

Dott. Francesco Palmieri
Dottore Commercialista
Revisore Contabile
Via G. Sanfelice n. 33
80134 – Napoli
Tel./fax 0815513490 - 0815516389

TRIBUNALE DI TORRE ANNUNZIATA

SEZIONE FALLIMENTARE

FALLIMENTO DELLA SOCIETA' DI FATTO COMPOSTA DA:
MICHELE IULANO, MARIA LUIGIA LEMBO, GIOVANNA ILULIANO,
GIUSEPPE LEMBO, LEONARDO LEMBO, LUCIA BOCCIA, ANGELO
DELLA GATTA, PASQUALE DELLA GATTA, MICHELE DELLA
GATTA
N. 24/2013

GIUDICE DELEGATO:
DOTT. FABIO DI LORENZO

CURATORI:
AVV. ANTONIO DE NOTARISTEFANI DI VASTOGIRARDI
DOTT. GIUSEPPE CASTELLANO
DOTT. MASSIMO DI PIETRO

RELAZIONE DI CONSULENZA TECNICA D'UFFICIO IN MERITO

ALLA VALUTAZIONE DELLA SOCIETA' VILLA SORA S.R.L.

**(AMMINISTRATORE UNICO DESIGNATO DALLA PROCEDURA
FALLIMENTARE:)**



INDICE

1) PREMESSA ED OGGETTO DELL'INCARICO.....	3
2) INFORMAZIONI ACQUISITE E DOCUMENTI ESAMINATI: LA RELAZIONE DELL'ARCH. CASOLARO.	3
3) ALCUNE SINTETICHE INFORMAZIONI SULLA "SOCIETÀ".	4
3.1) DATI DI BILANCIO.....	6
3.2) INFORMAZIONI APPRESE NEL CORSO DELL'ACCESSO SVOLTO NEL COMPENDIO FONDARIO DENOMINATO "VILLA SORA" ED A SEGUITO DI COLLOQUI AVUTI CON L'AMMINISTRATORE DELLA SOCIETÀ 7	
4) CRITERI E METODOLOGIE DI VALUTAZIONE.....	9
4.1) METODO PATRIMONIALE.....	10
4.2) METODO REDDITUALE.....	12
4.3) METODO FINANZIARIO.....	13
4.4) METODI MISTI PATRIMONIALI-REDDITUALI O PATRIMONIALI-FINANZIARI.....	14
4.5) METODI DI CONFRONTO CON IL MERCATO	15
5) METODOLOGIA SCELTA E VALUTAZIONE.....	16
6) LO SVILUPPO DELLA VALUTAZIONE.....	20
7) CONCLUSIONI.....	23
INDICE DEGLI ALLEGATI.....	24



1) Premessa ed oggetto dell'incarico.

Il sottoscritto Dott. Francesco Palmieri, nato a Napoli il 2.9.1969, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti per la Circoscrizione del Tribunale di Napoli, con autorizzazione del G.D. alla procedura in epigrafe resa con decreto del 26.11.2015, è stato designato per la **valutazione economica aziendale della partecipazione totalitaria al capitale sociale della società Villa Sora s.r.l. con sede in Torre del Greco Napoli, al Corso Vittorio Emanuele n. 80, C.F. 06703011210, di seguito anche semplicemente "società".**

Tale partecipazione totalitaria è infatti nella titolarità della Sig.ra Maria Boccia e dunque rientra nella massa attiva della procedura fallimentare in epigrafe.

2) Informazioni acquisite e documenti esaminati: la relazione dell'Arch. Casolaro.

Con l'ausilio del Dott. _____, attuale amministratore unico della Villa Sora srl su designazione della curatela fallimentare, lo scrivente, oltre ad aver effettuato un lungo sopralluogo nel compendio immobiliare di pertinenza della "società", ha tra l'altro acquisito la seguente documentazione sui cui è stata sviluppata la valutazione *de qua*:

- bilanci d'esercizio e dettagli contabili;
- verbali assembleari;
- atto costitutivo;
- delibera di aumento di capitale con conferimento;
- delibera di trasformazione;



- relazione di consulenza tecnica redatta dall'Arch. Renato Casolaro (Rapporto del Compendio Immobiliare denominato Villa Sora sito in Torre del Greco – NA).

Attesa la natura immobiliare (fondiarie) della società *target*, di centrale rilievo per la valutazione oggetto della presente relazione è appunto la relazione dell'Arch.Casolaro; relazione che per un verso identifica e descrive dettagliatamente l'area di pertinenza della Villa Sora, e per altro aspetto ne fornisce una stima del valore di mercato.

Le risultanze del lavoro (allegato alla presente – **All.1**) dell'Arch. Casolaro sono state pertanto recepite nel presente elaborato, con la conseguenza che le conclusioni cui lo scrivente è giunto ne sono significativamente influenzate.

3) Alcune sintetiche informazioni sulla “società”.

In data 23 luglio 2010 i signori _____, con atto per notaio Fabrizio Branca in Napoli (Rep. 1804 – Racc. 1233), costituiscono la società in accomandita semplice, con la ragione sociale Villa Sora s.a.s. di Montella Gennaro.

Il capitale sociale della Villa Sora s.a.s. di complessivi euro 21.000,00 viene parzialmente liberato con il contestuale conferimento da parte del socio

di una porzione di fabbricato denominato “_____” sito in Torre del Greco, località “Sora”, con accesso dalla Via del Cimitero n.40 <<prevalentemente diruto, collassato in parte e disabitato>> (così recita l'atto costitutivo); porzione di fabbricato considerata del valore complessivo di euro 190.000,00 di cui euro 20.000,00 destinato a coprire il versamento di capitale del socio _____, ed euro 170.000,00 imputato direttamente al patrimonio sociale.



Oggetto sociale della Villa Sora s.a.s. è *<<l'attività fondiaria in genere e quella agraria e turistica in specie>>*, con la possibilità di *<<miglioramento fondiario dei terreni destinati ad aziende agricole e turistiche anche realizzando complessi alberghieri, campeggi, stabilimenti balneari, centri residenziali in genere, termali e simili e gestendo gli stessi in proprio ovvero affidandone la gestione a terzi>>*.

In data 19 gennaio 2012, con atto (Rep. 113400 – Racc. 31539) per notaio Adolfo Branca, in Napoli, i soci della Villa Sora s.a.s. deliberano un aumento di capitale fino ad euro 100.000,00, mediante un conferimento di un ampio, e limitrofo a quello già conferito in sede di costituzione, compendio immobiliare composto da circa 48 mila metri quadri di terreno, oltre fabbricati rurali e porzioni di fabbricati rurali, nonché piccole abitazioni, locali commerciali, tettoie, e locali deposito. A detto conferimento viene assegnato il valore complessivo di euro 645.000,00 di cui euro 79.000,00 imputati all'aumento di capitale, ed euro 566.000,00 imputati a riserva di patrimonio.

Poco successivamente, con atto per notaio Fabrizio Branca in Napoli del 3.2.2012 (Rep.2883 – Racc. 1991), viene deliberata la trasformazione della società in s.r.l., con capitale sociale pari ad euro 100.000,00, e denominazione sociale "Villa Sora s.r.l."; ed immediatamente dopo (in data 9.2.2012) le quote di partecipazione al capitale sociale delle medesima società vengono trasferite, al prezzo di euro 886.050,00 (atto di trasferimento in **All.2**), dai Sig.ri

e _____, alla società _____ (c.f. _____), la quale ultima ne diviene così socio unico, **fino alla successiva cessione dell'intera partecipazione totalitaria in favore della Sig.ra Boccia Lucia (c.f. BCCLCU37A65L259P) avvenuta in data 25.10.2012.**



La "Villa Sora s.r.l." è dunque società che detiene un compendio immobiliare di dimensioni molto rilevanti e caratteristiche tuttavia del tutto atipiche (sulle quali si tornerà di qui a breve).

3.1) Dati di bilancio

Di seguito si espongono i dati riclassificati dei bilanci di esercizio della società al 31/12/2010 e al 31/12/2011 (dati risultanti dalla contabilità della s.a.s.), nonché al 31/12/2012, 31/12/2013, 31/12/2014, e 31/12/2015:

Stato patrimoniale in €	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti	0	0	0	0	0	0
Immobilizzazioni immateriali	22.000	22.000	68.922	51.691	34.461	17.230
Immobilizzazioni materiali	0	0	0	0	0	0
Immobilizzazioni finanziarie	0	0	0	0	0	0
Altre attività a lungo	0	0	0	0	0	0
Totale immobilizzazioni nette	22.000	22.000	68.922	51.691	34.461	17.230
Rimanenze	190.000	190.000	835.000	836.500	885.373	885.373
Crediti commerciali	0	0	0	2.830	3.930	5.130
Debiti commerciali	0	0	(1.091)	(11.609)	(42.870)	(52.701)
Disponibilità liquide	0	0	17.636	7.667	13.111	6.353
Altre attività correnti	300	300	6.128	3.236	1.539	1.889
Altre passività correnti	(21.300)	(23.674)	(2.040)	0	(500)	(630)
Capitale circolante netto	169.000	166.626	855.633	838.624	860.583	845.414
Fondi TFR e rischi	0	0	0	0	0	0
Debiti verso banche a lungo	0	0	0	0	0	0
Altre passività consolidate	0	0	(50.000)	(50.000)	(89.997)	(89.997)
Totale passività consolidate	0	0	(50.000)	(50.000)	(89.997)	(89.997)
Capitale investito netto	191.000	188.626	874.555	840.315	805.047	772.647
Patrimonio netto	191.000	188.626	874.555	840.315	805.047	772.647
Debiti verso banche (quota a breve)	0	0	0	0	0	0
Posizione finanziaria netta (a breve)	0	0	0	0	0	0
Totale a pareggio	191.000	188.626	874.555	840.315	805.047	772.647

Conto economico in €	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ricavi delle vendite e prestaz.	0	0	0	6.960	4.430	5.430
Variazioni delle riman. di prodotti	0	0	0	0	0	0
Altri ricavi e proventi	0	0	0	0	0	0
Valore della produzione	0	0	0	6.960	4.430	5.430
Materie prime, suss. e di consumo	0	0	0	(1.500)	(48.873)	0
Costi per servizi	0	0	(12.508)	(19.723)	(15.043)	(14.847)
Costi per god. dei beni di terzi	0	0	0	0	0	0
Costi per il personale	0	0	0	0	0	0
Svalutazione dei crediti	0	0	0	0	0	0
Variazione delle materie prime	0	0	0	1.500	48.873	0
Oneri diversi di gestione	0	(2.734)	(6.807)	(4.192)	(7.735)	(5.752)
EBITDA	0	(2.734)	(19.315)	(16.955)	(18.348)	(15.169)
Ammortamenti imm.ni immateriali	0	0	(17.230)	(17.230)	(17.230)	(17.230)
Ammortamenti imm.ni materiali	0	0	0	0	0	0
Accantonamenti e altre svalutazioni	0	0	0	0	0	0
EBIT	0	(2.734)	(36.545)	(34.185)	(35.578)	(32.399)
Proventi finanziari	0	0	0	0	2	0
Oneri finanziari	0	0	0	0	0	0
Proventi straordinari	0	0	13.140	0	311	0
Oneri straordinari	0	0	0	(54)	(2)	(1)
Reddito ante imposte	0	(2.734)	(23.405)	(34.239)	(35.267)	(32.400)
Imposte (correnti), anticipate (differite)	0	0	0	0	0	0
Reddito netto	0	(2.734)	(23.405)	(34.239)	(35.267)	(32.400)

I dati di bilancio sopra riportati, in particolare quelli del conto economico (peraltro sempre in perdita), mostrano una sostanziale inattività della società. Circostanza questa a ben vedere compatibile con l'ipotesi del mancato avvio di un progetto di sviluppo (peraltro anche richiamato nell'atto costitutivo), progetto del quale tuttavia non si dispone di alcun dettaglio o comunque documentazione.

3.2) Informazioni apprese nel corso dell'accesso svolto nel compendio fondiario denominato "Villa Sora" ed a seguito di colloqui avuti con

7 

l'amministratore della società

Nel corso di un proficuo accesso svolto presso il compendio fondiario denominato "Villa Sora" in data 1 marzo 2016 con l'Amministratore della società designato dalla procedura in epigrafe, Dott. _____, e a seguito dei colloqui avuti anche in differenti altre occasioni con lo stesso amministratore, chi scrive si è potuto rendere conto delle circostanze che di seguito in sintesi si espongono e che effettivamente hanno inciso nel procedimento di valutazione sviluppato dal sottoscritto.

Il compendio denominato "Villa Sora" è costituito da una ampissima area che, ubicata nel comune di Torre del Greco, in località limitrofa a quella del cimitero della medesima cittadina, si sviluppa su un "singolare" terreno che scende verso mare e che ingloba: i) alcuni fabbricati rurali, di modeste dimensioni e in prevalenza diroccati; ii) coltivazioni di vario genere, in prevalenza di fiori destinati alla vendita presso il limitrofo cimitero; iii) alcuni modesti e "malconci" locali commerciali ubicati sulla Via del Cimitero utilizzati dai conduttori per la vendita dei citati fiori; iv) tettoie e precarie costruzioni leggere anche in lamiera; v) serre realizzate in economia; vi) verso il mare, e nelle immediate adiacenze del cimitero, un sito archeologico (sottoposto ai relativi vincoli) con reperti di interesse storico di epoca "romana"; vii) ancor più verso il mare, una striscia di terra, con accesso da un passaggio con scale diroccate e da un tunnel di attraversamento della linea ferroviaria, che, confinante con l'arenile, ha destinazione urbanistica compatibile con la realizzazione di lidi balneari (tuttavia il mare in quell'area è fortemente inquinato, e l'accesso è proprio nei pressi dell'area cimiteriale).

L'area è "storicamente" occupata da coloni che svolgono l'ordinaria manutenzione della stessa (evitando così i possibili perniciosi effetti del suo



abbandono) e che, a fronte di irrisori canoni di locazione, la coltivano ricavandone utilità evidentemente destinate al sostegno personale.

Da tale quadro appare evidente che chi, rilevando le quote sociali della Villa Sora s.r.l., ha acquistato l'area in questione doveva presumibilmente avere un'idea di sviluppo (agricolo, turistico, e/o immobiliare) rimasta tuttavia inattuata. Ed infatti di tale idea (che comunque doveva esserci: l'acquisizione altrimenti non avrebbe avuto senso alcuno) non c'è traccia nei documenti sociali, come non risulta essere mai stato sviluppato un articolato *business plan*, o comunque una qualche forma di programma di valorizzazione.

Chi ha rilevato le quote della Villa Sora s.r.l. deve quindi aver intravisto delle "potenzialità" nell'area in questione, al di là della fattuale e amministrativa condizione della stessa. Potenzialità che, invero, non possono sfuggire neanche all'avventore "occasionale" (come appunto lo è stato chi scrive nel corso dell'accesso dell'1.3.2016); come neanche può sfuggire che il mancato sviluppo, non dell'area, ma ancora prima di un suo programma di valorizzazione, è presumibilmente dovuto ai vincoli e alle vischiosità certamente difficili da superarsi o quantomeno da conciliarsi con una gestione economicamente vantaggiosa delle stesse. Ci si riferisce in particolare alla "storica" presenza dei coloni e, sotto il profilo amministrativo, ai numerosi vincoli urbanistici sull'intera area analiticamente descritti nella relazione dell'Arch. Casolaro, cui quindi si rinvia, oltre che alla stretta vicinanza con l'area cimiteriale.

4) Criteri e metodologie di valutazione

La valutazione di una società o di una azienda richiede naturalmente l'applicazione di specifici criteri e metodi.



In linea di massima tali criteri e metodi vanno scelti con la finalità di esprimere, nel migliore dei modi, una stima razionale, dimostrabile, e per quanto possibile oggettiva e stabile.

Nel tempo gli analisti hanno sviluppato diversi criteri e metodi. Naturalmente la scelta di essi non è univoca, ma dipende dall'oggetto della valutazione e dalla finalità della stessa.

Prima di addentrarsi nella scelta, chi scrive ritiene corretto descrivere al lettore, seppure sommariamente ed in estrema sintesi, i criteri e i metodi di valutazione generalmente più diffusi, con riguardo alla stima dei valori di aziende.

Tali metodi possono così raggrupparsi:

- a) metodi patrimoniali;
- b) metodi reddituali;
- c) metodi finanziari;
- d) metodi misti patrimoniali-reddituali o patrimoniali-finanziari;
- e) metodi di confronto con il mercato o empirici.

Le citate metodologie, peraltro, possono anche combinarsi tra loro o essere utilizzati in modo integrato, anche per finalità di controllo della valutazione.

4.1) Metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale esprime il valore dell'azienda o della società valutata sulla base dei valori "correnti" delle attività e delle passività facenti parte del patrimonio aziendale.

Tale metodo, consente di stimare un patrimonio aziendale in modo oggettivo e riscontrabile e ha come sua peculiare caratteristica la stima analitica a valori

correnti (prezzi di mercato del momento) o di sostituzione (ipotesi del riacquisto o della riproduzione).

Essa viene effettuata in via analitica per le diversi componenti o categorie di componenti omogenee del patrimonio aziendale.

Il metodo in oggetto è particolarmente utilizzato per le imprese in cui il patrimonio può rappresentare effettivamente e in modo attendibile il valore aziendale (si pensi ad esempio alle società tipicamente immobiliari).

Tale metodo, ha l'obiettivo e comprensibile limite di non prendere in considerazione la capacità di generare nel tempo ricchezza da parte dell'azienda oggetto di valutazione, o viceversa, di causare risultati negativi e conseguenti perdite di patrimonio.

Per altro verso, il metodo in questione presenta il pregio di essere fortemente ancorato alla composizione quantitativa e qualitativa del patrimonio aziendale, con la conseguente maggiore dimostrabilità della basi valutative.

Il metodo patrimoniale può, principalmente, essere adottato in una duplice versione: "semplice" e "complessa".

Il "patrimoniale semplice" considera solo i valori correnti dei beni iscritti nella contabilità, e dunque non tiene conto dei possibili beni immateriali (*intangibles*) non iscritti.

Con tale metodologia il valore dell'azienda (W) corrisponde, pertanto, al valore del capitale netto rettificato (K) a valori correnti, in base alla seguente formula:

$$W = K$$

Il "patrimoniale complesso" considera, viceversa, anche tutti i c.d. *intangibles* che sia possibile identificare e valutare, a prescindere dallo loro iscrizione nelle scritture contabili.



Pertanto, esso esprime la stima con la seguente formula:

$$W = K + BI$$

dove:

W = valore dell'azienda;

K = valore del capitale netto rettificato;

BI = valore dei beni intangibili.

I beni intangibili presi in considerazione dal modello in esame sono intangibili di mercato (di *marketing*) o legati alla tecnologia o imputabili a specifiche conoscenze e capacità, o anche autorizzazioni e concessioni, di pertinenza dell'organizzazione di riferimento.

Va detto che la stima degli *intangibles* è fondata generalmente sui flussi di risultato attesi dal loro impiego. Essa è dunque anche riconducibile all'avviamento (*goodwill*) o disavviamento (*badwill*), seppure, a differenza di questi, il valore degli intangibili dovrebbe ritrovare un qualche riscontro nel mercato.

Talvolta, comunque, è possibile ricavare il valore degli *intangibles* anche sulla base dei costi di acquisto, di sostituzione, o riproduzione degli stessi.

L'applicazione del metodo patrimoniale complesso può dunque, in alcuni casi, far addivenire ad una valutazione più aderente ai valori correnti d'azienda in quanto considera anche alcuni elementi (di redditività) o comunque in grado di generare ricchezza.

4.2) Metodo reddituale

Il metodo reddituale è basato sulla capacità dell'azienda di generare nel tempo (futuro) flussi di reddito. Il valore dell'azienda (W) viene dunque stimato come funzione dei redditi attesi (R).



Naturalmente a tal fine è anche necessario definire un orizzonte temporale di riferimento.

Tale orizzonte può essere assunto in via indefinita o perpetua, ed in tal caso il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita perpetua secondo la seguente formula:

$$W = R/i$$

dove R è la rata costante calcolata al tasso (i) di attualizzazione.

In tal caso il valore di (R) è quello *prospettico* ma al contempo *medio*, e cioè quello che stabilmente l'azienda è in grado di generare (esso va quindi anche *normalizzato*: depurato dalle componenti straordinarie non ripetibili).

Il tasso di attualizzazione (i) esprime, invece, sia il compenso derivante dal semplice trascorrere del tempo (il c.d. *free risk*: rendimento della attività prive di rischio, ad esempio titoli sicuri di debito pubblico), che la remunerazione del rischio d'impresa.

4.3) Metodo finanziario

Il metodo finanziario considera che il valore di una azienda dipende dai flussi di cassa che la stessa è in grado generare in un certo orizzonte temporale.

Il c.d. Discounted Cash Flow (DCF), nella sua accezione tipica del Dividend Discount Model (DDM), tiene conto che nessuna impresa può distribuire dividendi in misura superiore alla sua capacità di generare flussi di cassa.

Il modello valutativo si basa perciò sui flussi di cassa medio-normali, proiettabili in un arco temporale ben definito (previsione esplicita) e oltre lo stesso (il *Terminal Value*).



Del DCF è apprezzabile la sua oggettività, laddove esclude le voci di costo e di ricavo non aventi natura monetaria e dunque non immediatamente disponibili.

Il DCF impone la stima di flussi di cassa ed è particolarmente valido nelle valutazioni strategiche di imprese in *start up* o che hanno in corso forti investimenti. Esso, però, al pari del metodo reddituale, è fortemente influenzato dalla concreta possibilità di stimare i flussi (in questo caso di cassa) futuri.

4.4) Metodi misti patrimoniali-reddituali o patrimoniali-finanziari

I metodi misti considerano in via simultanea sia le valutazioni di tipo patrimoniale puro, sia quelle di flussi di reddito o, in alternativa, di flussi di cassa.

Tendenzialmente, invero, la prassi degli esperti, è più orientata all'utilizzo di tale metodologia mista avvalendosi dei risultati reddituali per l'identificazione dell'avviamento aziendale.

In linea con tale prospettiva, in questa sede, si ritiene di potersi limitare alla descrizione dei metodi patrimoniali-reddituali, avvertendo che tuttavia quelli patrimoniali-finanziari sono concettualmente analoghi.

Ciò posto, si segnala che il metodo misto patrimoniale-reddituale è generalmente utilizzato con la stima autonoma dell'avviamento (*goodwill*) o avviamento negativo (*badwill*). In altri termini, alla stima delle attività e delle passività che formano il patrimonio aziendale si somma il *goodwill* (o si sottrae il *badwill*) autonomamente stimato.

Come noto, l'avviamento identifica la capacità di generare redditi futuri tali da remunerare i capitali investiti, in misura maggiore o minore rispetto al rendimento di investimenti alternativi.

La formula più comunemente in uso è la seguente:



$$W = K + A_v$$

dove:

W = valore dell'azienda;

K = valore del capitale netto rettificato;

A_v = valore di avviamento (o disavviamento);

A_v , viene spesso considerato pari a $(R - i) \cdot a_{n|i'}$, con:

R = reddito medio normalizzato prospettico;

i = tasso di remunerazione dell'investimento;

$a_{n|i'}$ = calcolo di una rendita temporanea posticipata;

n = durata dell'avviamento;

i' = tasso di attualizzazione.

4.5) Metodi di confronto con il mercato

I metodi di confronto con il mercato assumono come base di riferimento i prezzi correnti di "imprese comparabili", utilizzando i multipli di mercato.

I multipli sono ampiamente in uso tra gli operatori e gli analisti dei mercati finanziari, i quali hanno l'esigenza di esprimere valutazioni anche in tempi ristrettissimi e comunque in termini più propriamente comparativi.

La metodologia dei multipli fa dunque riferimento ai valori e alle quotazioni espresse dai mercati finanziari e prevede, sostanzialmente, le due varianti:

- a) delle *imprese comparabili* (con la quale viene preso in esame un campione di società quotate comparabili e, quindi, i relativi prezzi segnati dalle borse, dai quali si deducono alcuni moltiplicatori per valutare l'azienda, o società, oggetto di valutazione);

- b) delle *transazioni comparabili* (che assume quale parametro valutativo i prezzi di eventuali negoziazioni riguardanti la proprietà di società comparabili, per tipologia di attività e caratteristiche di mercato).

5) Metodologia scelta e valutazione

L'individuazione di una metodologia valutativa è innanzitutto funzione delle finalità della stessa valutazione, e cioè del concetto di valore a cui occorre riferirsi.

In altri termini, l'attribuzione di un valore ad una società, un gruppo, un'azienda o un suo ramo, implica naturalmente sempre una definizione del concetto stesso di valore, ovvero del risultato a cui ogni procedimento di analisi valutativa deve inevitabilmente giungere.

La dottrina tradizionale in materia¹ si è molto spesa nel distinguere in particolare il concetto di "capitale economico" dal concetto di "valore potenziale del capitale".

In estrema sintesi, e non volendo appesantire la lettura di questa relazione, va tenuto presente, anche per le finalità dell'indagine che ci occupa, che:

- a) il "capitale economico" è riconducibile al **valore che un soggetto razionale ed economico attribuisce ad un'impresa quale investimento, anche in funzione degli investimenti alternativi**; il concetto di "capitale economico" è quindi una delle possibili misure del valore, definita dalla medesima dottrina come un'importante formula valutativa che, pur non essendo la sola accettabile e razionale, è semplicemente quella che meglio sa combinare ed ottimizzare le caratteristiche giudicate positive ai fini della stima:

¹ Per tutti, si richiama L. Guatri, Trattato sulla Valutazione delle Aziende Egea – Milano 1998 – pagg. 41 e ss.

razionalità, dimostrabilità², neutralità ed eventualmente stabilità.

b) il concetto di **"valore potenziale del capitale"** è espressione del prevedibile sviluppo aziendale futuro e quindi conseguente alle capacità e prospettive dell'azienda a medio lungo termine³. Il valore potenziale può essere cioè sensibilmente diverso a seconda dei diversi scenari che si configurano in base alle differenti strategie e pianificazioni aziendali.

Orbene, la valutazione che ci occupa, per le sue finalità – definizione di un prezzo di riferimento per una eventuale vendita nell'ambito di una procedura fallimentare – non può che ricondursi al concetto di **valore del capitale economico**.

Trattasi cioè di una stima che, finalizzata all'individuazione di quel valore intrinseco dell'azienda, prescinde da strategie future e pianificazioni non ancora attuate, avendo lo scopo di costituire, ad oggi, la base di riferimento per l'individuazione di un prezzo di cessione.

Nel caso di specie in particolare non possono essere valorizzate, per le finalità che ci interessano, eventuali potenzialità connesse ai possibili scenari di sviluppo e valorizzazione dell'area "Villa Sora". Infatti, a maggior ragione in considerazione del fatto che un piano di sviluppo neanche risulta realizzato dalla "società", la valorizzazione dell'area rappresenta l'impresa, il business, dell'eventuale acquirente, che dunque dalle eventuali conseguenti utilità trarrà la

² Valutazione dimostrabile, significa in particolare, che le quantità utilizzate nella formula prescelta devono avere un accettabile grado di credibilità e quindi di obiettività. In tal senso ancora Guatri, op cit. pag.43

³ Così Daniele Balduzzi, La Valutazione dell'Azienda, Edizioni Fag, Milano 2005.

remunerazione dei rischi e degli oneri che con l'acquisizione dovrà necessariamente sopportare.

Ciò posto, occorre comunque individuare quale, tra le metodologie sopra sinteticamente riportate (al paragrafo 4 e relativi sottoparagrafi), sia quella più aderente alla valutazione in questione.

A tale riguardo va innanzitutto considerato che metodi di confronto con il mercato non appaiono proficuamente applicabili alla fattispecie che ci occupa per l'assenza di situazioni analoghe parametrabili da poter prendere a confronto⁴, che indagini fondate su flussi di reddito e soprattutto di cassa non appaiono sviluppabili in modo sufficientemente solido per la indisponibilità di dati previsionali prospettici e per la impossibilità della loro elaborazione in mancanza di quelle assunzioni di base indispensabili (le linee guida di un progetto di sviluppo) per la redazione di un piano industriale o *business plan*. Per altro verso, occorre poi tenere presente che si dispone di una recente imparziale valutazione inerente la principale componente dell'azienda della "società" *target* della valutazione: la valutazione del 20 maggio 2016 dell'intera area di pertinenza della Villa Sora s.r.l. redatta dall'Arch. Renato Casolaro.

Tanto premesso, a giudizio di chi scrive un adeguato criterio di valutazione delle quote della Villa Sora s.r.l. può senz'altro essere quello "misto" patrimoniale-reddituale.

Infatti, se per un verso la componente patrimoniale è senz'altro la preponderante caratteristica della società, non può trascurarsi, per altro aspetto, che il patrimonio non è mai un valore assoluto, ma è anch'esso strumento per la creazione di valore e utilità; valore e utilità che nel caso di specie, anche alla luce

⁴ Né può considerarsi tale, perché appunto un caso singolare, la specifica transazione del 2012 in forza della quale la Villa Sora s.r.l. è entrata nella sfera economica di pertinenza dei soci della società di fatto di cui all'epigrafe della presente relazione.

dei dati fatti registrare dalla società⁵, non è immediatamente realizzabile, ma richiederà certamente del tempo per superare quei vincoli e quelle vischiosità di fatto e di natura amministrativa di cui si accennato nei precedenti paragrafi (in particolare si fa rinvio al par. 3.2). Circostanze queste che inducono lo scrivente a prendere in considerazione la necessità di valorizzare un disavviamento commerciale, in quanto lo stesso è in effetti naturalmente percepibile dal mercato dei potenziali acquirenti.

Pertanto la formula valutativa che si ritiene di utilizzare è quella riportata al paragrafo 4.4 del presente documento (Metodi misti patrimoniali-redditali)⁶ che di seguito nuovamente si riporta:

$$W = K + Av$$

dove:

W = valore dell'azienda;

K = valore del capitale netto rettificato;

Av = valore di avviamento (o disavviamento);

e dove Av , può considerarsi pari a $(R - i K) \cdot a_{n-i'}$, con:

R = reddito medio normalizzato prospettico;

i = tasso di remunerazione dell'investimento;

$a_{n-i'}$ = calcolo di una rendita temporanea posticipata;

n = durata dell'avviamento;

i' = tasso di attualizzazione.

⁵ Si vedano i dati di bilancio esposti al paragrafo 3.1.

6) Lo sviluppo della valutazione

In applicazione della formula valutativa prescelta appena esposta occorre innanzitutto individuare il **valore K del capitale netto rettificato**.

Partendo dai dati di bilancio al 31.12.2015 (già esposti al paragrafo 3.1) ed apportando le necessarie rettifiche di valutazione si addivene al **valore di K pari ad euro 867.666,00** come da tabella che segue:

Stato patrimoniale in €	2015	Rettifiche di valutazione	P.Netto rettificato
Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti	0	0	0
Immobilizzazioni immateriali	17.230	(17.230)	0
Immobilizzazioni materiali	0	0	0
Immobilizzazioni finanziarie	0	0	0
Altre attività a lungo	0	0	0
Totale Immobilizzazioni nette	17.230	(17.230)	0
Rimanenze	885.373	132.576	1.017.949
Crediti commerciali	5.130	0	5.130
Debiti commerciali	(52.701)	0	(52.701)
Disponibilità liquide	6.353	0	6.353
Altre attività correnti	1.889	22.893	24.782
Altre passività correnti	(630)	(43.220)	(43.850)
Capitale circolante netto	845.414	112.249	957.663
Fondi TFR e rischi	0	0	0
Debiti verso banche a lungo	0	0	0
Altre passività consolidate	(89.997)	0	(89.997)
			0
Totale passività consolidate	(89.997)	0	(89.997)
Capitale investito netto	772.647	95.019	867.666
Patrimonio netto	772.647	95.019	867.666
Debiti verso banche (quota a breve)	0	0	0
Posizione finanziaria netta (a breve)	0	0	0
Totale a pareggio	772.647	95.019	867.666

⁶ L'utilizzo del metodo misto patrimoniale-reddituale è peraltro ritenuto appunto quello indicato in dottrina al fine della stima di aziende scarsamente redditizie o in perdita. In tal senso si veda L. Guatri, 50anni di valutazioni aziendali – dal pionerismo, all'internazionalizzazione, Egea, Milano 2006, pag. 282.

In particolare, le rettifiche di valutazione apportate alla situazione contabile di riferimento sono le seguenti:

- con segno **(negativo)**, per euro **17.230,00**, la completa svalutazione delle immobilizzazioni immateriali: trattasi dell'abbattimento del residuo valore di attività intangibili non recuperabili;
- con segno **positivo**, per euro **132.576,00**, l'incremento del valore delle rimanenze: trattasi dell'adeguamento al valore della perizia (euro 1.017.949) dell'Arch. Casolaro delle aree (Villa Sora) di pertinenza della "società";
- con segno **positivo**, per euro **22.893,00**, la stima delle imposte differite attive (voce altre attività correnti) maturate sulle perdite fiscali consuntivate fino al 31.12.2015;
- con segno **(negativo)**, per euro **43.220,00**, la stima delle imposte differite passive (voce altre passività correnti) considerate sulle rettifiche positive di valutazione (in particolare su quella concernente la valutazione del compendio immobiliare iscritto tra le rimanenze).

Quanto alla stima del valore di **Av** (avviamento o disavviamento) vanno svolte le seguenti considerazioni.

La Villa Sora s.r.l. è società che sin dalla sua costituzione ha consuntivato perdite. Dette perdite sono certamente da considerarsi di *start up*, nell'attesa cioè dello sviluppo e della valorizzazione dell'area, la quale tuttavia ha, come già accennato, caratteristiche del tutto peculiari, che ne rendono quanto meno complesso l'avvio e l'attuazione di un programma di valorizzazione.

Il valore di stima del compendio immobiliare della Villa Sora s.r.l., svolta dal consulente tecnico, Arch. Casolaro, è naturalmente ancorato a parametri di



mercato di tipo *standard*, e non poteva perciò tenere conto delle richiamate peculiarità.

Appare quindi corretto e opportuno considerare che il "bene" oggetto di valutazione non è immediatamente (o comunque rapidamente) produttivo di ricchezza o valore, e che dunque, nella prospettiva di un potenziale acquirente, la sua valorizzazione richiede tempistiche più lunghe di quelle che ci si può attendere da altri investimenti di natura fondiaria.

Orbene, la valorizzazione di un disavviamento (avviamento negativo), inteso sia come insufficiente remunerazione del capitale investito, che come perdita attesa per il futuro, appare senz'altro opportuna.

Quanto alla stima di detto *badwill* lo scrivente ritiene sia ragionevole e prudente considerare un arco temporale di due anni utile all'eventuale investitore a riportare in condizioni di remuneratività l'investimento stesso⁷. Sicché, il valore del *badwill* da considerare per la valutazione che ci occupa può **stimarsi in complessivi euro 119.997,00**, dallo sviluppo matematico dei seguenti parametri:

$$Av = (R - i K) \cdot a_{n-1} | i,$$

con:

R = reddito medio normalizzato prospettico assunto **pari ad una perdita di euro 33.969,00** (media perdite degli ultimi tre esercizi);

i = tasso di remunerazione dell'investimento, pari al **3%** (parametro generalmente utilizzato per la determinazione dei rendimenti immobiliari fondiari);

K= 867.666,00, pari al valore del patrimonio netto rettificato della Villa Sora sopra riportato;

$a_{n-1} | i$ = calcolo di una rendita temporanea posticipata;

⁷ Sul c.d. "*badwill implicito*", sulla necessità di individuazione dell'arco temporale di riferimento della persistenza di una condizione di perdita e di inadeguata remunerazione dell'investimento, nonché sulla

dove

n = durata del disavviamento, **considerata limitata ad anni 2**;

i' = tasso di attualizzazione, **assunto pari a 0** attesa la sostanziale assenza di remuneratività degli investimenti in liquidità di breve durata.

Pertanto, il valore della Villa Sora s.r.l. può ad oggi stimarsi in complessivi euro 747.669,00, arrotondati per eccesso, in ragione della naturale approssimazione della valutazione, **ad euro 750.000,00**; come da tabella di seguito riportata:

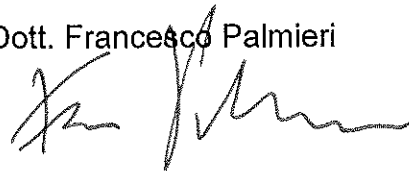
K	867.666
R	(33.969)
i	3%
Reddito atteso= K x i	26.030
n (anni 2)	2
i' tasso di attualizzazione	0%
Av	(119.997)
 W = K + AV	 747.669
	↓
Valore arrotondato	750.000

7) Conclusioni

In sintesi, lo scrivente, in considerazione e nei limiti di quanto sopra esposto, ritiene che il valore di stima della partecipazione totalitaria al capitale sociale della Villa Sora s.r.l. **possa ad oggi indicarsi in euro 750.000,00.**

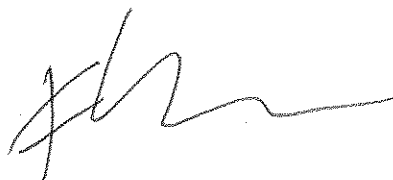
Napoli, 22 giugno 2016

Dott. Francesco Palmieri



Indice degli allegati

- 1) Perizia redatta dall'Arch. Renato Casolaro in data 20 maggio 2016
- 2) Atto di cessione di partecipazioni registrato in data 9 febbraio 2012

A handwritten signature in black ink, consisting of a stylized 'R' followed by a long horizontal stroke.