non sono stati giudicati coerenti con i valori correnti, sia i valori riferibili alle immobilizzazioni immateriali, che sono stati in parte annullati, sia quelli riferibili alle immobilizzazioni materiali o meglio detto i terreni, che sono stati aggiornati sulla base della stima di valutazione resa disponibile dall'agronomo Ausiliare del Giudice.

I costi iscritti, opportunamente rettificati, sono ragionevolmente correlati alla redditività ritraibile nei futuri esercizi. La progressione dei valori di "ricavi" e "costi" è data sostanzialmente dal solo aumento atteso dell'inflazione

Il valore del patrimonio netto rettificato (K) dell'azienda, ottenuto dalle rettifiche apportate al capitale netto della società è stimato nell'importo di euro 806.348

Le rettifiche sono state riportate nella tabella riportata a pagina seguente.

2. La determinazione dell'Utile netto rettificato.

La valutazione del capitale economico con il metodo misto patrimoniale-reddituale richiede da ultimo, la determinazione del reddito medio prospettico normalizzato. Si ritiene opportuno riferirsi ai redditi storici, opportunamente rettificati, muovendo dal presupposto che il reddito medio conseguito nell'ultimo triennio sia rappresentativo delle prospettive di redditività futura della società esaminata.

In conseguenza alle rettifiche apportate, la normalizzazione del reddito, come si evince dalla precedente tabella, indica un utile netto di € 13.783

Segue il prospetto delle rettifiche di normalizzazione e il bilancio rettificato.

Descrizione	Dare	Avere	Descrizione scrittura
F.do spese ed oneri pl.	17.314,00	-	Variazioni figurative
Spese ed oneri pluriennali	-	17.314,00	Variazioni figurative
Terreni	-	869.285,00	Stralcio valore contabile
Terreni	1.125.000,00		Liquidata con stima dell'Agronomo Ausiliare
Riserve di Capitale Funz.		255.715,00	Saldo rettifiche
Totale	1.142.314,00	1.142.314,00	
Omaggi beni attività d'impresa		17.443,38	Altre rettifiche figurative reddituali
Beni < milione		7.530,00	Altre rettifiche figurative reddituali
Fornitori	24.973,38		Altre rettifiche figurative reddituali
Totale	24.973,38	24.973,38	



Sintesi Bilancio con rettifiche figurative degli oneri di funzionamento.

Stato Patrimoniale	2020	2019	2018
Attivo	1.675.415	1.665.071	1.656.322
A) Crediti verso soci per versamenti dovuti	-	-	-
B) Immobilizzazioni	1.243.391	1.252.133	1.267.689
I) Immobilizzazioni immateriali nettr var.fig.	34.396	28.750	28.803
II) Immobilizzazioni materiali	1.195.354	1.210.000	1.225.378
<i>di cui Immobilizzazioni materiali contabili</i>	939.639	954.285	969.663
<i>di cui variazioni da perizia Ausiliare</i>	255.715 *	255.715 *	255.715 *
III) Immobilizzazioni finanziarie	13.641	13.383	13.508
C) Attivo circolante	430.712	412.814	388.546
I) Rimanenze	371.902	362.604	328.056
II) Crediti	49.631	49.698	55.910
III) Attiv. finanz.rie non costituenti immobilizz.			
IV) Disponibilità liquide	9.179	512	4.580
D) Ratei e risconti	1.312	124	87
1) Disaggio sui prestiti	-	-	-
2) Vari	1.312	124	87
Passivo e Netto	1.675.415	1.665.071	1.656.322
A) Patrimonio netto	806.348	1.222.693	1.212.624
I) Capitale	20.000	20.000	20.000
II) Riserva da sovrapprezzo delle azioni			
III) Riserve di rivalutazione	255.715	255.715	255.715
<i>di cui Riserva variazioni da Perizia</i>	255.715 *	255.715 *	255.715 *
IV) Riserva legale	8.778	8.778	8.778
V) Riserva per azioni proprie in portafoglio			
VI) Riserve statutarie			
VII) Altre riserve	493.870	928.130	918.070
VIII) Utili (perdite) portati a nuovo	70	-	-
IX) Utile (Perdita) dell'esercizio	27.915 *	10.070	10.061
B) Fondi per rischi e oneri	-	-	-
I) Fondi di trattamento di quiescenza			
II) Fondi per imposte			
III) Altri			
C) Trattamento di fine rapporto TFR	1.404		321
I) TFR contabile	1.404		321
D) Debiti	866.384	441.099	442.155
I) Obbligazioni			
II) Obbligazioni convertibili			
III) Debiti verso banche	348.891	281.180	306.408
IV) Debiti verso altri finanziatori			
V) Acconti			
VI) Debiti verso fornitori	51.322	28.611 *	135.747
VII) Debiti rappresentati da titoli di credito			
VIII) Debiti verso imprese controllate			
IX) Debiti verso imprese collegate			
X) Debiti verso controllanti/soci	443.569	131.308	
XI) Debiti tributari	1.045		
XII) Debiti verso istituti di previdenza	15.205		
XIII) Altri debiti	6.352		
E) Ratei e risconti	1.279	1.279	1.222
I) Aggio sui prestiti			
II) Vari	1.279	1.279	1.222



Rendiconto Economico		2020		2019		2018	
1) Ricavi delle vendite e delle prestazioni		281.435		295.184		235.065	
2) Variazione delle rimanenze di prodotti fin		6.559		50.011		- 41.943	
3) Variazioni dei lavori in corso su ordinazione							
4) Incrementi di immobilizzazioni per lavori int.							
5) Altri ricavi e proventi		49.204		42.816		71.933	
A) Valore della produzione		337.198	337.198	388.011	388.011	265.055	265.055
6) Per materie prime, sussidiarie, e di merci		111.627	*	138.207		86.701	
7) Per servizi		76.281	*	91.955		103.846	
8) Per godimento di beni di terzi		12.120		12.642		7.200	
9) Per il personale		80.064		79.703		62.642	
di per rettifiche sul TFR		1.753					
10) Ammortamenti e svalutazioni		23.609		24.331		37.177	
11) Variazioni delle rimanenze di MP e merci		- 2.738		15.463		- 61.475	
12) Accantonamento per rischi							
13) Altri accantonamenti							
14) Oneri diversi di gestione		3.655	52.466	1.951		5.445	
B) Costi della produzione		304.618	32.580	364.252	23.759	241.536	23.519
15) Proventi da partecipazioni				2			
16) Altri proventi finanziari		2		1		1	
17) Interessi e altri oneri finanziari		- 4.418		- 13.395		- 13.459	
C) Proventi e oneri finanziari		- 4.416	28.164	- 13.392	10.367	- 13.458	10.061
18) Rivalutazioni		-		-		-	
19) Svalutazioni		-		-		-	
D) Rettifiche di valore di attività finanziarie		-	28.164	-	10.367	-	10.061
20) Proventi							
21) Oneri							
E) Proventi e oneri straordinari		-	28.164	-	10.367	-	10.061
22) Imposte sul reddito dell'esercizio		249		297			
Utile (Perdita) dell'esercizio		27.915	27.915	10.070	10.070	10.061	10.061
verifica		-		-		-	

Medie normalizzate		2020		2019		2018	
Utile medio normalizzato							16.197
IRES % attesa 24%		24%		24%		24%	2.415
Utile netto medio normalizzato							16.197
Utile netto medio normalizzato post tax							13.783



3. Sintesi dei parametri utilizzati per la stima del capitale economico

Foglio di sintesi dei dati e metodi di valutazione		
Rendimento atteso PER CCT tasso reale		1,44
Rendimento atteso per BOT tasso nominale		-0,63
Inflazione %		2,27
Tasso Risk Free (i')		1,65
Tasso Risk Free (i) al netto d'imposta	12,50%	1,44
Tasso Risk Free netto	1,439	1,44
Rischio d'attività β		0,66
Rendimento atteso del mercato		5,56
effetto fiscale	24,00%	4,23
ponderazione effetto leva (CP - CT)		0,04
Tasso di rendimento normale (i')		4,18

Il rendimento medio di titoli considerati privi di rischio è quello disponibile alla data di perizia, come si evince dalla tavola pubblicata nel sito internet della Banca d'Italia, esposta alla pagina seguente.

È stata utilizzata la media dei valori di colonna evidenziati.

I dati riguardanti la valutazione con il metodo Discounted Cash Flow, DCF sono riportati nei prospetti a pagina 17.





BANCA D'ITALIA

EUROSISTEMA

Rendistato anno 2021

	Rendistato per fasce di vita residua										
	Gen	Feb	Mar	Apr	Mag	Giu	Lug	Ago	Set	Ott	Nov
1 anno -- 1 anno e 6 mesi:	0,401	0,395	0,396	0,369	0,346	0,403	0,445	0,499	0,47	0,445	
1 anno e 7 mesi -- 2 anni e 6 mesi:	0,345	0,353	0,352	0,32	0,26	0,341	0,382	0,448	0,412	0,343	
2 anni e 7 mesi -- 3 anni e 6 mesi:	0,251	0,262	0,242	0,195	0,103	0,184	0,236	0,309	0,252	0,147	
3 anni e 7 mesi -- 4 anni e 6 mesi:	0,091	0,127	0,103	0,062	0,043	0,04	0,121	0,193	0,1	0,032	
4 anni e 7 mesi -- 6 anni e 6 mesi:	0,086	0,061	0,094	0,158	0,312	0,206	0,097	0,006	0,129	0,294	
6 anni e 7 mesi -- 8 anni e 6 mesi:	0,302	0,296	0,353	0,433	0,639	0,505	0,365	0,253	0,418	0,609	
8 anni e 7 mesi -- 12 anni e 6 mesi:	0,568	0,552	0,648	0,745	0,953	0,818	0,665	0,542	0,71	0,908	
12 anni e 7 mesi -- 20 anni e 6 mesi:	1,031	1,022	1,151	1,279	1,471	1,343	1,194	1,082	1,217	1,362	
20 anni e 7 mesi e oltre:	1,443	1,454	1,577	1,733	1,929	1,808	1,665	1,558	1,68	1,788	

VALORE MEDIO

1,4394

	Rendistato per fasce di vita residua Rendimento medio dei BOT										
	Gen	Feb	Mar	Apr	Mag	Giu	Lug	Ago	Set	Ott	Nov
Indice Rendibot	-0,49	-0,426	-0,486	-0,543	-0,533	-0,532	-0,576	-0,642	-0,595	-0,567	-0,625



4. La determinazione del Capitale di Cessione con il metodo (Discounted Cash Flow, DCF)

Tale metodo di valutazione individua il principale driver del valore del capitale economico, nella capacità dell'impresa di generare in prospettiva flussi di cassa operativi positivi. L'approccio maggiormente utilizzato è l'Unlevered DCF e considera i flussi di cassa al lordo delle componenti finanziarie (Free Cash Flow from Operation, FCFO); si tenga tuttavia presente che l'effetto finanziario comunque traspare dall'andamento del fabbisogno bancario; la formula seguente illustra un'applicazione dell'unlevered DCF:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^n} + PFN + S_a$$

Il valore della azienda risulta quindi dalla somma di:

- flussi di cassa operativi netti relativi alla gestione caratteristica (Ft) scontati al costo medio ponderato del capitale (WACC);
- posizione finanziaria netta (PFN) espressa a valori di mercato e riferita alla data di valutazione;
- valore di mercato di eventuali surplus asset (Sa) non inerenti alla gestione caratteristica.

Segue il prospetto dei flussi:

L'applicazione del metodo dei DCF appare particolarmente appropriata nel caso di aziende caratterizzate da un piano di sviluppo che prevede significativi esborsi per investimenti nella prima fase di previsione esplicita e conseguente incremento dei flussi di cassa sino all'assestamento del periodo di previsione, e visto quanto detto in premessa, appare una valutazione opportuna.



Descrizione	2021	2022	2023	2024	2025
Conto economico					
Valore della produzione	347.314	357.733	368.465	379.519	390.905
Costi operativi	284.841	290.538	296.348	302.275	308.321
= Margine operativo lordo (MOL - EBITDA)	62.473	67.196	72.117	77.244	82.584
<i>(Accantonamenti per rischi e altri accantonamenti)</i>					
(Ammortamento delle immobilizzazioni immateriali)	(6.879)	(6.879)	(6.879)	(6.879)	(6.879)
(Ammortamento delle immobilizzazioni materiali)	(18.360)	(18.360)	(18.360)	(18.360)	(18.360)
(Altre svalutazioni delle immobilizzazioni)					
(Svalutazione dei crediti compresi nell'attivo circolante)					
(Totale ammortamenti e svalutazioni)	(25.239)	(25.239)	(25.239)	(25.239)	(25.239)
= Risultato operativo netto EBIT	37.234	41.957	46.878	52.005	57.345
Proventi/(oneri) finanziari netti	(17.063)	(21.029)	(24.410)	(27.486)	(30.756)
Rettifiche di valore di attività finanziarie					
Proventi/(oneri) straordinari netti					
Risultato prima delle imposte	20.171	20.928	22.468	24.519	26.589
(Imposte dell'esercizio)	(4.841)	(5.023)	(5.392)	(5.885)	(6.381)
Utile/(perdita) dell'esercizio	15.330	15.905	17.076	18.634	20.207
Stato patrimoniale					
Immobilizzazioni immateriali	27.517	20.638	13.758	6.879	0
Immobilizzazioni materiali	1.176.994	1.158.634	1.140.274	1.121.914	1.113.554
Immobilizzazioni finanziarie	13.641	13.641	13.641	13.641	13.641
Totale immobilizzazioni	1.218.152	1.192.913	1.167.673	1.142.434	1.127.195
Rimanenze	433.387	446.389	459.780	473.574	487.781
Crediti	54.069	55.691	57.362	59.083	60.855
Altri crediti operativi					
Ratei e risconti attivi	1.312	1.312	1.312	1.312	1.312
(Debiti verso fornitori)	(62.988)	(64.248)	(65.533)	(66.843)	(68.180)
(Altri debiti operativi)	(24.523)	(26.608)	(28.869)	(31.323)	(33.986)
(Ratei e risconti passivi)	(1.279)	(1.279)	(1.279)	(1.279)	(1.279)
Capitale circolante netto	399.978	411.257	422.773	434.523	446.503
(Fondo TFR)	(1.404)	(1.404)	(1.404)	(1.404)	(1.404)
(Fondi per rischi ed oneri)	0	0	0	0	0
Capitale investito netto	1.616.726	1.602.766	1.589.043	1.575.553	1.572.294
Capitale sociale e riserve	778.363	778.363	778.363	778.363	778.363
Utili/(perdite) portati a nuovo	27.915	15.330	15.905	17.076	18.634
Utile/(perdita) dell'esercizio	15.330	15.905	17.076	18.634	20.207
Patrimonio netto	821.608	809.598	811.344	814.073	817.205
Debiti verso banche	448.441	534.205	606.452	677.947	759.273
Debiti verso altri finanziatori	354.855	266.141	177.428	88.714	0
Altri debiti di natura finanziaria					
(Disponibilità liquide)	8.179	7.179	6.179	5.179	4.179
(Attività finanziarie non immobilizzate)					
(Crediti di natura finanziaria)					
Posizione finanziaria netta	795.118	793.168	777.700	761.482	755.094
Capitale investito netto	1.616.726	1.602.766	1.589.044	1.575.555	1.572.298
	(0)	0	(2)	(2)	(4)
Determinazione dei flussi di cassa					
Risultato operativo	37.234	41.957	46.878	52.005	57.345
(Imposte figurative sul reddito operativo)	-8.936	-10.070	-11.251	-12.481	-13.763
Reddito operativo netto	28.298	31.887	35.627	39.524	43.582
Ammortamenti ed accantonamenti	25.239	25.239	25.239	25.239	25.239
Variazione del capitale circolante netto	(52.336)	(11.279)	(11.516)	(11.750)	(11.980)
(Investimenti in capitale fisso)					(10.000)
Flussi di cassa della gestione operativa	1.201	45.847	49.351	53.013	46.841



Determinazione del costo medio ponderato del capitale					
Tasso privo di rischio	1,44%	1,44%	1,44%	1,44%	1,44%
Premio per il rischio di mercato	5,56%	5,56%	5,56%	5,56%	5,56%
Beta (indicatore rischiosità investimenti)	0,659	0,659	0,659	0,659	0,659
Premio per il rischio	3,66%	3,66%	3,66%	3,66%	3,66%
Costo del capitale proprio	5,10%	5,10%	5,10%	5,10%	5,10%
Costo lordo del debito	4,28%	4,28%	4,28%	4,28%	4,28%
Aliquota fiscale applicabile	24%	24%	24%	24%	24%
Effetto fiscale degli oneri finanziari	-1,03%	-1,03%	-1,03%	-1,03%	-1,03%
Global Default Spread to add to cost of debt =					
Costo del debito al netto dello scudo fiscale sugli oneri	3,25%	3,25%	3,25%	3,25%	3,25%
% mezzi propri su capitale investito netto	49,18%	49,49%	48,94%	48,33%	48,02%
% mezzi di terzi su capitale investito netto	50,82%	50,51%	51,06%	51,67%	51,98%
Costo medio ponderato del capitale	4,16%	4,17%	4,16%	4,15%	4,14%
Analisi valutativa	1	2	3	4	5
Flusso di cassa della gestione operativa lordo	1.201	45.847	49.351	53.013	46.841
Costo medio ponderato del capitale	4,16%	4,17%	4,16%	4,15%	4,14%
Fattore di attualizzazione	0,9996	0,9992	0,9988	0,9983	0,9979
Flusso di cassa attualizzato	1.201	45.809	49.289	52.925	46.744
Somma dei flussi di cassa attualizzati	195.968	*			
Valore terminale:	5				
Flusso di cassa dell'ultimo anno di previsione esplicita	46.841				
Costo medio ponderato del capitale (A)	4,14%				
Tasso di crescita g atteso nel lungo periodo (B)	0,03%				
Tasso di attualizzazione (A-B)	4,11%				
Valore terminale	1.140.066				
Fattore di attualizzazione	0,9979				
Valore terminale attualizzato	1.137.708	#			
Valore economico del capitale investito	1.333.676	#	*		
Posizione finanziaria netta data di rif.	783.281				
Surplus Assets Sa non inerenti alla gestione caratteristica	0				
Valore economico del capitale proprio	550.395				

5. Determinazione dell'Avviamento e del Capitale di Cessione

Nella tabella seguente sono riportati schematicamente i parametri ed i valori ottenuti dall'applicazione delle diverse formule di valutazione descritte nella parte generale del presente lavoro.

Sulla base dei metodi impiegati e dei dati a disposizione, si ritiene e stima che il valore del Capitale di Cessione dell'azienda al netto del valore differenziale tra premio e sconto per il controllo di euro 119.229=, che comporta uno *sconto di minoranza per la mancanza di controllo* di euro 58.442=, sia quindi di euro 550.395=, nulla potendosi dire in merito allo *sconto di minoranza di persone chiave (key person discount) o per mancanza di negoziabilità della quota o illiquidità*.

Si ritiene di dover far notare che la società non gode di avviamento ma semmai di badwill, ovvero il capitale investito non garantisce un rendimento adeguato al mercato di riferimento.



Foglio di sintesi dei dati e metodi di valutazione		
Rendimento atteso PER CCT tasso reale		1,44
Rendimento atteso per BOT tasso nominale		-0,63
Inflazione %		2,27
Tasso Risk Free (i')		1,65
Tasso Risk Free (i) sine d'imposta	12,50%	1,44
Tasso Risk Free netto	1,439	1,44
Rischio d'attività β		0,66
Rendimento atteso del mercato		5,56
effetto fiscale	24,00%	4,23
ponderazione effetto leva (CP - CT)		0,04
Tasso di rendimento normale (i')		4,18
Anni (n)		10
Patrimonio netto da stima (K)		806.348
Reddito normalizzato		13.783
Sovrareddito normalizzato (R-iK)		2.176
Formule di valutazione Capitale di cessione		
Valore attuale rendita R/i		329.662
Sovrareddito (goodwill) $K+a[n]i'(R-iK)$	Sì	788.853
Semplificato $K+n(R-iK)$		828.113
Flussi di cassa attualizzati DCF Discounted Cash Flow	Sì	550.395
Capitale Economico quale valore medio		669.624
differenziale tra premio e sconto di controllo		119.229
Valore del Capitale Economico netto		550.395
Quota del	49%	269.694
equivalente a :		669.624
Valore lordo	49%	328.116
sconto	49%	58.422
Valore di stima della quota sociale		269.694



CONCLUSIONI

Pertanto riassunti i risultati raggiunti dalle operazioni di valutazione sopra descritte, esaminati gli atti e i documenti di causa, tenuto conto altresì delle osservazioni delle parti, il CTU espone le risultanze del proprio elaborato: il valore delle quote pignorate dalla società "SOCIETÀ AGRICOLA CA' DEI CONTI S.R.L.", pari al 49% del capitale sociale è dunque di euro 269.694=, nulla potendosi dire in merito agli ulteriori potenziali sconti di minoranza (trattandosi di quota non di controllo) e nulla potendosi dire in merito alla valutazione del diritto di prelazione, statutariamente previsto, che potrebbero rendere più difficile la negoziazione della partecipazione. Entrambi questi elementi di natura soggettiva non rilevabile nella valutazione di società senza uno specifico mercato potrebbero portare ad una valutazione della partecipazione, significativamente inferiore al capitale economico così come valutato.

Si riporta di seguito l'art. 8 dello Statuto sociale, secondo il quale spetta ai soci il diritto di prelazione.

----- Art. 8 - TRASFERIMENTO DELLA PARTECIPAZIONE -----

8.1 - INTER VIVOS -----

Spetta ai soci il diritto di prelazione in caso di vendita in tutto o in parte della quota di partecipazione, o di costituzione sulla medesima di diritti reali a favore di altri soggetti, il cui esercizio è disciplinato nel seguente modo: -----

- la denuntiatio deve pervenire agli altri soci a mezzo di raccomandata A.R. e contenere il valore nominale della quota in oggetto, il nominativo dell'acquirente, il corrispettivo della cessione e le condizioni di pagamento; -----
- gli altri soci possono esercitare il diritto loro riconosciuto comunicandolo all'offerente, a mezzo di raccomandata A.R., entro trenta giorni dalla data di ricevimento della denuntiatio; -----
- non è ammesso l'esercizio parziale del diritto di prelazione e, in ipotesi di più prelazionari, la quota verrà acquistata in proporzione alla rispettiva partecipazione al capitale della società; -----
- in caso di mancata risposta nei termini di cui sopra, l'offerta di prelazione si intende rifiutata ed il socio offerente è libero di trasferire la propria quota alle condizioni specificate nella denuntiatio, purchè entro il termine di tre mesi dalla decadenza o dalla rinuncia al diritto di prelazione. -----

Il trasferimento della quota a terzi può avvenire anche senza previa offerta in prelazione e conseguenti adempimenti qualora sia espresso consenso scritto al trasferimento da parte di tutti i soci. -----

Le quote non possono essere costituite in pegno senza il preventivo consenso scritto dell'Organo Amministrativo. -----



Sussistono pertanto vincoli alla trasferibilità delle quote nell'ambito del procedimento di esecuzione.

Si allega la perizia dell'Ausiliare del Giudice dottor Fabio Zenato

Verona, 16/12/2021

Con osservanza,

Dottor Stefano Rossato

