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-ZA 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 – REDITUALE CON STIMA AUTONOMA DELL'AVVIAMENTO ... 22

7.2 Valutazione del patrimonio netto rettificato (K) ... 22

7.3 Determinazione del reddito medio prospettico normalizzato (R) ... 24

7.4 Orizzonte temporale di attualizzazione (n) ... 26

7.5 Determinazione del tasso di rendimento (i) ... 26

7.6 Determinazione del tasso di attualizzazione del sovra-reddito (i') ... 28

7.7 Determinazione del valore dell'azienda (W) ... 28

8. CONCLUSIONI ... 29

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-Za 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 *Alcast Tunisia 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-Za 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-ZA S.A.R.L.* (alla quale, infra, ci si riferirà anche con solo con l'appellativo di "**partecipata**"), società di diritto tunisino con sede nella città di Medjez El Bab.

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-Za 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-Za S.a.r.l.* relativi agli esercizi 2021, 2022 e 2023;
3. Bozza di bilancio *Al-Za S.a.r.l.* relativa all'esercizio 2024, non ancora approvato.

Come anticipato in premessa, la presente relazione ha lo scopo di determinare il valore della partecipazione detenuta dalla società debitrice in *Al-Za 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.*, la cui partecipazione è oggetto di stima del presente elaborato;

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. Capitale sociale di Dinari Tunisini 750.000,00, di proprietà al 70% della Società *Atti S.p.a.* (partecipazione che sarà oggetto di separata stima);

AZ-ART s.a.r.l.: anch'essa è società di diritto tunisino, di fatto inattiva, in cui la debitrice detiene una partecipazione pari al 70% del capitale (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;

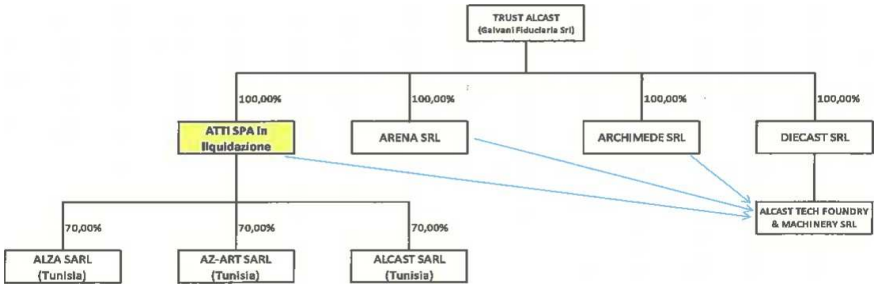
DIECAST S.r.l.: società di diritto italiano costituitasi nel 1988 che svolge l'attività di lavorazione e fusione di bronzo, alluminio e altri metalli e leghe in genere, nonché di costruzione e commercializzazione di macchine, impianti ed attrezzature per fonderia. La società ha sede in Bentivoglio (BO), 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-Za 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-Za S.a.r.l.*

Nel caso in esame il sottoscritto ha ritenuto coerente applicare, per omogeneità di valutazione, il metodo **misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento** – inquadrato nella migliore Dottrina economico-aziendale tra i cosiddetti "metodi misti" – poiché funzionale all'espressione di un valore che tiene conto tanto della consistenza del patrimonio aziendale, quanto dei flussi di reddito che si presume saranno generati dalla gestione mediante la disponibilità di tale capitale.

Ciò in quanto la partecipata, come verrà meglio indicato *infra*, è risultata essere una realtà societaria patrimonialmente solida ed in grado di generare un'adeguata marginalità prospettica; ragione per la quale si è, pertanto, reso necessario adottare un metodo che contemperasse l'esigenza di valorizzare tanto la solidità patrimoniale, quanto la redditività media ragionevolmente realizzabile tramite l'impiego del compendio aziendale descritto. D'altra parte, la scelta del metodo di valutazione non può prescindere dal considerare l'articolazione e la completezza del corredo documentale sul quale si erge la stima sì che, nel caso di specie, ove le valutazioni sono tratte dai soli bilanci storici della società partecipata, pare evidente l'impossibilità di adottare un metodo valutativo di natura finanziaria giacché l'assetto contabile della *Al-Za S.a.r.l.* -per come rappresentato in sede di stima- è apparso inidoneo alla ricostruzione dei ragionevoli flussi di cassa prospetticamente realizzabili.

Sotto un profilo meramente teorico, inoltre, lo scrivente ritiene che l'adozione del metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento, permetta di garantire una valutazione il più possibile neutrale, stabile e dimostrabile – prerogative del metodo patrimoniale – ma anche razionale (superando quindi il principale limite delle valutazioni operate su parametri meramente patrimoniali) per via della considerazione di valori flusso (ancorché assunti a consuntivo) – quale il reddito medio normalizzato atteso – che permettono di superare la staticità dell'ottica patrimoniale, secondo una visione istituzionalistica dell'azienda, in relazione alla quale la stessa è da considerarsi un istituto economico atto a perdurare nel tempo e chiamata a produrre reddito.

7. LA VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO: METODO PATRIMONIALE – REDITUALE CON STIMA AUTONOMA DELL'AVVIAMENTO

Tale metodo è fra i più diffusi nella prassi professionale in quanto, come detto, consente di riservare una certa importanza alla componente patrimoniale, pur non trascurando la redditività futura. Formula che esprime il valore dell'azienda (W) è la seguente:

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

dove:

- **K** = valore del patrimonio rettificato;
- **R =** reddito medio prospettico normalizzato;
- **i =** tasso di valutazione che esprime il costo del capitale investito, ovvero il rendimento considerato sufficiente per fronteggiare il rischio d'impresa;
- **a¬** = simbolo matematico-finanziario che indica il valore attuale di una rendita con durata definita;
- **n =** orizzonte temporale (espresso in anni) di prevedibile durata dell'avviamento;
- **i'** = tasso di attualizzazione del sovra-reddito.

Si procederà, di seguito, alla puntuale descrizione delle singole componenti della formula valutativa sopra esposta, in modo tale da illustrare il ragionamento logico – concettuale che ha guidato lo scrivente alla determinazione del valore del complesso aziendale.

7.2 Valutazione del patrimonio netto rettificato (K)

La stima del valore del patrimonio netto rettificato (K) è stata effettuata mediante l'applicazione del metodo patrimoniale semplice.

Lo scrivente, specificatamente, ha esaminato l'articolazione della componente patrimoniale di pertinenza della società partecipata, per come rappresentata nei bilanci storici approvati relativi al triennio 2021-2023, nonché in quello afferente al (più recente) esercizio 2024, benché non ancora approvato alla data di redazione del presente elaborato peritale. In esito a tale disamina, è emerso che la *Al-Za S.a.r.l.* sia realtà societaria in equilibrio finanziario e patrimonialmente solida, stante l'assoluta preminenza -tra le fonti di finanziamento- del capitale proprio rispetto al capitale di debito (oltretutto riferito quest'ultimo a soli debiti di regolamento e non anche a quelli di natura finanziaria che la partecipata pare, invero, non aver in essere). La struttura degli impieghi è elastica -stante la preminenza dei valori liquidi e

prontamente liquidabili su quelli immobilizzati- e il capitale circolante netto subisce, nell'intervallo di tempo considerato, un considerevole incremento in ragione dell'aumento dei crediti commerciali e della contestuale riduzione dei debiti di regolamento. La situazione patrimoniale-finanziaria rappresentata mostra, ad ogni modo, un progressivo decremento delle disponibilità liquide (che, al termine dell'esercizio 2024, si attestano a poco meno di 100.000 dinari, allorché l'entità delle giacenze liquide, al termine dell'anno 2021, assommava alla ben maggiore cifra di oltre 400.000 dinari), invero proporzionale e contestuale all'incremento dei crediti commerciali, onde il presumibile incaglio di talune posizioni creditorie.

Lo stato patrimoniale della partecipata viene pertanto riepilogato nel prospetto tabellare che segue, ove gli aggregati vengono riclassificati secondo criteri finanziari, per consentire una più immediata individuazione di quanto sopr'anzi esposto. Preme evidenziare che le cifre indicate sono espresse in dinari tunisini.

AL-ZA S.a.r.l. - Stato patrimoniale riclassificato secondo criteri finanziari

	2021		2022		2023		2024	
Rimanenze	734.669	52,65%	991.619	41,89%	1.205.341	37,68%	871.150	25,30%
Crediti commerciali	1.695.558	121,51%	1.922.359	81,22%	2.567.315	80,25%	3.723.955	108,17%
Altri crediti a breve termine	95.654	6,85%	98.890	4,18%	193.778	6,06%	175.625	5,10%
Debiti commerciali	- 1.227.270	-87,95%	- 501.718	-21,20%	- 588.130	-18,38%	- 971.475	-28,22%
Altri debiti a breve termine	- 689.313	-49,40%	- 774.333	-32,71%	- 762.706	-23,84%	- 947.298	-27,52%
Capitale circolante netto	**609.298**	**43,66%**	**1.736.816**	**73,38%**	**2.615.597**	**81,76%**	**2.851.958**	**82,84%**
Immobilizzazioni immateriali	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	1.180	0,03%
Immobilizzazioni materiali	748.689	53,65%	592.740	25,04%	546.293	17,08%	552.239	16,04%
Immobilizzazioni finanziarie	37.411	2,68%	37.411	1,58%	37.411	1,17%	37.411	1,09%
Attivo immobilizzato	**786.099**	**56,34%**	**630.150**	**26,62%**	**583.704**	**18,24%**	**590.830**	**17,16%**
TOTALE IMPIEGHI	**1.395.397**	**100,00%**	**2.366.967**	**100,00%**	**3.199.301**	**100,00%**	**3.442.788**	**100,00%**
Disponibilità liquide	- 448.188	-32,12%	- 366.774	-15,50%	- 143.833	-4,50%	- 95.095	-2,76%
Posizione finanziaria netta	**- 448.188**	**-32,12%**	**- 366.774**	**-15,50%**	**- 143.833**	**-4,50%**	**- 95.095**	**-2,76%**
Capitale sociale	100.000	7,17%	100.000	4,22%	100.000	3,13%	100.000	2,90%
Riserve	25.943	1,86%	25.943	1,10%	25.943	0,81%	25.943	0,75%
Utili portati a nuovo	1.263.685	90,56%	1.717.642	72,57%	2.607.797	81,51%	3.217.191	93,45%
Risultato d'esercizio	453.956	32,53%	890.156	37,61%	609.393	19,05%	194.749	5,66%
Patrimonio netto	**1.843.585**	**132,12%**	**2.733.741**	**115,50%**	**3.343.134**	**104,50%**	**3.537.883**	**102,76%**
TOTALE FONTI	**1.395.397**	**100,00%**	**2.366.967**	**100,00%**	**3.199.301**	**100,00%**	**3.442.788**	**100,00%**

Alla luce delle considerazioni esposte, non si è ritenuto di apportare rettifiche all'entità assunta dagli aggregati patrimoniali indicati nei bilanci storici della società partecipata, giacché non sono emersi elementi ritenuti idonei all'appostazione di specifiche svalutazioni. Per tali motivi, ai fini della determinazione di K secondo il metodo patrimoniale semplice, questo perito assume l'entità del patrimonio netto di *Al-Za S.a.r.l.* per come esposto nel bilancio storico alla data del 31.12.2024 (quale quella più prossima a quella di riferimento della presente stima); non si ignora come il bilancio 2024 non sia ancora stato approvato ma, l'entità del patrimonio netto, pare essere comunque incisa in misura non significativa dalle risultanze dell'ultimo esercizio (i.e. l'*equity* netto risulta essere oltre 3.300.000 dinari anche nel bilancio d'esercizio 2023, già regolarmente approvato dall'assemblea della partecipata), sì che la stessa

deve dirsi sufficientemente comprovata e, pertanto, meritevole d'essere assunta per le finalità di cui trattasi.

In recepimento alle considerazioni *ut supra*, **il valore del patrimonio netto rettificato (K) viene quindi determinato in complessivi €uro 3.537.883**, pari al valore del patrimonio netto indicato nel bilancio 2024 della partecipata.

7.3 Determinazione del reddito medio prospettico normalizzato (R)

Il reddito medio prospettico rappresenta il reddito che ci si attende, ragionevolmente, che l'azienda possa conseguire in futuro, attraverso il normale svolgimento dell'attività.

La configurazione spesso adottata è quella di "reddito medio normale atteso", in riferimento a condizioni normali di svolgimento della gestione e tenuto conto di tutte le potenzialità presenti nell'azienda, anche se non ancora espresse.

Nel caso in esame -allorché oggetto di stima è il valore della partecipazione in *Al-Za S.a.r.l.*-, questo perito ha fatto riferimento alle risultanze gestorie della partecipata, senza che, sulle stesse, sia stato necessario apportare alcuna rettifica ai fini della normalizzazione del reddito; ed infatti, la gestione della società partecipata non subirà alcuna particolare variazione a causa dell'apertura della liquidazione giudiziale in danno alla controllante -né può ritenersi che potrà verosimilmente subirne in ragione al mero trasferimento della partecipazione di controllo- e, pertanto, posto che ad essere trasferito non è il compendio aziendale di relativa pertinenza (che continuerà ad essere gestito dal medesimo *management*), ma la sola partecipazione di maggioranza detenuta dalla debitrice, non v'è ragione di apportare specifiche variazioni ai componenti reddituali positivi e negativi esposti nei bilanci storici della società *Al-Za S.a.r.l.*: in altri termini, la gestione della partecipata non subirà verosimilmente alcuna variazione per effetto del trasferimento della partecipazione di controllo, sì che ai fini della determinazione del reddito medio atteso, pare opportuno allo scrivente rifarsi alla media storica dei risultati economici conseguiti da *Al-Za S.a.r.l.* negli ultimi esercizi sociali.

Questo perito ha pertanto proceduto ad analizzare i dati di conto economico della partecipata relativamente agli esercizi 2021-2023 (per come attestati dai documenti di bilancio storici approvati) e al (più recente) esercizio 2024 (portato dalla bozza di bilancio che, ancorché definitiva, non risulta ancora essere stata approvata dall'assemblea alla data di riferimento del presente elaborato). Gli stessi vengono riepilogati nel prospetto tabellare che segue, ove sono peraltro riclassificati nella configurazione EBITDA-EBIT, sì da consentire l'individuazione del valore aggiunto prodotto per effetto della gestione. I dati sono espressi in dinari tunisini.

	2021		2022		2023		2024	
Ricavi netti da vendite e servizi	5.068.462	99,92%	5.056.869	99,95%	4.707.576	99,85%	3.327.004	98,91%
Altri proventi	4.039	0,08%	2.482	0,05%	7.146	0,15%	36.793	1,09%
Valore della produzione	**5.072.501**	**100,00%**	**5.059.351**	**100,00%**	**4.714.722**	**100,00%**	**3.363.797**	**100,00%**
Costi per acquisti	2.338.203	46,10%	3.070.862	60,70%	2.721.506	57,72%	1.808.878	53,77%
Variazione rimanenze merci e materie	194.171	3,83%	- 248.811	-4,92%	30.666	0,65%	187.481	5,57%
Oneri diversi di gestione	1.383.554	27,28%	604.901	11,96%	646.124	13,70%	520.486	15,47%
Costi della produzione	**3.915.928**	**77,20%**	**3.426.952**	**67,74%**	**3.398.296**	**72,08%**	**2.516.845**	74,82%
VALORE AGGIUNTO	**1.156.573**	**22,80%**	**1.632.399**	**32,26%**	**1.316.426**	**27,92%**	**846.952**	**25,18%**
Costi del personale	- 506.293	-9,98%	- 466.889	-9,23%	- 451.885	-9,58%	- 380.761	-11,32%
EBITDA	**650.280**	**12,82%**	**1.165.510**	**23,04%**	**864.541**	**18,34%**	**466.191**	**13,86%**
Ammortamenti e svalutazioni	- 130.114	-2,57%	- 162.428	-3,21%	- 158.453	-3,36%	- 171.830	-5,11%
EBIT (risultato operativo)	**520.165**	**10,25%**	**1.003.082**	**19,83%**	**706.089**	**14,98%**	**294.361**	**8,75%**
Risultato gestione finanziaria	- 12.508	-0,25%	71.770	1,42%	44.990	0,95%	- 29.837	-0,89%
Risultato gestione straordinaria	- 3.356	-0,07%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
Risultato ante imposte	**504.301**	**9,94%**	**1.074.853**	**21,24%**	**751.079**	**15,93%**	**264.524**	**7,86%**
Imposte dell'esercizio	- 50.345	-0,99%	- 184.697	-3,65%	- 141.685	-3,01%	- 69.775	-2,07%
RISULTATO NETTO	**453.956**	**8,95%**	**890.156**	**17,59%**	**609.393**	**12,93%**	**194.749**	**5,79%**

La disamina dei conti economici della partecipata mostra come la stessa -nelle more dell'orizzonte temporale analizzato, ovvero quello più prossimo alla data di riferimento della presente stima- abbia costantemente generato, ancorché con una significativa flessione registratasi nel 2024 (verosimilmente dettata anche dallo stato di crisi della controllante), una redditività positiva sufficientemente adeguata in termini di remunerazione dei fattori produttivi impiegati. Il valore della produzione è rimasto sostanzialmente stabile nel triennio 2021-2023, facendo registrare una flessione nel 2024 che, ad ogni modo, pare comunque compensata da un proporzionale decremento dei costi della produzione, talché il valore aggiunto prodotto dalla gestione in termini relativi è stabilmente prossimo nell'ordine del 25-30% del fatturato. L'entità assunta dall'EBITDA –che anche per l'esercizio 2024, nonostante l'indicata riduzione, ha rappresentato, a consuntivo, oltre il 13% del valore della produzione– rende evidente l'attitudine costante della partecipata a generare un risultato della gestione caratteristica adeguatamente remunerativo e sufficientemente idoneo a produrre flussi di risorse finanziarie positivi e d'entità comunque significativa.

Stante le descritte ragioni che inducono lo scrivente a ritenere ultronea l'appostazione di specifiche rettifiche agli aggregati economici *ut supra* riepilogati, questo perito ritiene opportuno -ai fini della determinazione di R- assumere la media dei risultati storici conseguiti a consuntivo dalla partecipata negli esercizi 2021-2023 (l'esercizio 2024, ancorché esposto in una bozza di bilancio definitiva, riporta un risultato economico non ancora attestato da un documento civilistico approvato, talché appare opportuno non assumerne l'entità ai fini *de quo*). Ad ogni modo, parrebbe erroneo allo scrivente prescindere totalmente dal considerare le risultanze della gestione economica 2024 -che, benché complessivamente positiva, mostrano comunque una significativa contrazione dei margini rilevati a consuntivo rispetto a quelli fatti registrare negli esercizi immediatamente precedenti- sì che, alla media così determinata, appare idoneo apportare una rettifica decrementativa forfettaria in misura pari al 25%,

svalutazione sostanzialmente in linea con quella subita dal valore aggiunto tra il 2023 e il 2024; abbattimento che, ad avviso di questo perito, trova adeguata giustificazione anche sulla scorta del fatto che la marginalità della partecipata è comunque influenzata -essendo stata per ciò costituita- dall'andamento dell'intero gruppo societario descritto nel precedente paragrafo n. 3, sì che -essendo intervenuta la liquidazione giudiziale della controllante, ancorché per la stessa parrebbe garantirsi continuità operativa- non pare inverosimile presuppore che, negli esercizi a venire, *Al-Za S.a.r.l.* possa scontare negativamente tale circostanza (come del resto, le risultanze della gestione 2024, fanno in effetti presagire).

Sulla base delle predette considerazioni, tenuto conto che la media aritmetica dei risultati positivi di gestione conseguiti negli esercizi 2021-2023 si attesta a 651.168 dinari - opportunamente arrotondato a 650.000 dinari- si determina, tenuto conto dell'indicato abbattimento, un **reddito medio atteso normalizzato (R) pari a 487.500 dinari.**

7.4 Orizzonte temporale di attualizzazione (n)

Il parametro "n" rappresenta l'orizzonte temporale in relazione al quale si ritiene che l'azienda possa godere della sovra-remunerazione per effetto della plus-redditività (in altri termini, rappresenta il lasso temporale in relazione al quale si ritiene perseguibile ovvero scontabile l'entità dell'avviamento o del disavviamento espressa dal valore "entro parentesi"). Tale arco temporale si ritiene debba avere durata limitata (questo poiché l'avviamento va considerato una cd. "quasi rendita" atteso che, ragionevolmente, i concorrenti di settore tenderanno ad emulare quei comportamenti che hanno garantito alla società in questione la predetta sovra-remunerazione), ma con riferimento alla visione istituzionalistica dell'azienda (ovvero, la considerazione della stessa come istituto economico atto a perdurare nel tempo e chiamato a produrre reddito), nella prassi professionale si può assumere un orizzonte fino a 7-9 anni. Nel caso di specie, per motivi prudenziali e in ragione della volatilità del descritto contesto macroeconomico, si ritiene ragionevole considerare **n = 3 anni**, quale arco temporale ritenuto ragionevolmente congruo a garanzia del plusvalore generabile da *Al-Za S.a.r.l.*

7.5 Determinazione del tasso di rendimento (i)

Il tasso (*i*) esprime sia il rendimento puro sia il premio per il rischio e, in sostanza, esprime il rendimento considerato sufficiente per poter fronteggiare il rischio d'impresa; lo stesso viene quindi terminato tendendo conto tanto del tasso di rendimento medio normale di settore,

quanto di quello che esprime il rischio specifico dell'investimento valutato. Ciò premesso, risulterà agevole comprendere, come la determinazione di tale parametro – attraverso l'adozione di un approccio quantitativo – sia subordinato alla seguente formula:

$$i = r + s$$

ove "*r*" esprime il tasso di rendimento presente sul mercato finanziario in assenza di rischio, che sconta – oltre al rischio finanziario – il solo rischio "Paese", mentre "*s*" esprime la maggiorazione percentuale che misura i rischi specifici gravanti sull'impresa e quelli afferenti al settore di appartenenza della medesima.

Secondo le regole proprie del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) – modello solitamente utilizzato nella prassi professionale per la stima di detto parametro – "s" è pari alla differenza tra il rendimento medio del mercato borsistico e il tasso privo di rischio, moltiplicato per un parametro (β) che misura – attuando un "effetto leva" sull'*equity premium* – la correlazione tra la variazione del mercato e quella del singolo investimento. In simboli si ha quindi che:

$$i = r + (r_m - r) * \beta$$

Da un punto di vista prettamente operativo, al fine della stima della di "r" si fa riferimento al rendimento netto dei titoli di stato a medio/lungo termine; a tal fine, nel caso di specie, è stato assunto il rendimento lordo relativo all'ultima collocazione dei BTP a 10 anni (asta 26-29.09.2025; emissione 02.05.2025) pari al 3,62% (fonte: www.mef.gov.it).

Per la determinazione *dell'equity premium* ($r_m - r$) – valore commisurato al maggior rendimento atteso dall'investitore che impiega le proprie risorse in un'attività o in un investimento gravato da rischi – si ritiene ragionevole applicare, in sostanziale linea con le stime riscontrabili su base Paese, attingendo da banche dati pubbliche di riconosciuta affidabilità, aggiornate a luglio 2025 (in particolare, si veda http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/) un valore di premio per il rischio del 15,30%. Si rappresenta che si ritiene opportuno assumere l'*equity premium* tunisino, tenuto conto della sede legale della partecipata; ciò in quanto, pur in considerazione del fatto che l'articolazione della clientela di *Al-Za S.a.r.l.* consta anche di *Atti S.p.A*. (in via preponderante, a dire il vero), la partecipata rappresenta entità giuridica del tutto autonoma dalla controllante che ben potrà quindi, al di là dei rapporti commerciali con la debitrice, avviare e/o proseguire nelle collaborazioni con clienti tunisini, tanto più tenuto conto dello stato di fatto che involge attualmente la controllante. Tale stima si ritiene quindi fondata, proprio in virtù dei rischi

specifici dell'investimento, atteso il contesto macroeconomico particolarmente volatile in cui viene resa la presente stima.

Per la determinazione di β – parametro che esprime il concetto di volatilità operando un effetto moltiplicativo sull'*equity premium* e che esprime il coefficiente di rischiosità del settore cui fa riferimento l'azienda oggetto di valutazione – si fa riferimento a quanto indicato nella Banca dati pubblica curata dal prof. Damodaran. In particolare, con riferimento ad un campione di imprese collocate sul mercato europeo, la banca dati fornisce il dato del beta *unlevered* relativo al settore "*metals & mining*" in misura pari a β = 0,85.

Sulla base delle predette considerazioni, si arriva alla determinazione di un tasso di rendimento (*i*) come indicato di seguito:

$$\boldsymbol{i = 3,62 + 15,30 * 0,85 = 16,63\ \%}$$

7.6 Determinazione del tasso di attualizzazione del sovra-reddito (i')

Il tasso di attualizzazione del sovra-reddito (*i'*) è stato quantificato al pari di rendimento di settore, per come determinato nel precedente paragrafo n. 7.5 con la formula del CAPM (come si è soliti assumere, nella prassi, in caso di avviamento). Si ha pertanto che *i'* = 16,63%.

7.7 Determinazione del valore dell'azienda (W)

Per tutto quanto sopra esposto, applicando il metodo *misto patrimoniale – reddituale con stima autonoma dell'avviamento* – opportunamente adattato al caso di specie – si perviene al seguente valore del capitale economico del compendio aziendale valutato (W):

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

$$W = 3.537.883 + (487.500 - 16{,}63\% * 3.537.883) * a_{3\neg 16{,}63\%}$$

$$\boldsymbol{W = 3.314.097\ dinari\ tunisini}$$

Pertanto, il valore del compendio aziendale oggetto di stima, alla luce dell'applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento è quantificabile in 3.314.097 dinari tunisini**, corrispondenti -tenuto conto del tasso di cambio applicabile- a €uro 971.620, arrotondati in complessivi €uro 970.000.**

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-Za S.a.r.l.*, può quindi essere stimato in complessivi €uro 679.000.**

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-Za S.a.r.l.* sia quantificabile in complessivi €uro 679.000.

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 509.250 (arrotondata a €uro 500.000)**, 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-Za S.a.r.l. relativi agli esercizi 2021-2023;*
2. *Bozza di bilancio Al-Za S.a.r.l. relativo all'esercizio 2024.*