
TRIBUNALE DI CASSINO
Sez. Esecuzioni Civili Mobiliari
CONSULENZA TECNICO - CONTABILE

PARTI IN CAUSA:

(mandataria
(Creditore esecutante)

Vs

BRUNO Desireè (Debitrice esecutata)

Iscritta al n. 1014/2024 Esecuzioni Civili Mobiliari

G.E. Dott.ssa R. Gentile

C.T.U. Dott. Armando Maiese

Relazione di stima del valore economico dell'azienda

ECOPLAST S.R.L.semplificata

(Terzo pignorato)

alla data del 31.12.2024 (data ultimo bilancio depositato)

INDICE ANALITICO.

1. Conferimento incarico ed accettazione del perito.....	3
2 Presentazione dell' azienda oggetto di valutazione: notizie storiche desunte da archivio amministrativo.....	5
2.1 ECOPLAST s.r.l. semplificata	6
3. Svolgimento dell'incarico.....	7
3.1 Data di riferimento della relazione	7
3.2 Documenti esaminati.....	8
3.3 Presupposti e limiti del presente incarico	8
4. Il compendio d'azienda oggetto di valutazione.....	9
4.1 Individuazione dell'azienda oggetto di valutazione: ECOPLAST S.R.L.....	9
4.1.1 Situazione patrimoniale a stati comparati esercizi 2023 - 2024	9
4.1.2 Descrizione della situazione economico - finanziaria a stati comparati esercizi 2022- 2023 e 2024	11
5. Le metodologie di stima del capitale economico delle aziende.....	12
5.1 La nozione di capitale economico.....	12
5.2. I metodi di valutazione del capitale economico.....	12
5.2.1. Premessa.....	12
5.2.2. I metodi diretti.....	14
5.2.2.1. I metodi diretti in senso stretto.....	14
5.2.2.2. I metodi diretti fondati sui moltiplicatori empirici.....	15
5.2.3. I metodi indiretti.....	17
5.2.3.1. I metodi basati su grandezze flusso.....	17
5.2.3.1.1. I metodi reddituali semplificati.....	19
5.2.3.1.2. I metodi finanziari semplificati.....	25
5.2.3.2. I metodi basati su grandezze stock.....	27
5.2.3.2.1. Il metodo patrimoniale semplice (o puro).....	27
5.2.3.2.2. I metodi patrimoniali complessi	27
5.2.3.3. I metodi basati su grandezze flusso-stock	28
6. La scelta della metodologia valutativa	31
7. La determinazione del Capitale Economico di ECOPLAST s.r.l.s. con il metodo reddituale puro	33
8.Osservazioni di parte creditrice esecutante	37
9.Conclusioni.....	37

RELAZIONE DI STIMA**1. Conferimento incarico ed accettazione del perito**

In data 10.03.2025 il G.E. Dottoressa R. Gentile titolare del ruolo di cui alla controversia R. G. n°1014/2024 incardinata innanzi al Tribunale di Cassino – Sezione Civile Esecuzioni mobiliari -conferiva incarico di consulenza tecnica d'ufficio al sottoscritto, **Dott. Rag. Armando Maiese**, Commercialista – Revisore Legale, con studio professionale in Atina (FR) alla Via dei Longobardi n°18/C ed iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili del Circondario del Tribunale di Cassino al n. 79 d'Ordine, con anzianità 18/04/1991, ed al Registro dei Revisori Legali al n°34035, istituito con D. Lgs. del 27/01/1992, n°88 e D.M. 12/04/1995 (G.U. 31/bis) del 21/04/1995, tenuto a cura del Ministero Economia e Finanze per il tramite della Ragioneria Generale dello Stato ai sensi del D. Lgs. N°39/2010 e successivi adempimenti previsti dal D.M. n°145 del 20 giugno 2012, quale esperto, per la valutazione delle quote detenute dalla signora Bruno Desireè nella società Ecoplast s.r.l.semplificata con sede in Cassino (FR) alla Via Appia Nuova S.N. codice fiscale ed iscrizione al Registro Imprese C.C.I.A.A. di Frosinone-Latina n. 02984030607. Ad avvenuto conferimento dell'incarico l'ausiliario dava avvio all'attività peritale come di seguito riportato:

- in data 24.03.2025 accettava l'incarico e prestava giuramento di rito con modalità telematica, a ciò autorizzato dal Giudice Istruttore;
- in pari data si riservava di fissare l'inizio delle operazioni peritali, comunicate con differimento alla al 20 maggio 2025;
- a seguito dell'apertura delle operazioni peritali e nel rispetto di quanto disposto dal Giudice delle Esecuzioni, godeva del termine di giorni novanta per il deposito telematico della perizia, che si faceva coincidere al giorno 18. Agosto. 2025;
- Il G.E. decretava la fissazione dell'udienza prossima da per il giorno 25 Settembre 2025 per tutte le incombenze procedurali.

In sede di apertura delle operazioni peritali il Consulente tecnico del Giudice, accertata preliminarmente la ritualità di convocazione, avviava le incombenze preliminari protese alla identificazione delle parti processuali come meglio si esplicita:

- 1) **quale società mandataria di** _____, identificata di seguito come "creditore esecutante" rappresentata dall'Avvocato

domiciliata presso lo studio di costui in Roma – Vi

pec:

Bruno Desiree, identificata di seguito come “debitrice esecutata”, nata a Rivoli (TO), il residente in Cassino (FR), alla Via Appia Nuova S.N. – codice fiscal

titolare di quote di partecipazioni societarie nella società “ECOPLAST s.r.l.s.” con sede legale in Cassino (FR) alla Via Appia Nuova n. 90/bis, C.F. e P.IVA 02984030607, iscritta nel Registro Imprese al n. 02984030607 ed al R.E.A. al n. FR-191844, entrambi tenuti a cura della Camera di Commercio I.A.A. di Frosinone - Latina. La società ha per oggetto le seguenti attività: recupero e preparazione per il riciclaggio di rifiuti urbani, industriali e biomasse; recupero e preparazione per il riciclaggio di materiale plastico per produzione di materie... Il capitale sociale dichiarato è pari ad Euro 3.000,00 e risulta interamente versato.

La “debitrice esecutata” Sig.ra Bruno Desiree, compare come Socia Unica di Ecoplast s.r.l.s. e titolare di quote nominali pari ad Euro 3.000,00, costituenti la totalità del Capitale societario.

Dall’esame della visura estratta dal Registro delle Imprese risulta iscritto vincolo pignoratorio sulle quote societarie ad iniziativa del creditore procedente

Di seguito riportava lettura del <<quesito>> formulato dal G.I. nell’udienza del 10/Marzo/2025 ed identificabile nell’attività di: <<**valutazione delle quote societarie**>>.

Dallo stesso Giudice istruttore riceveva autorizzazione autorizzazione per l’accesso a tutti gli atti societari, anche presso gli uffici all’uopo preposti della Pubblica Amministrazione.

Nell’espletare le prime attività peritali procedeva con l’ acquisizione del fascicolo di causa telematico attraverso il portale PTC contenente i seguenti documenti:

- 1) Decreto Ingiuntivo n. del 29/06/2011 depositato in data 07/07/2011 opposto dai debitori ingiunti innanzi al Tribunale di Cassino e conclusosi con sentenza n. del 17/05/2017 di rigetto della opposizione e conferma del D.I. dichiarato esecutivo;
- 2) Procura Generale alle liti, REP. n. 73166 del 12/Luglio/2016 predisposta dal Notaio , in Verona (VR);
- 3) Atto di precetto del 19/23 aprile 2024 notificato nei confronti della signora Bruno Desiree ed altri;
- 4) Atto di pignoramento di quote di quote ex art. 2471 Cod. Civ. notificato in data 9/Agosto/2024 ad istanza
- 5) Istanza di vendita quote pignorate della società Ecoplast s.r.l.s. del 23/Settembre/2024

- 6) Comunicazione avviso di fissazione udienza recante attestazione di conformità del 04.02.2025;
- 7) Visura camerale Ecoplast s.r.l.s. presso il Registro delle Imprese aggiornata 23/Settembre/2024, con iscrizione dei vincoli pignorati sulle quote;
- 8) Bilancio chiuso per l'esercizio 2023 ed estratto dal Registro Imprese tenuto a cura della C.C.I.A.A. di Frosinone – Latina in data 23/09/2024.

Dai documenti si evince che l'ammontare del credito intimato a carico della debitrice esecutata, Sig.ra Bruno Desiree, come emerge dal fascicolo monitorio per l'importo di Euro 145.432,23 (sorte residua) oltre interessi e spese così come indicato nell'intimazione di pagamento indicata al precedente punto 3. L'articolazione di detto credito intimato è la seguente:

- Capitale recato dal D.I. e relativo al finanziamento chirografario a tasso fisso n. di Euro 46.370,13;
- interessi alla data del 13/02/2024 e relativi al finanziamento n. 8 di Euro 49.750,51;
- Capitale portato dal D.I. e relativo al conto corrente n. di Euro 17.610,33;
- interessi alla data del 13/02/2024 e relativi al finanziamento n. 1 di Euro 31.152,96;
- Spese di lite per Euro 548,30.

Tale credito risulta derivante da finanziamenti ipotecari e chirografari vantati verso debitori classificati a sofferenza di titolarità di , di cui la società è divenuta titolare, con efficacia a decorrere dal 14 luglio 2017, a seguito di trasferimento dalla , come da Avviso di pubblicazione di cui alla Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana Parte II n. 93 dell' 08/08/2017, contrassegnato dal codice relazionale TX17AAB8480 .

Dall'informativa camerale aggiornata alla data del 23.Settembre.2024, a seguito di indagini esperite dallo scrivente C.T.U. , risulta depositato il bilancio abbreviato della Società Ecoplast s.r.l.s relativo all'esercizio concluso in data 31/Dicembre/2023, a stati comparati, con possibilità di confronto con quello chiuso all'esercizio 2022.

2 Presentazione dell'azienda oggetto di valutazione: notizie storiche desunte da archivio amministrativo

L'azienda oggetto della presente relazione tecnico-estimativa (di seguito anche per semplicità espositiva indicata nella valutazione come "Azienda" o alternativamente "Compendio aziendale", analiticamente illustrato nei successivi paragrafi, è composta da:

a) gli elementi patrimoniali nella loro accezione di <<attività>> e <<passività>>. Si tratta in particolare dei beni materiali strumentali all'attività d'impresa ascrivibili alla categoria delle Immobilizzazioni, beni immateriali nella loro accezione propria di intangibili, da ultimo, beni riconducibili nel novero delle immobilizzazioni materiali. Si aggiungono elementi dell'attivo circolante nella diversa articolazione secondo un ordine crescente di <<liquidità>> della specie crediti di natura commerciale e non commerciale tutti esigibili entro l'esercizio successivo ed esposti al loro valore presumibile di realizzo e, da ultimo per contrapposizione patrimoniale, di alcune passività esigibili nel medio-lungo/tempore per Debiti relativi al Trattamento di Fine rapporto lavoro subordinato, nonché passività esigibili entro l'esercizio successivo come meglio si dirà in seguito.

2.1 ECOPLAST s.r.l. semplificata

Dalla documentazione esaminata a cura dello scrivente perito incaricato, risulta che la società <<ECOPLAST s.r.l.semplicificata>> ha sede legale in Cassino (FR) alla Via Appia Nuova n. 90/bis, C.F. e P.IVA 02984030607, iscritta nel Registro Imprese al n. 02984030607 ed al R.E.A. al n. FR-191844, entrambi tenuti a cura della Camera di Commercio I.A.A. di Frosinone - Latina.

Oggetto sociale La società ha per oggetto le seguenti attività: recupero e preparazione per il riciclaggio di rifiuti urbani, industriali e biomasse; recupero e preparazione per il riciclaggio di materiale plastico per produzione di materie[...omissis]>>.

Attività enuncziata: l'attività enuncziata al Registro Imprese, a far data dal 21/12/2017, è quella di <<smaltimento e recupero dei rifiuti provenienti dalla demolizione di autoveicoli a motore e rimorchi, dalla rottamazione dei macchinari e delle apparecchiature deteriorate ed obsolete (escluso il trasporto).

Attività secondaria: commercio elettronico al dettaglio di autoveicoli usati.

Capitale sociale ed assetto partecipativo: il capitale sociale risulta pari ad Euro 3.000 interamente versato e l'attuale assetto proprietario prevede la seguente articolazione:

BRUNO Desireè titolare di quote pari al 100% del capitale sociale con sottoscrizione per Euro 3.000.

Corporate governance: l'organo amministrativo è nominato nella forma unipersonale. L'amministratore Unico è identificato nella persona di _____, nato a _____ il giorno _____ domiciliato Cassino (FR) a Via Appia n. 90 bis – codice fiscale _____ 9P. L'atto di nomina risale al 18/05/2018 e l'incarico conferito presenta durata a tempo indeterminato.

Revisione Legale: ricorrendone i presupposti di legge, la società ha conferito incarico di Revisore Legale al Dott. _____ con studio in Roma e _____ iscritto con il numero 27357 dal 12/04/1995 al Registro dei Revisori Legali tenuto a cura del Ministero dell'Economia e delle Finanze. Scadenza incarico fino ad approvazione del bilancio di esercizio al 31/12/2026.

Licenze: Licenza autorizzazione di tipo comunale nr. 0068231 del 21/12/2017 Tipo 110 gestione rifiuti (impianto).

3. Svolgimento dell'incarico

3.1 Svolgimento delle operazioni peritali

Lo scrivente, con propria informativa e richiesta proroga adempimenti dello scorso 01 luglio 2025 IDBUSTA: 259322981, depositava sul portale telematico istanza di differimento per conclusione della propria relazione al 29/10/2025, riscontrata da Codesto Onorevole G.E. con Decreto del 04/07/2025 che disponeva, altresì, rinvio all'udienza del 02/02/2026; il deposito del bilancio chiuso al 31/12/2024 è avvenuto solo in data 09/10/2025; la società Ecoplast s.r.l.s. (terzo pignorato) alla data odierna non ha fatto pervenire alcun riscontro alla richiesta di produzione documentale dello scorso 28/05/2025; lo scrivente ausiliario, in data 10/01/2026, reinoltrava con sollecito richiesta di produzione documentale utile all'espletamento delle attività peritali estimative della quota societaria, tuttavia senza che alle stesse pervenisse riscontro. Comunque decideva di dare egualmente seguito alla propria attività peritale cimentandosi nella stesura della propria relazione.

3.2 Data di riferimento della relazione

La data di riferimento della valutazione è al 31 dicembre 2024, sulla scorta di documentazione a rilevanza amministrativo – contabile estratta dall'archivio presso il Registro delle Imprese tenuto dalla C.C.I.A.A. Frosinone-Latina.

La richiesta di valutazione del compendio riguarda un'azienda operante nel settore ambientale e della gestione dei rifiuti noti alla scienza economico aziendale come <<enviromental and waste service>>.

La raccolta delle informazioni utili all'elaborazione della stima è stata ultimata nel mese di Marzo 2026. La Relazione è stata redatta a partire dal mese di Marzo 2026 e conclusa nel corrente mese di Aprile 2026.

La società si avvale dell'esercizio coincidente con l'anno solare. Pertanto l'esercizio muove dal 01/gennaio e si chiude a tutto il 31/dicembre. L'esercizio ultimo al quale fa riferimento il bilancio pubblicato inerisce il periodo **dal 01/01/2024 al 31/12/2024**.

3.3 Documenti esaminati

Per l'espletamento dell'incarico è stata esaminata documentazione estratta da archivi informatici a valenza pubblica. Le fonti di ricerca documentale di maggiore rilevanza possono essere così riepilogate:

AREA SOCIETARIA

- visure camerali;

AREA CONTABILE, TRIBUTARIA, GESTIONALE E CONTRATTUALE:

- bilanci d'esercizio chiusi al 31/12 degli anni 2022 – 2023 - 2024;

- verbali di assemblea ordinaria relativi all'approvazione dei bilanci chiusi per gli esercizi 2022 – 2023 – 2024 completi di Note integrative ;

3.3 Presupposti e limiti del presente incarico

Le conclusioni della presente Relazione devono essere interpretate alla luce dei presupposti e delle limitazioni di seguito illustrati:

- Io Scrivente assicura l'imparzialità di giudizio in tutte le fasi di elaborazione della presente Relazione;

- il valore dell'«azienda» viene determinato in base al presupposto di continuazione dell'esercizio dell'attività aziendale, ferma l'attuale configurazione produttiva e logistica;
- il perimetro dell'«azienda» è quello identificato nel paragrafo all'uopo intestato;
- i beni immateriali e materiali ed i rapporti giuridici attivi e passivi costituenti il «compendio aziendale» sono stati identificabili per indisponibilità dell'organo amministrativo o di personale della Società, anche per quanto concerne i loro profili contabili;
- tutte le informazioni, i dati e i documenti a supporto quali/quantitativo della presente Relazione sono stati acquisiti dall'archivio del Registro Imprese e per questi se ne presume la correttezza e veridicità;
- lo Scrivente non ha effettuato alcuna attività di revisione né di «audit» di tali dati ad eccezione di specifici aspetti, né ha concorso a predisporre le informazioni patrimoniali, economiche e finanziarie storiche e prospettiche utilizzate;
- ogni procedura di controllo svolta dallo Scrivente non costituisce revisione legale dei conti, completa o anche solo limitata, dei bilanci civilistici e delle situazioni contabili della Società, di specifici elementi, conti o voci aggregate, o informazioni degli stessi, dei dati previsionali e prospettici, nonché analisi del sistema di controllo interno aziendale;
- lo Scrivente non risponde per fatti non coperti dalla presente Relazione o omessi o non previsti nell'incarico conferito e dalle limitazioni specifiche di questo paragrafo;
- lo Scrivente non assume responsabilità alcuna, e pertanto non tratta nella presente Relazione, circa gli aspetti di seguito elencati, laddove non siano stati portati a sua conoscenza: aspetti tecnici e commerciali, di natura fiscale, legale e connessi alla relazione di stima del compendio aziendale, alle autorizzazioni ottenute dalla Società, altre aree specifiche per le quali non si dispone delle necessarie competenze tecniche;

4. Il compendio d'azienda oggetto di valutazione

4.1 Individuazione dell'azienda oggetto di valutazione: ECOPLAST s.r.l. semplificata

La società ECOPLAST s.r.l. semplificata nel corso della sua attività ha operato nel settore proprio di esercizio dell'attività espletata, come meglio enunciata al competente Registro delle Imprese.

4.1.1 Situazione patrimoniale a stati comparati esercizi 2022 - 2023 e 2024

(mandataria)

vs. Desirèè Bruno R.G. 1014/2024

DEFINITIVA

STATO PATRIMONIALE - ATTIVITA'	Valore contabile al 31/12/2024	Valore contabile al 31/12/2023	Valore contabile al 31/12/2022
A) Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti			
B) Immobilizzazioni	254.846	178.134	84.171
I) Immobilizzazioni immateriali	7.982	1.437	3.132
II) Immobilizzazioni materiali	132.478	129.397	81.039
1) Terreni e fabbricati	0	0	
2) Impianti e macchinario	0	0	
3) Attrezzature industriali e commerciali	0	0	
4) Altri beni		0	
III) Immobilizzazioni finanziarie	114.386	47.300	
1) Partecipazioni in			
a) imprese controllate	0	0	
d-bis) altre imprese	0	0	
2) crediti	0	0	
d-bis) verso altri	0	0	
C) Attivo circolante	424.642	464.549	374.718
I) Rimanenze	0	0	
II) Crediti	415.401	407.816	326.734
III) Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	0	0	
IV) Disponibilità liquide	9.241	56.733	47.984
D) Ratei e risconti attivi	(3.921)	(1.445)	3408
TOTALE ATTIVO	675.567	641.238	462.297

STATO PATRIMONIALE - PASSIVITA'	Valore contabile al 31/12/2024	Valore contabile al 31/12/2023	Valore contabile al 31/12/2022
A) Patrimonio Netto	101.909	35.856	20.611
B) Fondi per rischi e oneri	4.739	4.739	4739
C) Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato	39.209	36.161	25.027
D) Debiti	529.710	561.468	408.906
1) Entro 12 mesi	412.330	424.042	375.179
2) Oltre 12 mesi	117.380	137.426	33.727

(mandatar

vs. Desirèè Bruno R.G. 1014/2024

DEFINITIVA

E) Ratei e risconti passivi	0	3.014	3.014
TOTALE PASSIVO	675.567	641.238	462.297

4.1.2 Descrizione della situazione economico – finanziaria a stati comparati esercizi 2022 - 2023 e 2024

Al fine di fornire un migliore quadro conoscitivo dell'andamento e del risultato della gestione e della situazione patrimoniale e finanziaria, le tabelle sottostanti espongono una riclassificazione del Conto Economico a valore aggiunto, una riclassificazione dello Stato Patrimoniale per aree funzionali e su base finanziaria e i più significativi indici di bilancio.

CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO	31/12/2024	31/12/2023	31/12/2022
Ricavi delle vendite	1.069.892	864.167	666.091
Variazione delle rimanenze e della produzione interna	0	0	0
Valore della produzione operativa	1.069.892	864.167	666.091
Costi interni ed esterni operativi	765.901	653.086	452.029
Valore aggiunto	303.991	211.081	214.062
Costi del personale	266.346	254.121	183.101
Margine Operativo Lordo	37.645	(43.040)	30.961
Ammortamenti e accantonamenti/svalutazioni	24.847	17.600	18.252
Risultato Operativo	12.798	(60.640)	12.709
Risultato dell'area accessoria	86.699	81.251	(5.274)
Risultato dell'area finanziaria (al netto degli oneri finanziari)	(9.198)	(5.366)	(6.108)
Ebit normalizzato	90.299	15.245	1.327
Risultato dell'area straordinaria	0	0	0
Ebit integrale	90.299	15.245	1.327
Oneri finanziari	0	0	0
Risultato lordo	90.299	15.245	1.327
Imposte sul reddito	24.246	0	6.862
Risultato netto	66.053	15.245	(5.535)

STATO PATRIMONIALE FINANZIARIO	31/12/2024	31/12/2023	31/12/2022
ATTIVO FISSO	254.846	178.134	84.171
Immobilizzazioni immateriali	7.982	1437	3.132
Immobilizzazioni materiali	132.478	129.397	81.039
Immobilizzazioni finanziarie	114.386	47.300	0
ATTIVO CIRCOLANTE	424.642	464.549	374.718
Magazzino e lavori c/realizzazione	0	0	0

Liquidità differite	415.401	407.816	326.734
Liquidità immediate	9.241	56.733	47.984
<u>CAPITALE INVESTITO</u>	<u>679.488</u>	<u>642.683</u>	<u>458.889</u>
<u>MEZZI PROPRI</u>	<u>101.909</u>	<u>35.856</u>	<u>20.611</u>
Capitale Sociale	3.000	3.000	3.000
Riserve	98.909	32.856	17.611
<u>PASSIVITA' CONSOLIDATE</u>	<u>156.589</u>	<u>173.587</u>	<u>58.754</u>
<u>PASSIVITA' CORRENTI</u>	<u>412.330</u>	<u>424.042</u>	<u>375.179</u>
<u>CAPITALE DI FINANZIAMENTO</u>	<u>670.828</u>	<u>633.485</u>	<u>454.544</u>

5. Le metodologie di stima del capitale economico delle aziende

5.1 La nozione di capitale economico

Il capitale d'impresa è, come noto, una quantità astratta variamente configurabile nel suo valore in funzione delle finalità della stima e delle ipotesi e congetture assunte a fondamento del processo estimativo.

Tra le diverse configurazioni di capitale, l'unica che rileva ai fini della presente relazione è quella di capitale di trasferimento, ovvero quella configurazione del capitale d'impresa stimata ai fini del "trasferimento" del complesso aziendale. Tale nozione di capitale può essere, a sua volta, variamente articolata in relazione alla posizione assunta dal soggetto valutatore di fronte al processo estimativo. In particolare, si possono distinguere tre ottiche valutative: quella del soggetto acquirente ("valore strategico nell'ottica dell'acquirente), quella del soggetto venditore ("valore strategico" nell'ottica del venditore) e quella del perito indipendente ("valore economico" del capitale e cioè il capitale stimato nell'ottica del perito indipendente).

È, pertanto, solo in relazione alla posizione valutativa del perito indipendente che la configurazione di capitale di trasferimento può definirsi "capitale economico".

5.2. I metodi di valutazione del capitale economico

5.2.1. Premessa

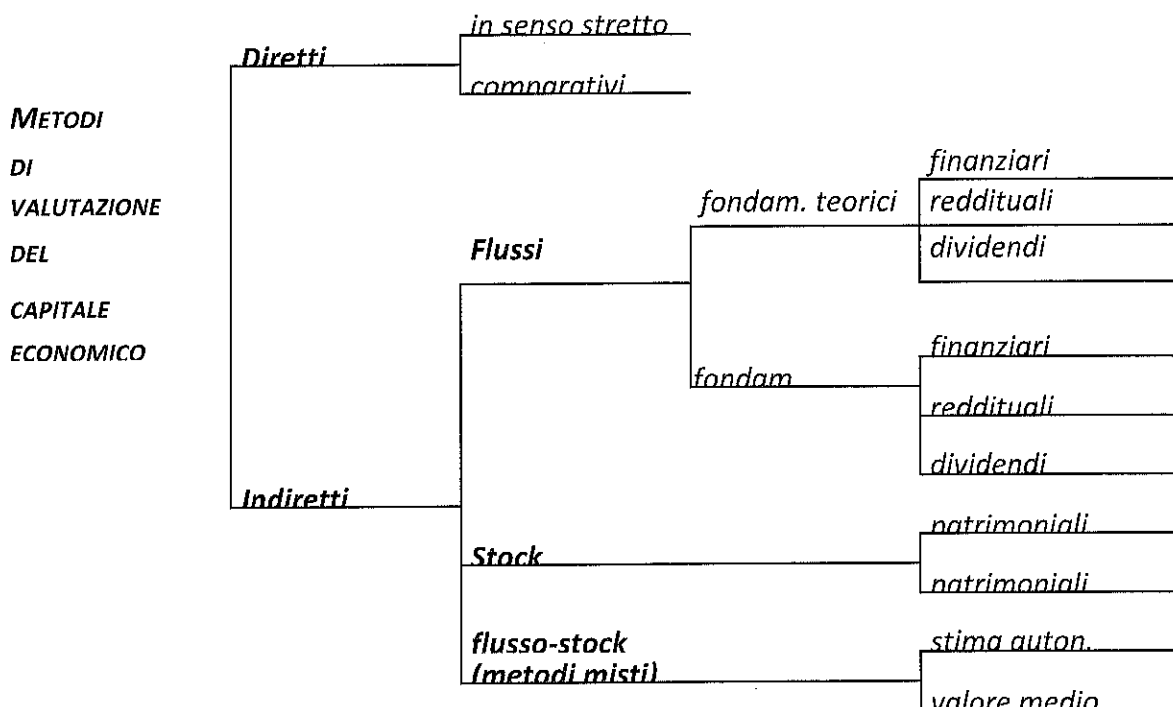
Il valore economico di un'azienda è – come si è detto – una quantità astratta, cioè non fondata su dati obiettivi automaticamente determinabili: la sua valutazione impone il ricorso a stime, ipotesi, congetture che potranno variare da perito a perito, dando luogo a valutazioni differenti anche in riferimento alla medesima impresa. Naturalmente, questi elementi di

soggettività devono essere analizzati alla luce di fondati requisiti. Di norma, si conviene sull'affermazione che almeno tre sono i requisiti che un'attendibile metodologia di valutazione del capitale economico d'impresa deve tentare di soddisfare, ossia:

- **RAZIONALITÀ:** il metodo deve essere valido concettualmente e dotato di consistenza teorica.
- **OBIETTIVITÀ:** il metodo deve essere concretamente applicabile ovvero fondato su dati certi o almeno credibili e/o controllabili.
- **GENERALITÀ:** il metodo deve prescindere dalle caratteristiche e dagli interessi delle parti coinvolte nella negoziazione.

Secondo alcuni autori, il metodo in oggetto dovrebbe essere dotato dell'ulteriore requisito della stabilità, nel senso di una plausibile perduranza del valore nel tempo; va, tuttavia, sin da subito precisato che tale requisito assume diverse configurazioni a seconda delle tipologie di aziende oggetto di stima.

I metodi di valutazione delle aziende che, in linea generale, sono in grado di soddisfare in misura ragionevolmente adeguata i suddetti principi possono così essere classificati:



5.2.2. I metodi diretti

I metodi diretti fondano la stima del valore economico d'impresa su grandezze desunte dal mercato. In particolare, si distinguono:

- *metodi diretti in senso stretto*, che determinano il valore del capitale economico sul fondamento dei prezzi espressi dal mercato;
- *metodi diretti fondati su moltiplicatori empirici*, che eguagliano il valore del capitale economico al prodotto tra un moltiplicatore di mercato e una grandezza espressiva del valore economico del capitale d'impresa.

5.2.2.1. I metodi diretti in senso stretto

I metodi diretti in senso stretto si articolano in due categorie a seconda che l'azienda da valutare sia o meno quotata presso una Borsa valori. Nel primo caso il capitale economico dell'impresa *valutanda* viene calcolato utilizzando il seguente algoritmo:

$$W = \sum_{i=1}^n P_i \times m_i$$

dove:

W è il valore del capitale economico;

P_i è il prezzo di mercato di un'azione della tipologia "i" (ordinaria, privilegiata, ...);

M_i è il numero di azioni della tipologia "i".

Nel caso, invece, in cui l'azienda non sia quotata, il valore economico del suo capitale viene stimato come media aritmetica, semplice o ponderata, dei valori economici assunti da un selezionato numero di aziende assimilabili, per caratteristiche qualitative e quantitative, a quella oggetto di valutazione; in formula:

$$W = \frac{\sum_{i=1}^n W^s_i \times p_i}{\sum_{i=1}^n p_i}$$

dove:

W è il valore del capitale economico;

W^s_i sono i valori economici delle aziende facenti parte del campione, calcolati sulla base dei "prezzi fatti" in transazioni aventi ad oggetto imprese simili a quella *valutanda*;

P_i sono i “pesi” attribuiti a ciascuna valutazione.

5.2.2.2. I metodi diretti fondati sui moltiplicatori empirici

I metodi in parola si distinguono in metodi basati sull'*equity approach to valuation* e metodi fondati sull'*entity approach to valuation*.

I metodi diretti fondati sull'equity approach to valuation

I metodi diretti basati sul c.d. “*equity approach to valuation*” conducono alla stima del valore economico del capitale *in via diretta* e trovano fondamento sulla seguente eguaglianza:

$$\left(\frac{W}{k}\right)_T = \left(\frac{P}{k}\right)_s$$

dove:

$(W/k)_T$ è il moltiplicatore dell'azienda oggetto di stima, dato dal rapporto tra il valore economico dell'impresa *valutanda* (W_T) e una grandezza (k) espressiva del valore dell'impresa (utile, *cash flow*, fatturato, ecc.);

$(P/k)_s$ è il moltiplicatore di mercato di un campione di imprese simili, per caratteristiche qualitative e quantitative, a quella oggetto di valutazione, costruito ponendo a rapporto il prezzo di mercato di tali imprese (P) con la medesima grandezza impiegata per il calcolo del moltiplicatore dell'impresa *valutanda* (k).

Il valore del capitale economico, si determina, pertanto, nel seguente modo:

$$W_T = \left(\frac{P}{k}\right)_s \times k_T$$

L'applicazione di tale formula comporta, a tutta evidenza, la necessità di stimare: la grandezza k (da utilizzare ai fini della determinazione dei moltiplicatori delle imprese facenti parte del campione di aziende simili all'azienda *valutanda*) e il valore attribuibile alla grandezza k_T .

Va rammentato che molteplici sono le grandezze (k) e, quindi, i moltiplicatori proficuamente utilizzabili ai fini del calcolo; i moltiplicatori maggiormente utilizzati sono: il *price/earning* (P/E), ove la grandezza k è rappresentata dall'utile medio atteso; il *price/cash flow* (P/CF), dove il denominatore è costituito dal flusso di cassa *levered* o *unlevered*; il *price/book value* (P/BV), dove al denominatore del moltiplicatore è iscritto il patrimonio netto contabile.

Per quanto riguarda le modalità estimative della grandezza k_T , si osserva che questa deve essere coerente con le scelte operate in sede di individuazione del moltiplicatore.

I metodi diretti basati sull'entity approach to valuation

I metodi diretti fondati sul c.d. “entity approach to valuation” si caratterizzano per la stima del capitale economico d’impresa effettuata *in via mediata* sottraendo al valore economico delle attività (*firm value*) il valore di mercato dei debiti finanziari; ne deriva che i metodi in parola trovano fondamento sulla seguente eguaglianza:

$$\left(\frac{W + D}{k}\right)_T = \left(\frac{P + D}{k}\right)_s$$

dove ai simboli noti si aggiungono:

D_T : valore di mercato dei debiti finanziari dell’azienda *target*;

D_S : valore di mercato dei debiti del campione di imprese assunte per la valutazione.

Il valore economico del capitale si determina per differenza tra il valore economico delle attività dell’azienda oggetto di stima e l’ammontare dei debiti finanziari ad essa attribuibili; in formula:

$$W_T = \left(\frac{P + D}{k}\right)_s \times k_T - D_T$$

L’applicazione della formula in parola comporta, a tutta evidenza, la necessità di stimare il valore del rapporto tra il *firm value* (somma del prezzo di mercato del capitale proprio, P , e del valore di mercato dei debiti finanziari, D) e la grandezza k prescelta per la valutazione, del campione, nonché di determinare il valore attribuibile alle grandezze k_T e D_T .

Per quel che riguarda la scelta della grandezza k , i moltiplicatori più impiegati nella pratica valutativa sono: il *firm value/earnings before interests and taxes*, ($FV/EBIT$); il *firm value/earnings before interests, taxes, depreciation and amortization* ($FV/EBITDA$).

Per quanto concerne la stima del valore attribuibile alla grandezza k_T , si ricorda che la grandezza deve essere coerente con le scelte operate nella fase di individuazione del moltiplicatore.

5.2.3. I metodi indiretti

I metodi indiretti si distinguono, come evidenziato precedentemente, in: metodi basati su grandezze flusso, metodi basati su grandezze *stock* e metodi basati su grandezze flusso-*stock* (metodi misti).

5.2.3.1. I metodi basati su grandezze flusso

I metodi indiretti fondati su grandezze flusso possono essere distinti in due classi di metodologie valutative denominate:

- *metodi fondamentali teorici;*
- *metodi semplificati.*

I metodi fondamentali teorici

I metodi fondamentali teorici si articolano, a loro volta, in:

- formula fondamentale finanziaria teorica;
- formula fondamentale reddituale teorica;
- formula fondamentale basata sui flussi di dividendo distribuibili.

La formula fondamentale finanziaria teorica stima il capitale economico dell'azienda sulla base del valore attuale dei flussi monetari totali, attivi e passivi, prodotti dall'azienda stessa.

La formula di valutazione è la seguente:

$$W = F_1 v^1 + F_2 v^2 + \dots + F_{n-1} v^{n-1} + F_n v^n$$

dove:

W è il valore del capitale economico dell'impresa;

$F_1, F_2, \dots, F_{n-1}, F_n$ sono i flussi monetari puntuali; l'ultimo flusso comprende anche il valore di liquidazione dell'azienda;

$v^1, v^2, \dots, v^{n-1}, v^n$ sono i coefficienti di attualizzazione dei flussi finanziari.

I flussi monetari sono calcolati come differenza tra entrate monetarie (riscossione dei ricavi, dei crediti di funzionamento e finanziamento, accensione debiti di finanziamento e disinvestimenti) e uscite monetarie (acquisizione fattori produttivi, rimborso debiti di finanziamento e funzionamento, concessione prestiti).

La formula fondamentale reddituale teorica eguaglia il valore del capitale economico dell'impresa al valore attuale dei redditi che essa è in grado di generare; in formula:

$$W = R_1 v^1 + R_2 v^2 + \dots + R_{n-1} v^{n-1} + R_n v^n + P_n v^n$$

dove:

W è il valore del capitale economico dell'impresa;

$R_1, R_2, \dots, R_{n-1}, R_n$ sono i redditi netti puntuali futuri;

P_n è il valore di realizzo dell'azienda all'epoca n , diminuito del valore delle riserve formate con utili non distribuiti;

$v^1, v^2, \dots, v^{n-1}, v^n$ sono i coefficienti di attualizzazione dei flussi reddituali.

La formula fondamentale fondata sui flussi di dividendo distribuibili si basa sull'assunto che il valore economico dell'impresa è pari al valore attuale di tutti i futuri incassi conseguiti da chi investe capitale di rischio nell'azienda; in formula:

$$W = D_1 v^1 + D_2 v^2 + \dots + D_{n-1} v^{n-1} + D_n v^n + P'_n v^n$$

dove:

W è il valore del capitale economico dell'impresa;

$D_1, D_2, \dots, D_{n-1}, D_n$ sono i flussi di dividendo che l'impresa sarà in grado di distribuire;

P'_n è il valore di realizzo dell'azienda all'epoca n ;

$v^1, v^2, \dots, v^{n-1}, v^n$ sono i coefficienti di attualizzazione dei dividendi.

I procedimenti teorici rispondono pienamente ai requisiti di "razionalità" e di "equità", in quanto definiscono esattamente tutti gli elementi che devono essere presi in considerazione per giungere ad un valore razionale ed equo del capitale economico. A questo proposito, va rilevato che, in assenza di inflazione e del fenomeno dell'attualizzazione, i risultati delle formule in parola conducono a valori coincidenti. Esse, però, non soddisfano il requisito dell'"obiettività": sono cioè di assai difficile applicazione pratica. In particolare, le critiche mosse ai metodi in parola riguardano il fatto che le formule appena descritte utilizzano parametri difficilmente prevedibili (ad es. la misura dei flussi finanziari, i redditi, i dividendi o l'arco temporale da prendere in considerazione). Per tale motivo, le formule considerate lasciano spazio ad un'eccessiva arbitrarietà, in quanto richiedono il ricorso a ipotesi e congetture che possono variare da perito a perito, rendendo estremamente difficile anche il controllo dei parametri utilizzati.

Le rilevanti difficoltà di applicazione delle formule teoriche “fondamentali” impongono, pertanto, il ricorso a formule sostitutive semplificate che, pur non possedendo la stessa validità concettuale, possano essere proficuamente applicabili. Le semplificazioni previste da tali metodi riguardano essenzialmente:

- le modalità di espressione dei parametri (si fa riferimento, ad esempio, all'utilizzo di grandezze flusso medio-normali in sostituzione dei parametri puntuali di difficile determinazione);
- l'orizzonte temporale di riferimento della stima (ad esempio, è ridotto per consentire ragionevoli previsioni dei parametri).

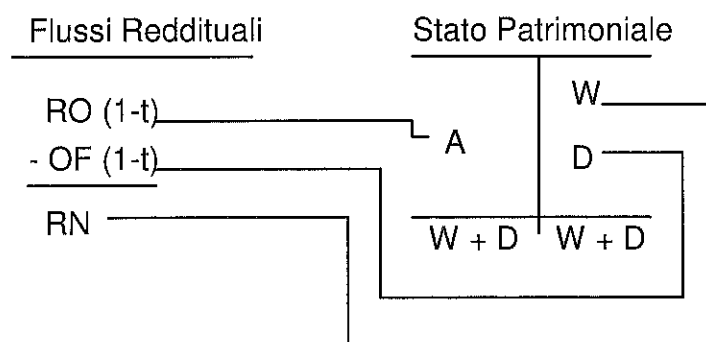
I metodi semplificati

I metodi semplificati si distinguono in metodi reddituali, metodi finanziari e metodi dei dividendi. In considerazione del fatto che, nella pratica valutativa, questi ultimi criteri non sono diffusamente utilizzati, di seguito si approfondiscono le problematiche valutative connesse ai soli metodi reddituali e finanziari.

5.2.3.1.1. I metodi reddituali semplificati

L'idea generale ispiratrice dei metodi reddituali è che il valore dell'azienda dipenda unicamente dai flussi di reddito che essa, in base alle attese, sarà in grado di produrre.

La relazione che intercorre tra i flussi di reddito relativi ad un conto economico riclassificato e «normalizzato» tale da rappresentare un periodo amministrativo *standard* e i valori economici del patrimonio, ovvero il valore degli *assets* operativi, dei debiti finanziari e del capitale valutati nell'ottica del perito indipendente, può essere semplicemente schematizzata, nell'ipotesi in cui l'impresa non abbia attività, passività o redditi di natura non operativa, ad eccezione degli elementi attinenti alla gestione finanziaria, nel modo di seguito esposto:



dove:

- RO è il valore del reddito operativo;
- t è l'aliquota fiscale societaria;
- OF è l'importo degli oneri finanziari;
- RN è il valore del reddito netto;
- A è il valore economico delle attività operative;
- W è il capitale economico;
- D è il valore economico dei debiti finanziari.

Tale schema consente di calcolare il capitale economico d'impresa sia in forma «diretta», che in forma «mediata» per differenza tra il *firm value* e il valore dei debiti finanziari.

Nel primo caso, il capitale economico è pari al valore attuale dei redditi attesi «normalizzati», ovvero in ipotesi di perpetuità dei flussi:

$$W = \frac{RN}{i_c}$$

dove:

- RN è il reddito medio normale atteso (o normale *standard*);
- i_c è il tasso di congrua remunerazione del capitale proprio.

Nel caso di valutazione dell'azienda «in forma mediata», il valore economico del capitale è pari alla differenza tra il valore economico dell'attivo operativo e il valore economico dei debiti finanziari, cioè:

$$W = A - D$$

Come appare dallo schema proposto, il valore economico dell'attivo operativo eguaglia il valore attuale dei redditi operativi normalizzati al netto delle imposte, ovvero nell'ipotesi di perpetuità dei flussi:

$$A = \frac{RO(1-t)}{WACC}$$

dove:

- A è il valore economico dell'attivo al netto dei debiti di funzionamento;
- RO è il reddito operativo medio normale atteso;
- $WACC$ è il tasso di remunerazione dell'attivo calcolato come media aritmetica ponderata dei tassi di remunerazione delle singole fonti di finanziamento (del capitale proprio e dei debiti

finanziari); i pesi sono rappresentati dalle proporzioni, calcolate a valori economici, del capitale di rischio e di credito, rispetto al totale dell'attivo (*Weighted Average Cost of Capital – WACC*):

$$WACC = i_c \frac{W}{W + D} + i_d (1 - t) \frac{D}{W + D}$$

dove ai simboli noti si aggiungono:

D : valore economico dei debiti finanziari;

i_d : il tasso di remunerazione dei debiti finanziari;

t : aliquota d'imposta.

Il valore economico dei debiti finanziari è pari al valore attuale degli oneri finanziari normalizzati al netto delle imposte, ovvero in ipotesi di perpetuità dei flussi:

$$D = \frac{OF(1-t)}{i_d(1-t)}$$

In definitiva, il valore del capitale economico secondo la maniera mediata risulta:

$$W = A - D = \frac{RO(1-t)}{WACC} - \frac{OF}{i_d}$$

Per quanto attiene alle problematiche di determinazione dei parametri previsti dalla formula valutativa reddituale, i punti da sviluppare sono molteplici.

Un primo aspetto riguarda la definizione dei metodi e delle tecniche di previsione del reddito. In questo senso si distinguono:

- **METODO DEI RISULTATI STORICI:** tecnica basata sull'ipotesi che il risultato atteso sia pari al reddito medio normale conseguito negli ultimi 3 - 5 anni.
- **METODO DI PROIEZIONE DEI RISULTATI STORICI:** tecnica che stima i redditi attesi sul fondamento del *trend* dei risultati storici. In questo modo si cerca di mediare l'oggettività dei dati passati con la possibilità di tenere conto di talune variabili rilevanti che possono modificare in futuro il reddito d'esercizio.
- **METODO DEI RISULTATI PROGRAMMATI:** tecnica che determina i redditi attesi sulla base delle previsioni relative all'andamento economico futuro atteso dell'azienda: più precisamente, i redditi vengono calcolati sul fondamento del *budget* annuale e dei piani pluriennali. Naturalmente *budget* e piani sono adeguatamente revisionati e rettificati dal

perito che effettua la stima dell'azienda.

- METODO DELL'INNOVAZIONE: tecnica che studia l'andamento reddituale della gestione nell'ipotesi che si verifichino, in futuro, talune condizioni e innovazioni oggi considerate solo possibili.

Un secondo aspetto è quello relativo alla stima della durata del periodo di previsione. Per quanto riguarda tale questione, si può affermare che la scelta del periodo di riferimento ha natura necessariamente convenzionale. In generale, i comportamenti che più frequentemente si riscontrano nella realtà operativa sono due:

- la durata dell'orizzonte temporale viene agganciata a condizioni oggettive e specifiche dell'azienda oggetto di valutazione;
- l'orizzonte temporale di vita dell'azienda viene considerato infinito.

Una terza problematica da affrontare ai fini dell'applicazione del metodo reddituale riguarda la determinazione del tasso di attualizzazione dei flussi reddituali.

Ai fini del calcolo di detto tasso è indispensabile tenere conto del *principio di coerenza* tra tassi e flussi secondo il quale alle molteplici configurazioni di flussi reddituali o finanziari utilizzati di volta in volta nei vari metodi è opportuno associare altrettante configurazioni di tassi di attualizzazione.

In primo luogo, è bene precisare che detto tasso può essere espresso dalla seguente formula:

$$i_c = i_1 + i_2 + scr + md$$

dove:

i_1 è il *risk free rate* o *price of time*;

i_2 rappresenta il premio per il rischio;

scr (*specific company risk*) è una maggiorazione del tasso connessa al fatto che l'investimento in una specifica attività, anziché in un portafoglio titoli, non consente di eliminare il rischio diversificabile. Tale maggiorazione del tasso è atta a fronteggiare rischi specifici del complesso aziendale, legati alla sua struttura finanziaria, alla tipologia di attività svolta, ai luoghi dove essa è esercitata, alla concentrazione della clientela, e così via.

md (*marketability discount*) è una maggiorazione del tasso applicato alle società non quotate, in ragione del fatto che le azioni non negoziate presso la Borsa Valori scontano un rischio di negoziabilità maggiore rispetto a quello delle azioni quotate.

Ai fini dell'analisi della coerenza tra tassi e flussi è interessante rilevare come il premio per il rischio possa essere distinto in premio per il solo rischio operativo e premio per il rischio finanziario.

Ciò premesso, è possibile affermare che nelle metodologie indirette in cui si attualizzano flussi reddituali o finanziari derivanti dalla gestione totale (flussi netti), il tasso in base al quale scontare detti flussi è un tasso che incorpora anche il premio per il rischio finanziario.

Per quanto riguarda la stima del primo addendo (i_1), si suole prendere come riferimento il valore medio del rendimento dei Titoli di Stato degli ultimi 3/5 anni antecedenti all'epoca della valutazione, ovvero il rendimento atteso dei Titoli di Stato, qualora si sia in possesso di attendibili previsioni.

Per quanto riguarda il calcolo del premio per il rischio, due sono le tecniche di stima che hanno trovato ampia diffusione nella dottrina e nella prassi valutativa nazionale.

La prima, che consiste nell'applicazione della *Regola di Stoccarda*, prevede che i flussi reddituali, calcolati nei modi visti in precedenza, vengono abbattuti di una percentuale pari al 30%.

In questo caso, il tasso di attualizzazione dei flussi sarà, naturalmente, dato dal solo *risk free rate* o *price of time*. A risultati del tutto identici a quelli conseguibili con l'applicazione della *Regola di Stoccarda* si giunge – nel caso in cui si debba attualizzare un flusso di reddito normale costante per un periodo di tempo indefinito – se si sconta il flusso «pieno» (ovvero non abbattuto di alcuna percentuale) ad un saggio comprensivo del rischio, calcolato mediante la seguente relazione algebrica:

$$i_2 = i_1 \frac{X}{1 - X}$$

dove:

i_2 rappresenta il premio per il rischio;

i_1 è il *risk free rate* o *price of time*;

X è la percentuale di abbattimento del reddito.

La seconda tecnica di stima di i_2 è quella che si fonda sul *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Secondo tale metodica valutativa, il premio per il rischio viene determinato moltiplicando il *beta*-

factor (β) (che rappresenta la misura del rischio operativo e finanziario del complesso aziendale) per il premio medio di mercato (dato dalla differenza tra il rendimento medio atteso del mercato azionario e il rendimento degli investimenti privi di rischio - i_1)

In tal caso i_2 viene determinato nel seguente modo:

$$i_2 = \beta (R_m - i_1)$$

dove:

i_2 è il premio per il rischio d'impresa;

β è il *beta-factor* relativo al capitale netto: in sostanza esso rappresenta la misura del rischio operativo e finanziario per l'impresa in esame;

$(R_m - i_1)$ è il premio di mercato, essendo R_m il rendimento medio atteso del mercato azionario e i_1 il *risk free rate*.

Nel caso di complessi aziendali non quotati, per i quali non sia disponibile il *beta-factor* di mercato, è possibile utilizzare, quale *proxy*, il beta medio di un campione di imprese comparabili con il complesso aziendale oggetto di stima ⁽¹⁾;

Nel caso di utilizzo di un flusso reddituale o monetario lordo (relativo, cioè, alla gestione operativa) il tasso di sconto cui attualizzare il flusso in parola sarà, per il rispetto del principio di coerenza, una media ponderata dei costi delle singole fonti di finanziamento (*Weighted Average Cost of Capital – WACC*):

$$WACC = i_c \frac{W}{W + D} + i_d \frac{D}{W + D}$$

in cui:

i_c è il costo del capitale proprio;

i_d è il costo del capitale di credito;

W e D rappresentano rispettivamente i valori economici del capitale proprio e dei debiti finanziari.

¹ Al fine di migliorare il grado di affidabilità del *beta-factor* desunto dal campione di imprese comparabili a quella oggetto di valutazione, è possibile, per il tramite della formula di Hamada, incorporare dal *beta-factor* di mercato la componente finanziaria così da determinare il c.d. *beta unlevered*, e applicare al *beta unlevered* medio di mercato il rischio finanziario dello specifico complesso aziendale oggetto di valutazione.

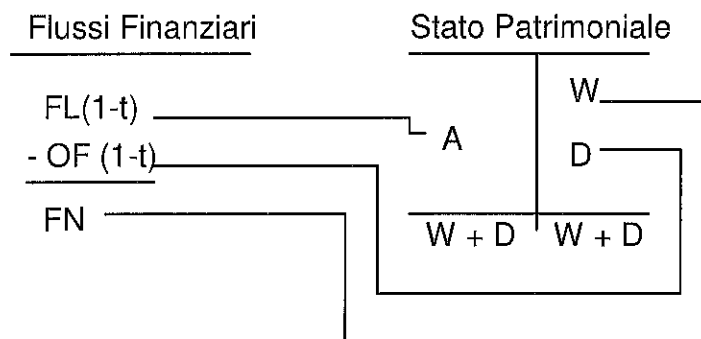
La formula di Hamada, si precisa, è la seguente: $\beta_u = \frac{\beta_l}{1 + \frac{D}{W}(1-t)}$ dove β_u è il *beta unlevered* di una singola impresa, β_l è

il *beta levered* della stessa impresa, D è il valore di mercato dei debiti finanziari dell'impresa; W è il valore economico del capitale dell'impresa; t è l'aliquota d'imposta.

5.2.3.1.2. I metodi finanziari semplificati

I metodi finanziari semplificati determinano il valore del capitale economico in funzione dei flussi monetari prospettici dell'azienda.

Anche nel caso dei metodi finanziari è possibile individuare la modalità *mediata* e quella *diretta* del calcolo del capitale economico, sulla base del legame esistente tra flussi monetari/finanziari e valori economici delle attività e del capitale proprio. In particolare, nella stessa ipotesi semplificatrice prevista nel precedente paragrafo, in cui si supponga l'assenza di attività, passività, redditi e perdite di natura non operativa, ad eccezione degli elementi riguardanti la gestione finanziaria e si assuma che i flussi siano infiniti e costanti nel tempo, lo schema di valutazione del capitale economico con il metodo finanziario è rappresentabile nel seguente modo:



dove:

FL è il valore del flusso *unlevered* (o flusso della gestione operativa);

t è l'aliquota d'imposta;

OF è il valore del flusso generato dalla gestione finanziaria calcolato al netto delle imposte corrispondenti;

FN è il valore del flusso *levered* (flusso monetario netto complessivo disponibile): esso rappresenta il flusso di cassa disponibile generato dalla gestione che può essere destinato alla distribuzione senza provocare imbarazzi finanziari;

A è il valore economico dell'attivo (al netto dei debiti di funzionamento);

W è il valore economico del netto (capitale economico);

D è il valore economico dei debiti finanziari.

La fattuale applicazione del metodo finanziario richiede che vengano determinati:

1. il flusso di cassa futuro relativo al periodo di valutazione considerato;
2. la durata del periodo di previsione dei flussi attesi;
3. il valore del tasso di sconto dei flussi attesi.

Per la determinazione dei parametri di cui ai punti due e tre si può fare riferimento a quanto detto a proposito dei metodi reddituali.

Per quanto riguarda le modalità di computo dei flussi è possibile procedere utilizzando diverse tecniche. Una prima impiega il seguente schema di riferimento:

	Ricavi della gestione operativa corrente
-	Costi della gestione operativa corrente
-	Crediti della gestione operativa corrente (esclusi crediti vs l'erario)
+	Debiti della gestione operativa corrente
	<i>Flusso della gestione operativa corrente al lordo delle imposte (A)</i>
+	Ricavi per disinvestimenti di capitale fisso strumentale
-	Costi per investimenti di capitale fisso strumentale
-	Crediti relativi ai disinvestimenti
+	Debiti relativi agli investimenti
	<i>Flusso della gestione operativa fissa al lordo delle imposte (B)</i>
	<i>(A)+(B) Flusso della gestione operativa al lordo delle imposte (C)</i>
-	Imposte operative pagate
	<i>Flusso unlevered (D)</i>
+	Accensione di debiti finanziari
-	Rimborso di debiti finanziari
-	Concessioni di crediti finanziari
+	Rimborso di crediti finanziari
-	Oneri finanziari pagati
+	Proventi finanziari riscossi
±	Imposte «finanziarie»
	<i>Flusso della gestione finanziaria al netto delle imposte (E)</i>
	<i>(D)+(E) Flusso levered</i>

Una seconda tecnica di determinazione dei flussi finanziari si sofferma, per il calcolo dei flussi netti relativi ai singoli periodi amministrativi, sull'esame di due situazioni patrimoniali consecutive:

$$\text{Flusso levered} = \Delta \text{Cassa} + \text{Rimborsi di capitale sociale} - \text{Versamenti per aumenti di capitale sociale} - \text{Incremento Riserva Sovrapprezzo Azioni} + \text{Dividendi}$$

Flusso *unlevered* = Flusso *levered* - Accensione di debiti finanziari + Rimborso di debiti finanziari +
 Concessione di crediti finanziari - Rimborso di crediti finanziari + Oneri
 finanziari pagati - Proventi finanziari riscossi

5.2.3.2. I metodi basati su grandezze *stock*

I metodi basati su grandezze *stock* vengono definiti patrimoniali e si fondano sul principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale dell'azienda.

I metodi patrimoniali di stima del valore economico del capitale d'impresa si distinguono in:

- METODO PATRIMONIALE SEMPLICE (O PURO);
- METODO PATRIMONIALE COMPLESSO.

La distinzione si fonda sul diverso grado di apprezzamento dei beni immateriali non contabilizzati (tecnologia, portafoglio lavori, organizzazione del personale, ecc.): essi sono del tutto tralasciati nel metodo patrimoniale puro, mentre sono ampiamente considerati nel metodo patrimoniale complesso.

5.2.3.2.1. Il metodo patrimoniale semplice (o puro)

Il metodo patrimoniale puro, che trova il suo punto di partenza nel capitale netto di bilancio, considera il valore dell'azienda da cedere pari al valore del capitale netto rettificato.

Il capitale netto rettificato viene, per norma, calcolato mediante la riespressione a valori correnti degli elementi dell'attivo e del passivo patrimoniale. In formula:

$$K' = A' - P'$$

dove:

K' è il patrimonio netto rettificato;

A' rappresenta l'attivo riespresso a valori correnti;

P' costituisce il passivo riespresso a valori correnti.

5.2.3.2.2. I metodi patrimoniali complessi

I metodi patrimoniali complessi sono di due tipi:

a) metodi patrimoniali complessi di I grado (sommano al valore del patrimonio netto rettificato K' il valore dei beni immateriali non contabilizzati aventi però un valore di mercato);

b) metodi patrimoniali complessi di II grado (sommano al valore di K' sia il valore dei beni immateriali di cui *sub a*, sia il valore dei beni immateriali non contabilizzati e non aventi valore di mercato – *know how*, marchi, portafoglio lavori, valore dell'organizzazione umana, ecc. – privi cioè di un riscontro diretto).

L'espressione sintetica che meglio può esprimere i metodi patrimoniali complessi è la seguente:

$$W = K' + Val. Imm.$$

dove Val. Imm. indica il valore dei beni immateriali non contabilizzati.

Più precisamente, tali metodi sono ispirati alla teoria del *going concern value*, secondo la quale per costituire una azienda "*ex novo*" è necessario sostenere dei costi che non vengono sopportati nel caso di acquisto di una azienda che già esiste e funziona.

Naturalmente, la formula di cui sopra suppone implicitamente che l'azienda sia in grado di remunerare congruamente il patrimonio netto rettificato comprensivo dei beni immateriali, ovvero:

$$R = i (K' + V. Imm)$$

in cui:

R = reddito atteso;

$i (K' + V. Imm)$ = reddito congruo.

Nel caso in cui tale situazione non si verifichi, la stima con il metodo patrimoniale complesso differirebbe da quella risultante dall'applicazione del metodo reddituale, contraddicendo il principio dell'equivalenza delle formule valutative; pertanto, occorre rettificare il valore risultante dalla formula di valutazione patrimoniale con una correzione reddituale pari alla differenza tra il reddito atteso e il reddito congruo, attualizzata per un periodo infinito, ovvero per il numero di anni che il perito ritiene necessari a ricondurre l'impresa in condizioni di equilibrio economico.

5.2.3.3. I metodi basati su grandezze flusso-stock

I metodi misti, basati su grandezze flusso-stock, costituiscono una mediazione tra i metodi patrimoniali – dai quali prendono la caratteristica della verificabilità oggettiva – e i metodi reddituali – dai quali prendono le considerazioni sulle aspettative reddituali. I metodi misti più diffusi sono: il metodo "tedesco" e il "metodo anglosassone" (o metodo della durata limitata dell'avviamento).

L'impiego di tali metodi è stato raccomandato dalla *Union Européenne des Experts Comptables Economiques et Financiers* (Unione Europea degli Esperti Contabili Economici e Finanziari, UEECEF o più semplicemente, UEC) nella propria Raccomandazione del 1962, nella quale ha manifestato l'esigenza di rettificare il valore del patrimonio in funzione della capacità di reddito dell'azienda.

In particolare, con il metodo indiretto o dei pratici tedeschi, il valore di un'azienda è fatto pari alla media del valore delle attività e del valore di rendimento. In tal modo, il *goodwill* corrisponde alla differenza fra il valore dell'azienda ed il valore degli elementi attivi del suo capitale o alla metà della differenza fra il valore di rendimento ed il valore delle attività; si tratta, in sostanza, del metodo del valore medio, che può sintetizzarsi nella seguente formula:

$$W = \frac{1}{2} \left(\frac{R}{i} + K' \right)$$

Con il metodo diretto o metodo anglosassone, il valore dell'azienda è assimilato al valore corrente dell'attivo aumentato del *goodwill*.

La formula di valutazione è la seguente:

$$W = K' + C.R.$$

dove:

W costituisce il valore economico della società stimato mediante il metodo anglosassone;

K' rappresenta il patrimonio netto rettificato del complesso aziendale oggetto di valutazione;

C.R. il valore economico della correzione reddituale positiva o negativa, stimata mediante l'attualizzazione del sovra/sottoreddito che la Società sarà in grado di produrre nel corso della gestione; in formule:

$$C.R. = \sum_{t=1}^n \frac{R_t - i \cdot K'}{(1+i)^t}$$

in cui:

a) $(R_t - i \cdot K')$ rappresenta il sovra/sottoreddito che la Società sarà presumibilmente in grado di produrre in ciascun esercizio futuro;

b) R_t sono i redditi netti attesi della Società per gli anni di durata della correzione reddituale;

c) i è il costo del capitale proprio;

d) n costituisce l'orizzonte temporale di riferimento della correzione reddituale.

Ai fini dell'applicazione del metodo misto patrimoniale con correzione reddituale occorre:

- individuare i beni facenti parte del complesso aziendale;
- stimare il valore corrente degli stessi e conseguentemente le rettifiche da apportare al valore contabile delle attività e passività iscritte nella situazione patrimoniale di riferimento. Al riguardo, si fa presente che gli *asset* a fecondità ripetuta dovranno essere valutati al valore corrente d'uso, i beni a fecondità semplice al valore di presunto realizzo e le passività al valore di presumibile estinzione;
- verificare che la redditività implicita del complesso aziendale sia in linea con la remunerazione congrua del capitale in esso investito. In assenza di tale condizione, infatti, si deve apportare una correzione reddituale (positiva o negativa) al valore di natura patrimoniale in modo tale da apprezzare nella dovuta misura il *goodwill/badwill* aziendale. Nello svolgimento di tale verifica appare opportuno che i beni accessori - eventualmente presenti nel patrimonio del complesso aziendale oggetto di stima - vengano stimati autonomamente rispetto al valore del patrimonio "operativo" del complesso aziendale.

Laddove nella valutazione del capitale del complesso aziendale oggetto di trasferimento non si prenda in considerazione il patrimonio netto rettificato, ma il capitale operativo, la congruità della redditività del capitale investito (operativo) verrà giudicata mediante l'analisi del reddito operativo atteso (e non di quello netto atteso). In altri termini, la logica su cui si fonda l'algoritmo di valutazione è la stessa della tecnica "anglosassone", con la sola differenza che ci si basa su grandezze operative e non nette. In formula:

$$W = CIN' + \left[\sum_{j=1}^n (RO_j - WACC \times CIN') \times (1 + i_c)^{-j} \right] - D$$

dove:

W è il valore del capitale economico della Società;

CIN' è il valore corrente delle attività operative, (considerate al netto dei debiti non finanziari e non onerosi);

ROj sono i redditi operativi conseguiti dalla Società negli n anni considerati ai fini della stima del valore della correzione reddituale;

$WACC$ è il costo medio ponderato del capitale;

i_c è il costo del capitale proprio;

n è il periodo di durata del "sovrareddito" o del "sottoreddito" operativi della Società;

D è il valore economico dei debiti finanziari della Società all'epoca della stima.

Per quanto attiene alla stima del tasso di attualizzazione per la determinazione del *goodwill/badwill* aziendale, si fa presente che, per il principio di coerenza tra flussi e tassi, ove si debbano attualizzare flussi netti (nominali o reali) essi andranno scontati al tasso di remunerazione del capitale proprio (nominale o reale); di converso, ove si debbano attualizzare flussi operativi (nominali o reali), essi andranno scontati al costo medio ponderato del capitale (nominale o reale).

Nel prosieguo si intende procedere alla determinazione del valore del capitale economico di V Marine s.r.l. secondo il metodo reddituale puro.

6. La scelta della metodologia valutativa

Come è stato rilevato, non esiste una metodologia di stima del capitale economico di un'azienda in grado di soddisfare pienamente e in ogni circostanza i requisiti di "razionalità", "obiettività", "generalità" e "stabilità" in precedenza richiamati.

Allo scopo di individuare la metodologia da applicare ai fini della valutazione di una specifica azienda è, pertanto, necessario effettuare una disamina contingente dei fini cui la valutazione è rivolta, delle informazioni disponibili o acquisibili e della situazione dell'azienda oggetto di stima.

Nel caso di specie, si precisa quanto segue.

Il fine della valutazione è la stima del valore economico di ECOPLAST s.r.l. allo scopo di dare pregio valutativo alle partecipazioni in quote detenute dalla debitrice eseguita BRUNO Desireè. Le informazioni disponibili o acquisibili sono quelle descritte nel paragrafo 2.1; per la precisione, è il caso di rammentare che si dispone dei bilanci relativi agli esercizi chiusi al 2022 – 2023 – 2024 della Società subordinata a valutazione. Non si hanno altre informazioni utili ad esprimere un giudizio in merito alla situazione economico-patrimoniale attuale dell'azienda.

Non disponendo, pertanto, di analitiche informazioni sugli elementi patrimoniali costituenti il compendio aziendale, di documentazione di supporto sulla iscrizione a bilancio di voci quali l'Attivo immobilizzato e quello Circolante si esclude il ricorso al metodo patrimoniale analitico e a quello complesso.

Tanto premesso, si è ritenuto opportuno adottare ai fini della stima del valore del capitale economico (W) della ECOPLAST s.r.l. unipersonale il metodo reddituale puro

Lo scrivente ausiliario ha ritenuto opportuno adottare il metodo in parola, poiché:

1. i metodi diretti sono raramente utilizzati nella prassi professionale. Inoltre, la Società valutanda non è quotata e risulta complesso individuare un campione di imprese simili;
2. tra i metodi indiretti, quelli basati su grandezze stock e i misti non risultano applicabili, per via di assenza di informazioni in merito a possibili rettifiche degli elementi patrimoniali attivi e passivi e ad eventuali beni immateriali non contabilizzati;
3. tra i metodi indiretti basati su grandezze flusso, non risultano dividendi distribuiti negli anni per i quali si hanno informazioni contabili a disposizione, inoltre, i flussi finanziari risultano particolarmente condizionati dall'incremento delle disponibilità liquide del 2024 che si accompagna alla sensibile riduzione dei crediti;
4. tra i metodi richiamati al punto precedente, si dispone, invece, dei valori dei redditi passati, tramite i quali è possibile pervenire al reddito medio normalizzato; pertanto, si è optato per il metodo reddituale puro, tralasciando l'applicazione del metodo

reddituale complesso, poiché quest'ultimo risulta di più difficile applicazione, in quanto prevede la determinazione in modo puntuale dei flussi reddituali prospettici e della durata dell'azienda (limitata nel tempo).

5. il metodo reddituale puro, invece, risulta più facilmente applicabile, poiché ipotizza che i) il valore di presunto realizzo sia pari a zero; ii) i flussi reddituali prospettici siano sempre uguali; iii) la durata dell'azienda sia illimitata. Tuttavia pare opportuno allo scrivente voler limitare ad un orizzonte temporale predefinito la proiezione medio-prospettica del reddito medio normalizzato, così assumendo un'azienda in <<funzionamento>> . La durata dell'orizzonte temporale viene agganciata a condizioni oggettive e specifiche.

7. La determinazione del Capitale Economico di ECOPLAST s.r.l. unipersonale con il metodo reddituale puro

La stima del valore economico della Società in parola con il metodo reddituale puro richiede l'applicazione della seguente formula:

$$W = R \cdot a_n \cdot i^c$$

Dove:

W è il valore del capitale di conferimento o valore economico-aziendale;

R è il reddito medio normale atteso (o normale standard);

i è il tasso di congrua remunerazione del capitale proprio;

n è l'orizzonte temporale assunto a riferimento. La durata dell'orizzonte temporale viene agganciata a condizioni oggettive e specifiche dell'azienda oggetto di valutazione e convenzionalmente si assume in un intervallo di oscillazione da un minimo di 3 ad un massimo di 10 anni che sta ad indicare il periodo di remunerazione dell'investimento.

Di seguito, vengono illustrati i parametri di riferimento impiegati per la stima del valore economico alla data del 31.12.2024 ovvero dell'ultimo bilancio approvato:

reddito normale atteso "R" = € 35.624,00 che si arrotonda ad Euro 35.000,00 quantificato come media aritmetica dei redditi normalizzati (ossia depurati delle componenti reddituali di natura straordinaria) dall'esercizio 2022 all'esercizio 2024;

tasso free risk "i1" determinato utilizzando la regola di Fisher: $i1 = \frac{in - \pi}{1 + \pi}$

dove "in", ossia il rendimento netto dei Titoli di Stato al lordo dell'inflazione, è posto pari a 2,58% (i.e. il valore del Rendistato a Marzo 2026 al netto delle imposte), mentre π (i.e. il tasso di inflazione) è pari all'1,6%. **Il valore risultante di i1 è 0,96%;**

il premio per il rischio "i2" è stato calcolato utilizzando il Beta del settore <<enviromental and waste services>> pari a 1,06 ed il valore del rendimento medio del mercato italiano "Rm" pari a 6,69% (cfr. Tavole del Prof. Damodaran). Ne consegue che "i2" è pari a $1,06 \times 6,69 - 0,96$. Alla luce di tali valori, **il premio per il rischio risulta pari a 6,13%;**

la marketability discount (md), una maggiorazione del tasso applicato alle società non quotate, in ragione del fatto che le azioni non negoziate in un mercato regolamentato scontano un rischio di negoziabilità maggiore rispetto a quello delle azioni quotate e liberamente trasferibili. Si precisa che si è proceduto ad effettuare una maggiorazione **ad un usuale tasso del 2%**, argomentando che la società sottoposta a valutazione ha un <<core business>> che presenta profili di rischiosità contenuti nella media settoriale;

lo specific company risk (scr), ossia una maggiorazione del tasso connessa al fatto che l'investimento in una specifica attività, anziché in un portafoglio titoli, non consente di eliminare il rischio diversificabile. Tale maggiorazione del tasso è atta a fronteggiare rischi specifici di una determinata attività, legati alle modalità di soddisfacimento del fabbisogno finanziario, alla tipologia di attività svolta, ai luoghi nei quali essa è esercitata, alla concentrazione della clientela, e così via. **Lo specific company risk è stato fatto pari a 2%;**

il valore finale del tasso di congrua remunerazione risulta, dunque, pari a 11,09%, valore dato dalla sommatoria di i1, i2, md e scr.

Vita prospettica aziendale: 5 anni:

La definizione del periodo n è un elemento basilare nel procedimento in esame in quanto si suppone che le condizioni generatrici di reddito siano destinate ad estinguersi o ad attenuarsi nel corso di alcuni anni, come già si è potuto osservare dall'analisi dei dati. Pertanto, appare ragionevole ricondurre tali considerazioni ad un arco temporale di 5 anni, comunque considerato come il minimo riferimento temporale necessario a dare ragionevole attendibilità ad un investimento, qual è appunto quello in quote e/o partecipazioni societarie.

Dunque, alla luce dei valori a disposizione, il valore del capitale economico della ECOPLAST s.r.l. unipersonale è stato calcolato nel seguente modo:

Scegliendo quindi la formula espressa dell'attualizzazione della rendita per un periodo definito di anni 5 avremo:

$$W = R \cdot a_{\overline{n}|i} = 35.000 \cdot 11,09$$

$$W = \frac{35000}{a_{\overline{5}|11,09}} = € 129.064$$

FORMULA CALCOLO VALORE CON METODO REDDITUALE PURO A PERIODO LIMITATO

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

Riscritta in espressione analitica:

$$W = R \cdot \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i}$$

DATI BASE

$$R = 35.000,00$$

$$i = 11,09\%$$

$$n = 5$$

$$W = R \times \frac{1-(1+i)^{-n}}{i}$$

$$W = 35.000,00 \times \frac{1-(1+0,1109)^{-5}}{0,1109}$$

$$W = 35.000,00 \times \frac{1-(1,1109)^{-5}}{0,1109}$$

$$W = 35.000,00 \times \frac{1-0,59105129}{0,1109}$$

$$W = 35.000,00 \times \frac{0,40895}{0,1109}$$

$$W = 35.000,00 \times 3,6876$$

$$W = 129.064,00$$

Flusso medio netto limitato			
Reddito normalizzato annuo	R		
Reddito normalizzato medio			35.000
Orizzonte temporale	n		5
Coefficiente di attualizzazione	vn		0,59105129
Coefficiente di attualizzazione della rendita	an		3,68754477
Tasso di attualizzazione	i		11,09%
VALORE W			129.064

8. Osservazioni di parte creditrice esecutante

Sono pervenute le osservazioni a cura della C.t.P. nominata da parte creditrice Dott.ssa
che si allegano alla presente.

La consulente di Parte condivide l'analisi dello scrivente alla luce della esigua documentazione disponibile, nonché la metodologia di valutazione delle quote adottata. Ripropone la formula per il calcolo del Valore che per mera opportunità e comprensione da parte del Giudice delle Esecuzioni si riporta nelle conclusioni. Tuttavia nell'impostazione della formula adotta al divisore l'arrotondamento del tasso di congrua remunerazione del capitale proprio al decimale <<per difetto>> concludendo per un valore W= Euro 143.132,50.

Repliche: lo scrivente C.t.U. pur apprezzando la formula riportata dalla consulente di parte ritiene non condivisibile l'arrotondamento del tasso di congrua remunerazione del capitale proprio al decimale <<per difetto>> confermandolo, quindi, nel valore dell'11,09%. Ne consegue la conferma del calcolo riportato alle pagine 35 e 36.

9. Conclusioni

È stato conferito allo scrivente l'incarico di procedere alla stima del valore economico della <<ECOPLAST s.r.l.s>>.

Ai fini del presente incarico, alla luce delle motivazioni esposte nel paragrafo 6, si è deciso di procedere alla valutazione attraverso il metodo reddituale puro con limitazione dell'orizzonte temporale ad anni 5.

Per le argomentazioni e considerazioni esposte nel presente elaborato, la valutazione del capitale economico di ECOPLAST s.r.l.s, è risultata essere pari ad Euro 129.064 che si arrotonda per eccesso ad Euro 130.000.

La valutazione delle quote di spettanza della signora Bruno Desireè è così determinata:

Valore della partecipazione = [valore azienda x % partecipazione]

€.130.000 x 100% = €. 130.000

Ritenendo con la presente relazione di stima di aver adempiuto all'incarico affidato, si ringrazia per la fiducia accordata, rimanendo a disposizione per ogni eventuale chiarimento e/o integrazione in merito a quanto esposto.

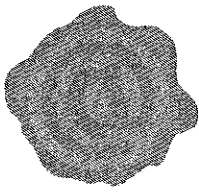
Relazione definitiva chiusa alla data del 30 aprile 2026

In fede

Il C.t.u.

f.to Dott. Armando MAIESE

Documento informatico firmato digitalmente, ai sensi del DPR n. 445/2000 e del D.Lgs n.82/2005 e norme collegate, il quale sostituisce il documento cartaceo e la firma autografa.



ARMANDO
MAIESE
30.04.2026
10:56:09
GMT+00:00

Allegati: n.1

N.B. Ogni documento o carta di lavoro utilizzata per la presente valutazione sono conservate negli archivi del professionista incaricato.