TRIBUNALE DI BOLOGNA

SEZIONE IV CIVILE E PROCEDURE CONCORSUALI

LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE "ATTI SPA IN LIQUIDAZIONE"

R.G. N. 106/2024

***

VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE

DETENUTA NELLA SOCIETA' DI DIRITTO TUNISINO

AL-CAST S.A.R.L.

***

Giudice Delegato: *Dott. Pasquale Liccardo*

Curatore: *Dott. Nicola Zanzi*

Consulente della Procedura: *Dott. Pietro Stefanetti*

INDICE

1. PREMESSA 3

2. OGGETTO DELLA PERIZIA E FONTI UTILIZZATE 5

3. PROFILO STORICO DELLA SOCIETA' 7

4. ANALISI DELLO SCENARIO MACROECONOMICO 9

5. DEFINIZIONE DELLE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE 12

a) *Metodi Patrimoniali* 13

b) *Metodi reddituali* 14

c) *Metodi misti patrimoniali - reddituali* 16

d) *Metodi finanziari* 17

e) *Metodi empirici* 19

6. METODOLOGIA VALUTATIVA APPLICATA 21

7. LA VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO: METODO PATRIMONIALE SEMPLICE 22

8. CONCLUSIONI 24

1. PREMESSA

Con provvedimento del 19.08.2025, il Giudice delegato alla Liquidazione Giudiziale in epigrafe – dott. Pasquale Liccardo – autorizzava il Dott. Nicola Zanzi – Curatore della Procedura, dichiarata dal Tribunale di Bologna con Sentenza n. 201/2024 del 22-24.10.2024 (R.G. n. 106/2024) – a farsi coadiuvare dal sottoscritto Dott. Pietro Stefanetti, iscritto all'ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Bologna al n. 459/a, revisore contabile iscritto all'albo n. 15709 pubblicato in G.U. n. 31 bis del 21 aprile 1995 – con studio in Bologna, Via O. Guerrini n. 7/2 – al fine di redigere una perizia estimativa volta alla valorizzazione della partecipazione detenuta dalla società sottoposta a procedura concorsuale nella *Al-Cast S.a.r.l.*, società di diritto tunisino.

Preliminarmente, lo scrivente dichiara di godere dei requisiti di terzietà e indipendenza richiesti, non intercorrendo con la società rapporti di cui alla lettera *b)* e *c)* dell'art. 2399 c.c.

Lo scrivente dunque, accettato l'incarico, esaminato gli atti, effettuato le ispezioni, le indagini e gli accertamenti ritenuti necessari ed avendo preso visione ed esaminato i dati contabili dell'azienda in oggetto, presenta la seguente relazione di stima.

Ciò premesso, in adempimento all'incarico ricevuto, il sottoscritto illustra nei paragrafi che seguono la metodologia adottata nelle attività di verifica che ha svolto al fine di presentare la propria relazione peritale: in particolare, dopo aver descritto il profilo storico della società oggetto di stima ed aver analizzato lo scenario macroeconomico in relazione al quale la stessa è stata condotta – funzionali alla puntuale determinazione del perimetro di valutazione –, il presente elaborato descriverà, ancorché sinteticamente, la varie metodologie valutative accreditate in dottrina, per poi soffermarsi su quella che – a parere di chi scrive – è idonea ad esprimere la più congrua rappresentazione del valore della società oggetto di valutazione, in relazione alle descritte caratteristiche della stessa.

Merita premettere che lo scrivente veniva altresì incaricato dagli Organi della Procedura di redigere una perizia estimativa volta alla valorizzazione del compendio aziendale di pertinenza della società sottoposta a liquidazione giudiziale -corrente in Bentivoglio (BO), via Romagnoli n. 5 e avente ad oggetto l'attività produttiva di avente ad oggetto l'attività produttiva di fusione di alluminio e zama e di lavorazioni meccaniche- condotto in godimento dalla società *Alcast Tech Foundry & Machining S.r.l.*, giusto contratto d'affitto di ramo d'azienda del 10.07.2023 (in cui la Curatela è subentrata *ex* art. 184, co. 1 CCI), oltreché di rendere una stima delle partecipazioni detenute da *Atti S.p.A.* in *Al-Za S.a.r.l.* e in *Az-Art S.a.r.l.*, anch'esse società di

diritto tunisino in cui la società debitrice detiene una partecipazione pari al 70% del capitale. Le relative considerazioni -pur essendo tra loro parzialmente sovrapponibili nel merito- vengono rese con separati elaborati, essendo il presente documento unicamente finalizzato alla valutazione della partecipazione nella società *Al-Cast S.a.r.l.*

2. OGGETTO DELLA PERIZIA E FONTI UTILIZZATE

La presente relazione di stima ha lo scopo di determinare il valore della partecipazione detenuta dalla società *ATTI S.p.A. in liquidazione* (alla quale, *infra*, ci si riferirà anche con gli appellativi di "**debitrice**", "**insolvente**", "**controllante**"), in *AL-CAST S.A.R.L.* (alla quale, *infra*, ci si riferirà anche con solo con l'appellativo di "**partecipata**"), società di diritto tunisino.

In termini di svolgimento logico, il lavoro -ferme restando le considerazioni relative al profilo storico e allo stato di fatto in cui versa attualmente la società controllante, sottoposta a liquidazione giudiziale dall'ottobre 2024, ben descritte nell'elaborato peritale finalizzato alla valorizzazione del compendio aziendale di pertinenza della debitrice (da intendersi qui integralmente richiamate e riportate per quanto eventualmente di interesse)- si snoda a partire dalla base informativa a disposizione dello scrivente perito necessaria all'identificazione delle principali fonti del valore della partecipazione:

1. Breve profilo storico della società partecipata;
2. Analisi dello scenario macroeconomico e del settore;
3. Analisi dei bilanci e della documentazione contabile afferente alla *Al-Cast S.a.r.l.*, per come prodotta dagli Organi della Procedura concorsuale.

L'indagine conoscitiva è stata condotta dal perito nominato mediante la documentazione contabile fornita dal Curatore della Liquidazione Giudiziale, facendo affidamento sulla veridicità, l'accuratezza e la completezza delle informazioni stesse.
Segnatamente, in ordine all'esecuzione del presente lavoro, lo scrivente ha raccolto ed esaminato i seguenti documenti:

1. Visura storica *Atti S.p.a. in liquidazione*;
2. Bilanci *Al-Cast S.a.r.l.* relativi agli esercizi 2021, 2022 e 2023;
3. Documentazione acclusa al fascicolo della precedente procedura di concordato preventivo a cui ha avuto accesso la debitrice.

Come anticipato in premessa, la presente relazione ha lo scopo di determinare il valore della partecipazione detenuta dalla società debitrice in *Al-Cast S.a.r.l.* (pari al 70% del capitale). In particolare, la suddetta stima si rende necessaria al fine di addivenire a una valorizzazione dell'*asset* – ragionevole, razionale e coerente –, da assumersi quale valore basa d'asta per la successiva alienazione da bandirsi in seno alla liquidazione giudiziale.

Le conclusioni esposte nel presente elaborato sono state elaborate sul complesso delle valutazioni meglio specificate in seguito e, pertanto, nessuna parte del presente documento potrà né essere utilizzata disgiuntamente rispetto alla perizia nella sua interezza, né tantomeno essere assunta per una finalità diversa da quella indicata. Merita inoltre precisare che le considerazioni illustrate di seguito afferiscono necessariamente al momento temporale in cui le medesime sono state assunte, con la logica conseguenza che la stima – per via della variabilità dei dati nel tempo (condizione ragionevolmente tantopiù riscontrabile, quanto maggiore è l'ampiezza dell'orizzonte temporale di riferimento) – non può in ogni modo essere oggettivamente estesa ad altri momenti temporali, in particolar modo laddove si assuma, come verrà illustrato *infra*, che il contesto macroeconomico valutativo sia caratterizzato da significativa volatilità.

3. PROFILO STORICO DELLA SOCIETA'

La società *Atti S.p.A.* -costituta nell'agosto 1997 per effetto dell'operazione di scissione parziale della società Fonderia *Atti S.p.A.* - è ente di diritto italiano, avente ad oggetto:

- la lavorazione e fusione di bronzo, allumino e altri metalli non ferrosi in genere;
- la costruzione e commercializzazione di macchine, impianti ed attrezzature per fonderia;
- la lavorazione meccanica generale per conto terzi ed in proprio.

Attività che la debitrice ha, per lunga data, implementato con il compendio produttivo corrente in Bentivoglio (BO) – attualmente oggetto di affitto d'azienda ad *Alcast Tech Foundry & Machining s.r.l.* (e oggetto di stima in separato elaborato peritale) –, potendo contare altresì sulle sinergie venutesi a creare con le società di diritto tunisino dalla stessa controllate.

La società debitrice fa infatti parte di un gruppo societario facente capo alla società *Galvani fiduciaria s.r.l.* - società di Amministrazione Fiduciaria e Trust, quale *trustee* del trust *Alcast*, essendo integralmente controllata da quest'ultima.

La società non risulta essere soggetta ad attività di direzione e coordinamento della controllante *ex* art. 2497 c.c.

Sono parti correlate, secondo quanto previsto all'art. 2 lett. *l)* CCII le seguenti società:

AL-ZA s.a.r.l.: è la società di diritto tunisino, costituita in data 06.07.2007, che si occupa di pressofusione zama, materie plastiche e assemblaggio. Capitale sociale di Dinari Tunisini 100.000,00, di proprietà al 70% della Società *Atti S.p.a*. (partecipazione oggetto di separata stima);

AL-CAST s.a.r.l.: è una società di diritto tunisino, proprietaria di un'area di terreno in Tunisia e sostanzialmente priva di ulteriori passività e/o attività di rilievo, ad oggi inattiva. Capitale sociale di Dinari Tunisini 750.000,00, di proprietà al 70% della Società *Atti S.p.a.* (partecipazione la cui valutazione è oggetto del presente elaborato peritale);

AZ-ART s.a.r.l.: anch'essa è società di diritto tunisino, di fatto inattiva. Capitale sociale di dinari tunisini 10.000,00, di proprietà al 70% della Società *Atti S.p.a.* (partecipazione anch'essa oggetto di separata stima);

ARCHIMEDE S.r.l.: società di diritto italiano che si occupa di "*engineering*", svolgendo l'attività di costruzione, manutenzione, riparazione e vendita di macchine automatiche ed attrezzature meccaniche varie, nonché l'attività di costruzione di stampi per metalli e quant'altro attinente alla lavorazione di componenti metallici; la società -con sede in legale in Bentivoglio (BO), via Romagnoli n. 5- è amministrata da un amministratore unico in persona del sig. Giuseppe Lelli, legale rappresentante *pro tempore* della debitrice;

ARENA S.r.l.: società di diritto italiano che svolge l'attività di ideazione, progettazione, prototipazione, realizzazione, produzione e commercializzazione di anime a caldo, stampi e casse d'anime. La società, di fatto, si è sempre occupata della produzione di "anime in sabbia"; ha sede legale in Bentivoglio (BO), via Romagnoli n. 3/A e, anch'essa, è amministrata da un amministratore unico in persona del sig. Giuseppe Lelli;

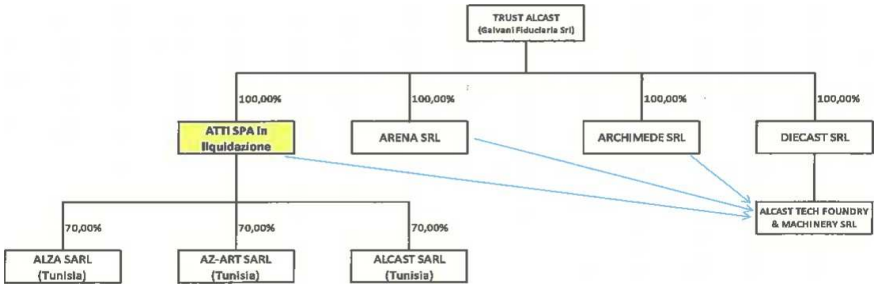
DIECAST S.r.l.: società di diritto italiano costituitasi nel 1988 che svolge l'attività di lavorazione e fusione di bronzo, alluminio e altri metalli e leghe in genere, nonché di costruzione e commercializzazione di macchine, impianti ed attrezzature per fonderia. La società ha sede in Bentivoglio (BO), via Romagnoli n. 5 e, come per le precedenti, la stessa risulta essere amministrata dal sig. Giuseppe Lelli, che ne ricopre la carica di amministratore unico;

ALCAST TECH FOUNDRY & MACHINING S.r.l.: società con sede legale in Bentivoglio (BO), via Romagnoli n. 5, costituita nel giugno 2023 al fine *inter alia* di assumere in affitto la gestione del ramo d'azienda di pertinenza della società debitrice. La società risulta amministrata da un Consiglio di Amministrazione, ove il sig. Giuseppe Lelli ricopre la carica di Consigliere.

ALEX S.p.A.: società che esercita attività di gestione di immobili fin dal 1987 ed è partecipata per il 99,42 % dalla *Galvani Fiduciaria S.r.l.* e per il residuo dalla Sig.ra Nina Edith Castanus. La stessa è tra l'altro proprietaria degli immobili che la debitrice impiega nella propria attività produttiva (siti in Bentivoglio, via Romagnoli n. 5, 7 e 13), concessi a quest'ultima in godimento in forza a tre distinti contratti di locazione (in cui è attualmente subentrata l'affittuaria); la società risulta essere amministrata da un amministratore unico in persona del sig. Giuseppe Lelli.

Per quanto occorrer possa, si rappresenta che *Alcast Tech Foundry & Machining S.r.l.* ha attualmente preso in gestione -giusti contratti d'affitto d'azienda- oltre il ramo di pertinenza della debitrice (con decorrenza 10.07.2023), anche quelli di Arena S.r.l. (con decorrenza 01.10.2023) e Archimede S.r.l. (con decorrenza 01.12.2023), accentrando, quindi, su di sé gran parte delle attività produttive precedentemente esercitate da tre soggetti giuridici distinti.

Il prospetto che segue schematizza l'articolazione del Gruppo.



4. ANALISI DELLO SCENARIO MACROECONOMICO

Come anticipato, il presente elaborato peritale – anche ai fini della corretta comprensione dei parametri assunti per la determinazione del valore del capitale economico dell'azienda in oggetto – non può prescindere da un'analisi, ancorché sintetica e circoscritta, dello scenario macroeconomico di riferimento al tempo dell'attività valutativa in commento. Si precisa fin da subito che le considerazioni che seguono, sono assunte all'esito dello studio effettuato sul Bollettino Economico pubblicato dalla Banca d'Italia, aggiornato a luglio 2025 (in particolare, si faccia riferimento a https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-economico/2025-3).

Il quadro internazionale è gravato da una perdurante instabilità politica e dai conflitti incorso. Una grande incertezza continua a caratterizzare le politiche commerciali, alimentata da una sequenza di annunci, sospensioni e contenziosi, nonché dall'imprevedibilità degli esiti dei negoziati tra gli Stati Uniti e i principali *partner* commerciali. Ne risente l'attività economica globale. L'instabilità delle politiche commerciali e dello scenario geopolitico rappresenta il principale fattore di rischio perle prospettive della crescita e dell'inflazione.

Da quanto emerge dal *report* pubblicato dalla Banca d'Italia lo scorso giugno 2025 (https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/economie-regionali/2025-0008-emiliaromagna.pdf), nel 2024 l'attività economica in Emilia-Romagna è rimasta debole, condizionata da un contesto globale caratterizzato da elevata incertezza e dall'andamento sfavorevole delle principali economie europee. Le dinamiche si sono mostrate eterogenee tra i settori: alla moderata crescita delle costruzioni e dei servizi si è contrapposta una nuova flessione nell'industria, dopo il significativo contributo fornito al valore aggiunto nella media degli ultimi due decenni.
Nell'industria la produzione e il fatturato hanno segnato una flessione, frenati dalla debolezza della domanda globale, che si è riflessa in una contrazione delle esportazioni. Il calo dell'attività è stato diffuso tra i comparti della manifattura - settore di specializzazione anche di diverse aree interne regionali - specialmente fra quelli di maggiore rilievo, come la meccanica e i mezzi di trasporto. In un contesto di debolezza ciclica, la quota di imprese con risultati reddituali favorevoli è lievemente scesa.

Il Centro Studi di *Assofond*, l'associazione di Confindustria che rappresenta il comparto *fonderie* riporta nell'analisi del primo trimestre 2025, che la situazione tendenziale rispetto allo stesso trimestre del 2024 rimane decisamente negativa, "(…) *le prospettive di ripresa non sono per il momento supportate da un portafoglio ordini solido, ma sembrano essere dettate più dalla speranza che da elementi concreti. L'incertezza dello scenario globale, legata alle politiche economiche e a rischi come l'introduzione di nuove barriere al commercio*

internazionale, non solo non esclude la possibilità di un'ulteriore discesa, ma sta già oggi condannando il settore a un immobilismo degli investimenti (…)".

La visibilità degli ordini è ai minimi storici. Le fonderie italiane segnalano di avere una copertura media di appena 2,2 mesi per la ghisa, 2,5 mesi per i metalli non ferrosi e addirittura solo 0,8 mesi per l'acciaio. Questo dato evidenzia un mercato ancora bloccato, dove l'incertezza economica, la volatilità dei mercati e la paura di nuove barriere commerciali frenano gli investimenti. Anche gli indicatori di fiducia del settore confermano un clima tutt'altro che sereno: l'indice Act, che misura il sentiment attuale, sale a 53,2 punti, beneficiando della crescita congiunturale. Tuttavia, l'indice Six, che riflette le aspettative per i prossimi sei mesi, pur rimanendo sopra la soglia di neutralità, mostra un rallentamento. Il 61,3% delle imprese prevede una situazione stazionaria, il 12,9% teme un peggioramento, mentre solo il 25,8% nutre speranze per un lieve miglioramento.

Come indicato in premessa, *Al-Cast S.a.r.l.* rappresenta ente societario creato dalla stessa *Atti S.p.A.* per la produzione di componenti automobilistici, al fine di soddisfare le esigenze di un mercato sempre più globalizzato. Pare opportuno, pertanto, soffermarsi brevemente sull'analisi dell'andamento del settore *automotive* nel paese di diritto della società partecipata, sì da comprendere il contesto macroeconomico rispetto al quale deve confarsi la presente stima. Gli stralci di articoli *infra* riportati -sufficientemente recenti per poterne fare ritenere sussistente il fondamento in punto a veridicità- rappresentano la Tunisia come un Paese in cui il settore *de quo* è in forte crescita, supportato anche dalle politiche economiche interne.

Dalla ANSA Tunisi del 04.12.2024

La Tunisia è un Paese leader nell'industria della componentistica automobilistica, con un tessuto industriale composto da aziende di fama internazionale. Lo ha detto la ministra tunisina dell'Industria, delle Miniere e dell'Energia, Fatma Thabet Chiboub, presiedendo la prima riunione della "Taskforce Automotive Smart City", precisando che il Paese beneficia di una forza lavoro in termini di infrastrutture industriali e tecnologiche. Thabet Chibboub, si legge in una nota del suo dicastero, ha ribadito la volontà del ministero di migliorare la competitività dell'offerta tunisina attraverso la realizzazione di un'infrastruttura integrata che risponda alle specificità e alle esigenze tecniche della produzione automobilistica.

Questa iniziativa rientra negli orientamenti dello Stato, volti a promuovere i settori promettenti definiti nella strategia nazionale per l'industria e l'innovazione, nonché nella carta del partenariato pubblico-privato per migliorare la competitività del settore delle attrezzature e dei componenti automobilistici entro il 2027. Secondo il ministero, in questo

promettente settore sono attive circa 300 imprese industriali, di cui più della metà con partecipazioni straniere.

Queste aziende impiegano circa 100.000 persone, con un tasso di integrazione del 38%. Il valore della produzione del settore ammonta a otto miliardi di dinari (2,42 mld euro), mentre quello delle esportazioni raggiunge i 7,5 miliardi di dinari (2,27 mld euro). Per i prossimi anni si intensificheranno gli sforzi per attrarre investimenti significativi, in particolare nei settori delle auto elettriche e intelligenti. L'obiettivo è fare della Tunisia una piattaforma industriale specializzata nella produzione di autovetture e automobili popolari per i mercati africani, raddoppiando al contempo le esportazioni e le opportunità di lavoro.

Dall'Osservatorio economico dei mercati esteri: 08/04/2024 - Tunisia - Strategia per sviluppare industria componentistica auto

Il governo tunisino vuole sviluppare l'industria della componentistica automotive. Stando a quanto riportato dall'agenzia di stampa Tap, nel corso di una sessione di lavoro presieduta dal premier Ahmed Hachani, il governo ha deciso infatti di mettere a punto una strategia nazionale per sostenere questo settore nell'ambito dei piani disviluppo 2023-2025 e 2026-2030.

Nel corso della stessa riunione è stato quindi deciso di aggiornare la banca dati dei terreni disponibili, pronti per essere utilizzati dagli investitori, in particolare per la realizzazione di grandi progetti nel settore automobilistico, e di aumentare il margine di preferenza concesso negli appalti pubblici a tutti i prodotti di origine tunisina. Per quanto riguarda il settore della componentistica auto, sarà portato dal 10% al 25%. Secondo quanto riportato dall'agenzia di stampa, il premier ha tenuto a rimarcare l'importanza di incoraggiare le industrie locali, in particolare proprio nel settore della componentistica auto, alla luce del suo positivo contributo all'economia nazionale. Notizia segnalata da Internazionali - www.internationalia.org

5. DEFINIZIONE DELLE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE

Si rende necessario illustrare preliminarmente – anche a fini di valutare la bontà della stima operata – una serie di considerazioni che, ancorché possano sembrare meramente teoriche, sono in realtà doverose e funzionali alla completezza espositiva cui il presente elaborato deve necessariamente tendere, cui seguirà una breve descrizione dei metodi di valutazione accreditati in dottrina economico-aziendale e nella consolidata prassi professionale.

Finalità del processo valutativo del capitale economico dell'azienda è quella di stimare il valore dell'organizzazione unitariamente considerata, di un suo ramo o di un gruppo di imprese, attraverso diverse specifiche metodologie, applicabili e coerenti con l'ambito di operatività dell'azienda.

La valutazione del capitale economico dell'azienda si traduce quindi nell'attribuzione di un valore all'impresa. Seppur il valore del capitale economico è, per definizione, astratto poiché non tiene conto – a differenza dell'effettivo prezzo che dovesse emergere all'esito della procedura competitiva – degli interessi in gioco delle parti o della forza contrattuale dei vari soggetti che intervengono in un'eventuale negoziazione, il processo valutativo non può esimersi da alcune considerazioni che necessariamente hanno carattere soggettivo. Sarebbe riduttivo e semplicistico difatti considerare la valutazione dell'azienda come il mero risultato dell'applicazione di una serie di formule matematiche che, per quanto utili, difficilmente considerano la complessità dell'organizzazione aziendale, intesa come un sistema integrato di beni ed elementi in iterazione dinamica tra loro. È necessario ribadire quindi ancora una volta che il valore dell'azienda – risultato della valutazione del capitale economico della stessa – non può in ogni caso essere considerato "assoluto" e univocamente determinabile, giacché difficilmente le condizioni assunte al tempo della valutazione possano dimostrarsi tali anche in futuro. La valutazione altro non è quindi, a prescindere dallo scopo conoscitivo che mira a soddisfare, che il risultato di un processo logico, motivato e coerente condotto dal perito, che tende – pur nella soggettività di alcune considerazioni – alla determinazione di un valore che sia condivisibile anche da altri soggetti – esperti ed indipendenti – dotati di comprovate e adeguate capacità professionali.

In altri termini, una valutazione deve tendere alla determinazione di un valore razionale, dimostrabile, neutrale e stabile. In particolare, la razionalità della metodologia valutativa applicata attiene al fatto che la stessa deve essere esprimibile attraverso un processo logico, chiaro, convincente e condivisibile, mediante l'utilizzo di una formula matematica. La valutazione si ritiene poi dimostrabile laddove sia il risultato di un metodo concretamente

applicabile, ovvero fondato su dati certi o almeno notevolmente credibili; in altri termini, deve essere possibile attribuire agevolmente ai fattori della formula, grandezze supportate da dati controllabili, con la conseguenza, quindi, che la qualità della base informativa su cui verte la valutazione, diventa prerogativa della dimostrabilità. Quanto alla neutralità – garantita dall'indipendenza del perito – pare evidente che la valutazione debba prescindere dalla considerazione delle posizioni e degli interessi soggettivi delle parti, nonché risultare scevra, seppur in considerazione dell'aspetto soggettivo a cui si è accennato, da influssi e giudizi meramente soggettivi, arbitrari e immotivati del valutatore. La stabilità della valutazione, infine, fa riferimento al fatto che la metodologia applicata non deve essere sensibile a tutto ciò che si dimostra contingente e mutevole, non potendo prescindere, quindi, dalle considerazioni circa la congiuntura economica al tempo in cui la stessa è operata.

Da un punto di vista operativo, l'individuazione del metodo valutativo comporta una scelta tra diversi criteri, secondo un principio di adeguatezza alla realtà aziendale sottostante. In particolare, a seconda delle grandezze che vengono prese in esame – ed alle quali si affida il maggior significato esplicativo del valore aziendale – si è soliti dividere i metodi di valutazione in:

- ***a)*** *Metodi patrimoniali;*
- ***b)*** *Metodi reddituali;*
- ***c)*** *Metodi misti patrimoniali e reddituali;*
- ***d)*** *Metodi finanziari;*
- ***e)*** *Metodi empirici*

Nel prosieguo si darà una breve descrizione concettuale ed operativa volta all'individuazione delle caratteristiche proprie di ciascuno di essi, evidenziandone punti di forza e di debolezza, anche al fine di rendere comprensibili le considerazioni concettuali sulle quali si fonda la scelta del metodo di valutazione del perito, connessa al caso di specie.

a) *Metodi Patrimoniali*

Il metodo patrimoniale consente di giungere alla valutazione del capitale economico della società tramite la riespressione a valori correnti dei cespiti e di tutti gli elementi attivi e passivi del patrimonio aziendale. Il valore dell'azienda (W) corrisponde, pertanto, al valore del patrimonio netto rettificato (K) a valori correnti, in base alla seguente formula

$$W = K$$

Tale metodo – che ha il pregio di consentire una stima del patrimonio aziendale oggettiva e riscontrabile – si caratterizza per la stima analitica, a valori correnti, di sostituzione: analitica, perché effettuata distintamente per ciascun elemento del patrimonio; a valori correnti, perché basata sui prezzi di mercato del momento; di sostituzione, perché l'ipotesi di base è quella del riacquisto (o della riproduzione) per elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi.

Nell'ambito dei metodi di valutazione patrimoniali, si distingue tra metodo patrimoniale semplice e metodo patrimoniale complesso: con il primo – nell'ambito della valutazione dei beni immateriali – vengono valorizzati solo quelli di "primo tipo" (ovvero quelli estraibili) che, in quanto tali, sono passibili di autonoma cessione sul mercato; viceversa, l'adozione di un metodo patrimoniale complesso comporta la valorizzazione anche dei cd. *intangibles* di "secondo tipo" (ovvero quelli non estraibili) che, in quanto tali, possono essere oggetto di cessione solo unitamente al complesso aziendale cui appartengono. A mero titolo esemplificativo, rientrano tra gli *intagibles* di "primo tipo" marchi e brevetti; sono invece *intangibles* non estraibili il know-how e l'avviamento.

Tale metodologia offre risultati apprezzabili ma, soprattutto, privi dei rilevanti "margini di discrezionalità" che gli altri metodi assegnano; appare, quindi, di tutta evidenza come la metodologia in commento sia quella che garantisce un risultato il più possibile "oggettivo". In ogni caso, il metodo risulta inadeguato sotto il profilo della razionalità della valutazione, poiché l'impresa è percepita come una mera sommatoria di beni e non, viceversa, di relazioni in atto: l'adozione di tale metodo – che per via delle condizioni semplicistiche su cui si basa, non necessita peraltro di un sistema informativo di elevata qualità – prescinde infatti completamente dalla considerazione dei concetti di flusso e rischio, funzionali alla valorizzazione del compendio in ottica dinamica.

b) *Metodi reddituali*

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

Come visto anche con riferimento ai metodi patrimoniali, è possibile operare una sub-classificazione anche all'interno del novero di quelli reddituali, distinguendo il metodo reddituale semplice – per la cui adozione è necessaria la stima di un "reddito normalizzato" che ci si attende possa ragionevolmente ripetersi in futuro – dal metodo reddituale complesso – teso, viceversa, alla determinazione analitica dei singoli risultati economici che si ritiene

ragionevolmente che l'impresa possa conseguire in ciascun esercizio del più ampio orizzonte temporale assunto ai fini della valutazione –.

Per ciò che riguarda l'orizzonte temporale di riferimento, entro il quale si stima che l'azienda sia in grado di produrre reddito, è possibile ricorrere tanto a una durata limitata, quanto a una durata indefinita. Quanto detto si traduce quindi nelle seguenti relazioni:

$$W = \frac{R}{i}$$

ove – assumendo un orizzonte temporale illimitato – il valore del capitale economico (*W*) è espresso dalla formula della perpetuità intesa come rapporto tra il reddito medio normalizzato prospettico (*R*) e un definito tasso di attualizzazione (*i*), espressione – quest'ultimo – del rischio insito nell'operazione;

$$W = R * a_{n\neg i}$$

ove – considerando, viceversa, un orizzonte temporale di attualizzazione limitato – il valore del capitale economico (*W*) è espresso dalla formula della rendita del reddito medio normalizzato prospettico (*R*), considerando il tasso prescelto (*i*) e il numero degli anni (*n*).

La configurazione del reddito (*R*) rilevante ai fini dell'applicazione del metodo in questione è quello prospettico, idoneo a riflettere le condizioni di redditività attesa dell'azienda; medio, vale a dire che l'impresa è stabilmente in grado di produrre, e normalizzato, ossia depurato da tutti quei componenti economici infrequenti, eccezionali ed imprevedibili, afferenti solitamente alla gestione straordinaria, così come da quelli relativi alla gestione accessoria, che – in quanto tali – non sarebbe coerente considerare nell'ambito del risultato del *core business* dell'azienda, cui la determinazione del reddito, in tale fase, deve unicamente rifarsi.

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

Il tasso di attualizzazione (*i*) utilizzato incorpora il compenso derivante dal semplice trascorrere del tempo (sostanzialmente pari al rendimento riconosciuto ad attività prive di rischio), ed altresì l'adeguata remunerazione del rischio sopportato.

In particolare, il tasso di puro interesse, relativo agli impieghi di capitale a rischio nullo, è determinato sostanzialmente in riferimento a titoli di debito pubblico a scadenza non breve; peraltro, in periodi di inflazione, il medesimo deve essere depurato dall'erosione monetaria creata dalla componente inflazionistica e, pertanto, assunto nella sua configurazione di tasso reale. La maggiorazione del tasso di puro interesse a titolo di premio per il rischio di impresa è commisurata all'intensità del rischio generale d'impresa gravante sul capitale proprio, la cui stima dipende dalla valutazione dei seguenti fattori:
- condizioni generali: congiuntura economica, situazione politico-sociale del Paese, ecc.;
- condizioni settoriali: struttura del mercato di appartenenza, condizioni varie di settore, ecc.;
- condizioni aziendali: connesse alla tipicità dell'impresa oggetto di valutazione ed afferenti, a titolo esemplificativo, alla sua solidità patrimoniale, al livello e alla composizione dell'indebitamento, alla variabilità dei risultati operativi della gestione, ecc.

Il metodo reddituale, concludendo, pur trovando un limite nell'aleatorietà delle stime sulle capacità reddituali dell'impresa che non sono altrettanto riscontrabili quanto le verifiche di valore corrente dei cespiti che compongono il patrimonio sociale, permette di superare il limite principale criticabile al metodo patrimoniale relativo alla desistemizzazione del complesso aziendale; in ogni caso, pur essendo razionale e dimostrabile, necessita di una particolare stabilità del quadro economico di riferimento, atteso che si basa sulla proiezione futura di risultati economici medi e normalizzati.

c) *Metodi misti patrimoniali - reddituali*

Questo metodo, che attua una sorta di mediazione tra i pregi e i difetti dei criteri patrimoniali e reddituali, consente di considerare, nel processo valutativo, tanto le prospettive di reddito dell'azienda, quanto la sua effettiva consistenza patrimoniale: la stima sarà idonea, pertanto, a riflettere gli elementi di obbiettività e verificabilità propri dell'analisi patrimoniale, senza tuttavia trascurare le attese reddituali, concettualmente più rappresentative del valore economico dell'azienda.

Il medesimo prevede, in concreto, la determinazione del valore dell'organizzazione aziendale valutata, mediante la verifica della consistenza delle attività investite in azienda, al netto delle

corrispondenti passività, a cui si aggiunge l'avviamento che rettificherà in aumento (*goodwill*) o in diminuzione (*badwill*), il predetto valore patrimoniale.

L'avviamento – che rappresenta in buona sostanza una qualità del patrimonio che dipende dalla redditività – esprime l'attitudine dell'azienda a generare redditi futuri in grado di remunerare il capitale investito in misura maggiore (o minore) rispetto al rendimento offerto da investimenti alternativi. In altri termini, lo stesso può essere definito come l'incremento di valore acquisito dal complesso aziendale rispetto alla mera sommatoria algebrica degli elementi che lo compongono.

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

$$W = \frac{1}{2} * (K + \frac{R}{i})$$

Il metodo che comunque, per consolidata prassi professionale, rappresenta oggi quello che la dottrina ritiene maggiormente significativo del valore del complesso aziendale (in adozione dei metodi di valutazione misti) è quello misto patrimoniale reddituale con stima autonoma dell'avviamento, secondo il quale l'avviamento è attualizzato – per un orizzonte temporale limitato poiché tale attitudine, salvo sporadici casi, è destinata a sparire nel tempo, atteso che i concorrenti di settore tenderanno ad emulare i comportamenti che hanno garantito la plus-redditività – a un predeterminato tasso di attualizzazione (*i'*). In simboli, si ha che:

$$W = K + (R - i * K) * a_{n\neg i'}$$

ove emerge quindi che il valore del capitale economico (*W*) è in funzione tanto del valore del patrimonio netto rettificato espresso a valori correnti (*K*), quanto della sovra remunerazione che il capitalista ottiene per effetto della plus redditività dell'impresa rispetto ai concorrenti di settore (*R – i* K*).

d) *<u>Metodi finanziari</u>*

I metodi finanziari si ispirano al concetto base secondo il quale il valore di un'azienda è pari al valore attualizzato di tutti i flussi di cassa che essa genererà nel futuro, ossia i dividendi e il valore finale al tempo del disinvestimento.

In buona sostanza, considerano l'azienda come un macro-investimento finanziario, il valore del capitale economico viene valutato attualizzando i flussi di cassa futuri attesi. Quindi, richiedono un'accurata previsione, non solo in termini di risultati economici futuri, bensì anche di politiche di investimento e di indebitamento aziendale. Ne consegue che, il più delle volte, risulta difficile prevedere in modo attendibile i flussi di cassa futuri ed è sostanzialmente per tale loro aleatorietà che i metodi finanziari sono poco utilizzati. A tale impostazione la dottrina e la prassi professionale hanno affiancato alternative metodologiche di quantificazione.

Prescindendo ora dalla puntuale ricostruzione – anche attraverso le accennate metodologiche di quantificazione accreditate in dottrina – si ritiene comunque di dover accennare al fatto che esiste una duplice configurazione del metodo finanziario, a seconda che lo stesso assuma – quali cash flow da attualizzare – flussi di cassa "*unlevered*", ovvero flussi di cassa "*levered*". I primi – alla cui determinazione tipicamente tende la consolidata prassi professionale – prescindono dalla struttura dei finanziamenti e rappresentano quindi flussi di cassa lordi preventivi e disponibili per i finanziatori sia a titolo di capitale di debito, sia a titolo di capitale di rischio: la determinazione del valore avviene quindi in via indiretta, come differenza tra gli investimenti e i Debiti (metodo "*Asset-side*"). In simboli si ha:

$$W = I - D \qquad ovvero\ W = \sum_{1}^{n} F_u * v^i + V_f * v^n - D$$

ove gli Investimenti sono rappresentati dalla sommatoria algebrica dei flussi di cassa (F_U) attualizzati e del valore finale al disinvestimento (V_f) attualizzato in considerazione dell'orizzonte temporale di riferimento.

I flussi "levered", invece, scontando già il servizio del debito e la struttura dei finanziamenti, rappresentano flussi di cassa disponibili per i soli azionisti: il valore viene dunque determinato direttamente con riferimento all'*Equity* (metodo "*Equity-side*"). In simboli si ha quindi che:

$$W = E$$

Quanto al tasso di attualizzazione – fattore che sintetizza i rischi insiti nell'operazione – solitamente rispecchia un valore medio ponderato tra il costo del capitale proprio (che è un costo opportunità del capitale) e il costo del capitale di debito (che è il tasso corrente sul mercato del debito). Tale relazione viene espressa sulla base della formula del WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) che, per mero scrupolo di completezza espositiva, si riporta di seguito:

$$i = WACC = i_c * \frac{E}{E+D} + i_d * (1 - TAX) * \frac{D}{E+D}$$

Il metodo finanziario – espressione della logica valutativa anglo-americana – rappresenta un metodo che, al di là della complessità attuativa (relativa anche al fatto che non può prescindere da un sistema informativo idoneo alla produzione di piani prospettici), è ineccepibile dal punto di vista della razionalità, ancorché lo stesso – atteso che la valutazione è fatta nell'ottica di un investitore finanziario – pecca sotto il profilo della neutralità della valutazione.

e) *Metodi empirici*

I metodi empirici sono annoverati tra i "metodi diretti" di valutazione, poiché intendono stimare il valore dell'organizzazione aziendale utilizzando prezzi praticati sul mercato con riferimento ad altre imprese che – per caratteristiche, rischiosità e propensione alla crescita – siano comparabili con quella oggetto di valutazione.

Nell'ambito delle metodologie dirette di valutazione, l'utilizzo dei moltiplicatori (o multipli) ha registrato negli ultimi anni, un forte incremento applicativo nella prassi professionale, tanto per le difficoltà pratiche di stima delle grandezze flusso cui si basano alcuni metodi indiretti di valutazione del capitale economico in considerazione ad un futuro difficilmente intellegibile – nonostante la facilità nell'adozione dei multipli di mercato sia solo apparente – quanto per il sempre maggior rilievo assunto dai mercati finanziari. Da un punto di vista meramente teorico, gli approcci applicativi nei quali si può articolare l'adozione dei metodi diretti di valutazione, si distinguono in "approccio delle società comparabili" e "approccio delle transazioni comparabili": il primo presuppone che il valore dell'impresa possa essere determinato con riferimento alle informazioni desunte dal mercato per società quotate con caratteristiche analoghe, mentre il secondo – la cui adozione diventa imprescindibile nel caso in cui l'azienda oggetto di valutazione non sia quotata in mercati regolamentati – utilizza le informazioni relative a negoziazioni, effettivamente avvenute, di aziende che – per caratteristiche funzionali – sono omogenee a quella oggetto di stima.

In ogni caso, lo scrivente ritiene di segnalare che i punti di forza di tali valutazioni – vale a dire rapidità e semplicità della stima – sono di fatto anche i punti di debolezza: in dottrina si evidenzia infatti come, ad esempio, la facilità con cui tale tipo di valutazione può essere realizzato, comporti determinazioni di valore che non prendono in considerazione variabili chiave quali il rischio o la crescita e i flussi di cassa potenziali. D'altro canto, però, la determinazione di una stima basata su transazioni comparabili, permette sicuramente di

sterilizzare gli aspetti soggettivi che – con riferimento al rischio e alla determinazione dei flussi prospettici da attualizzare – possono influire sulla valutazione, laddove la stessa sia operata sulla base di alcuni metodi indiretti, come illustrato precedentemente.

6. METODOLOGIA VALUTATIVA APPLICATA

Lo scrivente, per potere esprimere una valutazione di stima del valore complessivo della partecipazione, ha tenuto in considerazione le peculiarità della società partecipata. Sulla base della documentazione a disposizione e delle informazioni acquisite, ha quindi analizzato le metodologie valutative applicabili con riferimento alle caratteristiche proprie del compendio aziendale facente capo alla società *Al-Cast S.a.r.l.*

Nel caso in esame il sottoscritto ha ritenuto coerente applicare, per omogeneità di valutazione, il metodo **patrimoniale semplice** posto che la partecipata è società di fatto inattiva da vario tempo (dall'esame dei bilanci storici depositati relativi al triennio 2021-2023 non risulta l'annotazione di alcun componente economico positivo), sì che non occorre valorizzare alcun'attitudine reddituale della stessa, dovendosene ritenere esaurita la valorizzazione nella sola componente patrimoniale. Va da sé che l'inattività societaria osta altresì all'adozione di metodi finanziari o empirici, non essendo ricavabili risultati potenzialmente valorizzabili (neppure a consuntivo).

7. LA VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO: METODO PATRIMONIALE SEMPLICE

Tale metodo -cui va attribuito il pregio di consentire una stima del patrimonio aziendale oggettiva e riscontrabile- consente di giungere alla valutazione del capitale economico della società tramite la ri-espressione, a valori correnti, dei cespiti e di tutti gli elementi attivi e passivi del patrimonio aziendale. Il valore dell'azienda (W) corrisponde, pertanto, al valore del patrimonio netto rettificato (K) a valori correnti, come espresso dalla seguente formula:

$$W = K$$

Di seguito vengono anzitutto riportati i dati contabili risultanti dai bilanci storici della società partecipata (2021-2023), idonei alla rappresentazione del patrimonio di funzionamento di *Al-Cast S.a.r.l.*, opportunamente riclassificato nella configurazione a fonti e impieghi. I dati sono espressi in dinari tunisini.

AL-CAST S.a.r.l. - Stato patrimoniale riclassificato secondo criteri finanziari						
	2021		**2022**		**2023**	
Rimanenze	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
Crediti commerciali	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
Altri crediti a breve termine	467	0,07%	1.027	0,15%	-	0,00%
Debiti commerciali	- 2.350	-0,37%	- 261	-0,04%	- 119	-0,02%
Altri debiti a breve termine	- 135	-0,02%	- 1.936	-0,28%	- 2.836	-0,41%
Capitale circolante netto	**- 2.018**	**-0,32%**	**- 1.171**	**-0,17%**	**- 2.955**	**-0,42%**
Immobilizzazioni immateriali	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
Immobilizzazioni materiali	636.397	99,87%	696.398	99,76%	696.398	100,02%
Immobilizzazioni finanziarie	2.833	0,44%	2.833	0,41%	2.833	0,41%
Attivo immobilizzato	**639.230**	**100,32%**	**699.231**	**100,17%**	**699.231**	**100,42%**
TOTALE IMPIEGHI	**637.212**	**100,00%**	**698.061**	**100,00%**	**696.276**	**100,00%**
Disponibilità liquide	- 171.877	-26,97%	- 110.336	-15,81%	- 110.555	-15,88%
Posizione finanziaria netta	**- 171.877**	**-26,97%**	**- 110.336**	**-15,81%**	**- 110.555**	**-15,88%**
Capitale sociale	750.000	117,70%	750.000	107,44%	750.000	107,72%
Riserve	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
Utili portati a nuovo	62.910	9,87%	59.089	8,46%	58.397	8,39%
Risultato d'esercizio	- 3.821	-0,60%	- 692	-0,10%	- 1.566	-0,22%
Patrimonio netto	**809.089**	**126,97%**	**808.397**	**115,81%**	**806.831**	**115,88%**
TOTALE FONTI	**637.212**	**100,00%**	**698.061**	**100,00%**	**696.276**	**100,00%**

La disamina degli aggregati patrimoniali sopr'anzi riportati, rende evidenza di come il patrimonio di funzionamento della *Al-Cast S.a.r.l.* presenti una struttura fortemente immobilizzata, constando invero pressoché unicamente dei cespiti materiali, integralmente rappresentati da un terreno di pertinenza della società partecipata, sito in Tunisia. Gli altri valori patrimoniali assumono entità del tutto marginale e trascurabile (il valore contabile dell'*asset* immobiliare rappresenta il 100% degli impieghi), eccezion fatta per le disponibilità

liquide (stabili nell'ordine di ca. 110.000 dinari) che, ad ogni modo, si ritiene opportuno non considerare ai fini della stima *de qua*, giacché il rilevante lasso temporale ormai decorso dalla data di riferimento della più recente documentazione contabile a disposizione (aggiornata solo al 31.12.2023) è tale -per estensione- da farne ritenere non implausibile, pur tenuto conto dell'inattività societaria, una significativa variazione.

Alla luce di tali ragioni, il patrimonio netto rettificato della partecipata -considerata altresì l'assenza di passività varie ad essa ascrivibili, come attestato dalla documentazione contabile visionata- viene assunto pari alla valorizzazione del solo terreno di relativa pertinenza, per la cui puntuale stima pare opportuno fare riferimento -in luogo al valore netto contabile al quale risulta iscritto il cespite nel bilancio della *Al-Cast S.a.r.l.*- alle risultanze dell'elaborato peritale citato negli atti della precedente procedura di concordato preventivo cui la debitrice ha avuto accesso anteriormente alla pronuncia di liquidazione giudiziale; segnatamente, nel ricorso *ex* art. 84 e *ss*. CCI risulta che la debitrice -in sede di predisposizione del piano concordatario- abbia fatto valutare l'*asset* e che lo stesso sia stato valorizzato in complessivi 983.000 dinari tunisini; circostanza asseverata altresì dal professionista indipendente nella propria attestazione *ex* art. 87, co. 3 CCI.

Il patrimonio netto rettificato della società partecipata (K) viene, quindi, assunto pari a 983.000 dinari tunisini; detta valorizzazione -in applicazione al metodo patrimoniale semplice- coincide, pertanto, con il valore del capitale economico di *Al-Cast S.a.r.l.*

$$W = 983.000\ dinari\ tunisini$$

che, tenuto conto del cambio in essere, corrispondono a 287.721 euro.

Alla luce delle risultanze ottenute in applicazione del metodo valutativo prescelto, **il valore attribuibile alla partecipazione (70%) detenuta da *Atti S.p.A. in liquidazione* nella società di diritto tunisino *Al-Cast S.a.r.l.*, può quindi essere stimato in complessivi €uro 201.404,70, arrotondati in €uro 200.000.**

8. CONCLUSIONI

Con riferimento all'incarico ricevuto, all'esito dell'attività valutativa descritta, lo scrivente ritiene conclusivamente che il valore idoneo a rappresentare una stima correttamente e prudenzialmente determinata della partecipazione della debitrice nella società *Al-Cast S.a.r.l.* sia quantificabile in complessivi €uro 200.000.

Tuttavia, in relazione alle modalità di cessione del compendio aziendale -da alienarsi, invero, in esito ad una procedura competitiva da organizzare in seno alla liquidazione giudiziale- pare opportuno, a questo perito, applicare una riduzione forfettaria nella misura del 25%, sì da pervenire ad una **valorizzazione complessiva della partecipazione *de qua* pari a €uro 150.000**, cifra che lo scrivente ritiene funzionale ad essere assunta come valore teorico generale utile per la concreta negoziazione del prezzo della partecipazione oggetto di trasferimento (ossia da assumersi come base d'asta della procedura competitiva da bandirsi), tenuto conto delle descritte caratteristiche dell'azienda partecipata.

****

Nel rimettere le risultanze del presente elaborato alla Curatela e all'Ill.mo Giudice Delegato, il sottoscritto perito resta a disposizione degli Organi della Procedura per ogni chiarimento e/o integrazione ritenuti eventualmente necessari, ringraziando per la fiducia accordata.

Bologna, 10 novembre 2025

Dott. Pietro Stefanetti

Allegati:

1. *Bilanci storici Al-Cast S.a.r.l. relativi agli esercizi 2021-2023;*