

**TRIBUNALE CIVILE DI ROMA**  
**Sezione Fallimentare**

**FALLIMENTO N. 631/2019 DELLA**

Giudice Delegato:

Curatore fallimentare:

Relazione di stima del valore economico della quota di partecipazione al capitale sociale della Società Gruppo  
Piemme Costruzioni S.r.l. di proprietà del Fallimento n. 631/2019 della

---

1. Oggetto dell'incarico e documentazione esaminata.....	3
2. Ipotesi e limitazioni.....	4
3. Breve descrizione della Società.....	5
4. Le metodologie di stima del capitale economico delle aziende.....	7
5. La scelta della metodologia valutativa.....	8
6. La stima del valore economico della Gruppo Piemme Costruzioni.....	11
6.1. Il valore corrente del Patrimonio Netto.....	11
6.1.1 Le Immobilizzazioni materiali.....	12
6.1.2 Le Immobilizzazione finanziarie. La partecipazione nella Società.....	13
6.1.2.1 Il valore corrente del Patrimonio netto della.....	14
6.1.2.1.1 <i>Le Immobilizzazioni materiali della</i> .....	16
6.1.2.2 La stima della correzione reddituale.....	18
6.1.3 Fondi per rischi e oneri.....	20
6.1.4 La stima del patrimonio netto rettificato.....	21
6.2. Il valore della quota di partecipazione al capitale sociale della Gruppo Piemme Costruzioni di proprietà del Fallimento n. 631/2019 di.....	23
7. Conclusioni.....	24

---

## 1. Oggetto dell'incarico e documentazione esaminata.

La Curatela del Fallimento n. 631/2019 della \_\_\_\_\_, società a responsabilità limitata con codice fiscale, partita iva e numero di iscrizione al Registro delle Imprese presso la Camera di Commercio di Roma \_\_\_\_\_, avente sede legale in Roma (00128), \_\_\_\_\_ dichiarata fallita dal Tribunale di Roma con la sentenza n. \_\_\_\_\_ del 1°10.2019 (d'ora innanzi, per brevità, anche semplicemente il "Fallimento" o anche il "Committente"), nell'ambito delle attività previste dal Programma di liquidazione approvato in data 12 ottobre 2020 e ravvisata l'esigenza, in tale contesto, di acquisire una stima del valore economico della partecipazione in capo al Fallimento (si v. infra), acquisito il necessario provvedimento autorizzativo da parte del Giudice Delegato, dott. \_\_\_\_\_ ha incaricato lo scrivente dott. \_\_\_\_\_ dottore commercialista iscritto all'albo dei Dottori commercialisti e degli Esperti contabili di Roma e Revisore legale, di redigere una perizia di stima del valore economico attribuibile alla quota di partecipazione detenuta nella *Gruppo Piemme Costruzioni*, società a responsabilità limitata con codice fiscale, numero di partita iva e numero di iscrizione al Registro delle Imprese presso la Camera di Commercio di Roma \_\_\_\_\_ avente sede legale in Roma (00178), in Via Monte D'Onorio n. 33 (nel prosieguo anche soltanto la "Gruppo Piemme Costruzioni" o anche la "Società"), pari al dieci per cento (10%) del capitale sociale.

Il presente documento (la "Relazione") costituisce l'espletamento dell'incarico in questione.

Il valore del capitale economico della suddetta partecipazione è stato calcolato sulla base dei dati resi disponibili, delle informazioni fornite e delle metodologie esposte nella presente relazione, e con le precisazioni, le ipotesi e le avvertenze riepilogate nel corpo dell'elaborato.

In particolare, le analisi effettuate e i risultati esposti nel presente documento si fondano sulla seguente documentazione, fornita al sottoscritto dal Committente e/o direttamente dalla Partecipata, ovvero reperita presso i registri telematici dei pubblici uffici:

- bilanci civilistici della Società relativi agli esercizi 2017, 2018 e 2019;
- relazione di stima del complesso immobiliare di Via Monte D'Onorio n. 33, redatta dall'architetto Marta Boschiero;
- proposta irrevocabile d'acquisto formulata dalla Società \_\_\_\_\_ per l'immobile sito in Via Monte D'Onorio n. 33;
- bilanci civilistici di \_\_\_\_\_ relativi agli esercizi 2017, 2018 e 2019;
- situazioni contabili provvisorie della Gruppo Piemme Costruzioni alla data del 31.12.2020 e 30.06.2021;
- situazione contabile provvisoria della Immobiliavalleranello alla data del 30.09.2021;
- altra documentazione utile ai fini dell'espletamento dell'incarico, partitamente indicata nel corpo del presente documento.

\* \* \*

Tanto sopra premesso, dopo avere richiamato, nel secondo paragrafo, le ipotesi e le limitazioni sottostanti all'attività svolta dallo scrivente, il presente elaborato è strutturato come segue. Nel terzo paragrafo, si provvede a delineare brevemente il profilo della Gruppo Piemme Costruzioni S.r.l. - indicandone l'oggetto sociale, la composizione societaria e l'organo amministrativo - e della sua partecipata. La relazione prosegue, nel quarto paragrafo, con una (sintetica) disamina delle metodologie di stima maggiormente impiegate nella prassi professionale e accreditate dalla migliore dottrina economico-aziendale per la valutazione di complessi aziendali. Nel quinto e sesto paragrafo, una volta individuata la metodologia ritenuta più adatta al caso di specie, si procede a stimare, sulla base della documentazione a disposizione, il valore del capitale economico della Gruppo Piemme Costruzioni e, a seguire, della quota di proprietà del Fallimento. L'elaborato termina, nel settimo paragrafo, con alcune brevi considerazioni conclusive e di riepilogo del lavoro svolto.

---

## 2. Ipotesi e limitazioni.

La presente relazione di stima deve essere analizzata e considerata alla luce delle seguenti ipotesi di lavoro e limitazioni:

- il valore del capitale economico individuato in questa sede è stato determinato sulla base dei dati, delle informazioni e delle metodologie ivi esposte. Tale valore deve essere considerato un valore teorico di trasferimento del compendio stimato, da non confondere con l'eventuale prezzo di cessione, che potrebbe essere determinato sulla base di ulteriori considerazioni e di altri elementi contingenti e soggettivi;
- la presente relazione è fondata sui documenti, sulle informazioni e sui dati messi a disposizione del sottoscritto da parte del Fallimento e/o della Società, anche per il tramite dei propri consulenti. A tale riguardo, si precisa che lo scrivente – pur avendo adottato tutte le necessarie precauzioni per un'attenta valutazione di tali documenti, informazioni e dati ed avendo svolto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio – non risponde della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di tali documenti, dati e informazioni. Resta pertanto ferma la responsabilità dei soggetti sopra indicati per qualsiasi errore e/o omissione concernente tali documenti, dati e informazioni e per qualsiasi errore e/o omissione che dovesse emergere in sede di valutazione a seguito del loro impiego;
- lo scrivente non ha effettuato alcuna forma di revisione relativamente alla documentazione di natura contabile ed extracontabile ricevuta e, pertanto, non assume alcuna responsabilità in ordine agli effetti che potrebbero prodursi sulla stima a causa di eventuali errori e/o omissioni nei dati contabili e negli altri documenti ed informazioni ricevute;
- il parere dello scrivente, inoltre, è formulato alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e, pertanto, non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e non prevedibile;
- l'analisi del valore del capitale economico della Gruppo Piemme Costruzioni è stata effettuata – anche sulla scorta delle indicazioni ricevute dai consulenti della Società – considerando la sostanziale inoperatività della stessa che, allo stato, si presenta quale un soggetto operante esclusivamente nel settore immobiliare (peraltro anche “indirettamente”, giacché anche la Società *\_\_\_\_\_*, di cui la Gruppo Piemme Costruzioni detiene la partecipazione totalitaria al capitale sociale, risulta essere a sua volta una società immobiliare). Invero, tale circostanza risulta confermata già da un primo esame dell'attivo patrimoniale della Società che, difatti, per come esposto nella situazione al 31 dicembre 2019, è costituito in misura preponderante<sup>1</sup> da *i*) la partecipazione totalitaria al capitale sociale della Società *\_\_\_\_\_* e *ii*) un immobile di proprietà. Pertanto, non essendo ragionevolmente effettuabile nel delineato contesto una prognosi circa la redditività prospettica, anche a cagione dell'esiguità delle informazioni a disposizione, si è ritenuto riferirsi per la stima del valore economico della Società a metodologie di tipo patrimoniale, in quanto ritenute le uniche metodologie in grado di cogliere, nel caso di specie, l'effettivo valore economico della Società;
- non è stata effettuata dallo scrivente alcuna indagine sui titoli di proprietà dei beni stimati, né sull'eventuale esistenza di diritti o gravami su di essi, né, tantomeno, su eventuali licenze, concessioni e/o permessi, nel presupposto che la proprietà sia in regola con le normative vigenti.

---

<sup>1</sup> Più precisamente le immobilizzazioni materiali e finanziarie “pesano” nel bilancio chiuso al 31 dicembre 2019 per oltre il 97 per cento del totale dell'attivo patrimoniale ( $(127.422+1.200.000)/1.358.257= 0,9772$ ).

Infine, si precisa che le conclusioni espone nella presente relazione sono basate sul complesso delle valutazioni in essa contenute; pertanto, nessuna parte della stessa potrà essere utilizzata disgiuntamente rispetto al documento nella sua interezza.

### 3. Breve descrizione della Società.

La Gruppo Piemme Costruzioni, società a responsabilità limitata con codice fiscale, numero di partita iva e numero di iscrizione al Registro delle Imprese presso la Camera di Commercio di Roma, avente sede legale in Roma (00178), in Via Monte D'Onorio n. 33, è stata costituita in data 18 aprile 2007, per atto (repertorio n. 606158) a rogito del dott. , notaio in Roma.

Il capitale sociale della Società – pari ad euro 10.000 (diecimila/00) ed interamente versato – è attualmente detenuto dai seguenti soggetti:

**Tabella 1.** Attuale composizione della compagine sociale della Gruppo Piemme Costruzioni.

#	Socio	Capitale sottoscritto	% del C.S.
1		4.500,00	45
2		4.500,00	45
3		1.000,00	10
<b>Totale</b>		<b>10.000,00</b>	<b>100</b>

La Gruppo Piemme Costruzioni è attualmente gestita da due amministratori, nelle persone dei signori , e non è sottoposta al controllo del Collegio Sindacale.

La Società, stando a quanto risulta dallo statuto allegato al fascicolo camerale storico, ha per oggetto:

“

- *l'acquisto, la costruzione, la gestione e la vendita di unità immobiliari, civili, industriali e rustiche, ivi compresa l'acquisizione di aree a qualunque titolo;*
- *l'esercizio di attività imprenditoriale mediante l'assunzione di appalti in Italia e all'Estero, pubblici e privati per l'esecuzione di:*
  - *lavori di terra con eventuali opere murarie in cemento armato, tipo corrente;*
  - *demolizione e sterri, - edifici civili ed opere connesse ed accessorie;*
  - *edifici civili prefabbricati ed opere connesse ed accessorie; edifici industriali ed opere connesse ed accessorie; edifici industriali prefabbricati ed opere connesse ed accessorie; - edifici monumentali:*
    - A) *costruzioni edifici monumentali ed opere connesse;*
    - B) *restauri di edifici monumentali, - opere speciali in cemento armato; impianti tecnologici e lavori speciali per l'edilizia:*
      - A) *impianti tecnici di ventilazione e condizionamenti; gestione e manutenzione dei suddetti impianti;*
      - B) *impianti igienici idrosanitari e del gas; gestione e manutenzione dei suddetti impianti;*
      - C) *impianti elettrici esterni ed interni; gestione e manutenzione dei suddetti impianti;*
      - D) *impianti telefonici, radiotelefonici e simili; gestione e manutenzione dei suddetti impianti;*
      - E) *impianti di ascensori, scale mobili, trasportatori in genere; gestione e manutenzione dei suddetti impianti;*
      - F) *impianti di trasporto pneumatici; gestione e manutenzione dei suddetti impianti;*
      - G) *impianti antincendi; gestione e manutenzione dei suddetti impianti;*
      - H) *fornitura in opera di installazione manufatti vari; in legno; in metallo; in materie plastiche e similari;*
      - I) *fornitura e posa in opera dei marmi ed altri materiali lapidei;*
      - L) *fornitura e posa in opera di vetri ed applicazioni vetrarie in genere;*
      - M) *lavori di tinteggiatura e verniciatura;*
      - N) *impermeabilizzazioni, isolamento termico, acustico, antiumido;*

- 
- lavori stradali - opere stradali speciali:
    - A) pavimentazioni speciali
    - B) stabilizzazione di terreni;
    - C) segnaletica e sicurezza stradale;
  - acquedotti e fognature, lavori di difesa e sistemazione idraulica:
    - A) lavori di difesa e sistemazione idraulica e propriamente detti;
    - B) lavori di sistemazione agraria e forestale;
    - C) impianti di irrigazione;
  - lavori idraulici speciali:
    - A) impianti di depurazione;
    - B) trivellazioni e pozzi;
    - C) impermeabilizzazione di terreni;
    - D) lavori di intonacatura impermeabilizzante ed impermeabilizzazioni speciali;
  - lavori marittimi:
    - A) costruzioni moli, bacini, banchine ecc.;
    - B) lavori di dragaggio;
  - armamento ferroviario:
    - A) lavori relativi all'armamento ed alla massicciata; lavorazione speciale del binario - opere ferroviarie speciali:
      - A) impianti per la sicurezza del traffico;
      - B) impianti per la trazione elettrica;
    - impianti per produzione e distribuzione energia:
      - A) centrali idrauliche;
      - B) centrali termiche;
      - C) centrali elettronucleari;
      - D) impianti elettrici per centrali;
      - E) cabine di trasformazione;
      - F) linee a media e bassa tensione;
      - G) apparati vari;
      - H) impianti esterni di illuminazione;
  - carpenteria metallica - opere murarie relative ai complessi per la produzione e distribuzione di energia di cui riportate sotto la voce impianti per produzione e distribuzione energia.
- La società potrà inoltre compiere tutte le operazioni di carattere imprenditoriale, immobiliare, commerciale necessarie per il raggiungimento degli scopi sociali e compiere quant'altro connesso o relativo direttamente o indirettamente al proprio oggetto o sia ritenuto utile ed opportuno; assumere interessenze e partecipazioni in altre società aventi oggetto analogo, affine o connesso al proprio, sia direttamente che indirettamente; effettuare nell'interesse proprio o di terzi operazioni di pubblicità sponsorizzazioni, propaganda ecc; assumere rappresentanze connesse al settore dell'edilizia.
- La società potrà altresì prestare fidejussioni, avalli, concessioni di garanzie anche reali, anche nei confronti di banche ed Istituti di credito”.

Come accennato in precedenza, la Gruppo Piemme Costruzioni detiene integralmente la Immobiliavaleranello, società a responsabilità limitata con codice fiscale e numero di iscrizione al Registro delle Imprese presso la Camera di Commercio di Roma \_\_\_\_\_, partita iva numero \_\_\_\_\_, avente sede legale in Roma (00134), in \_\_\_\_\_ (di seguito per brevità anche soltanto la \_\_\_\_\_), costituita in data \_\_\_\_\_ per atto (repertorio n. \_\_\_\_\_ a rogito del dott. \_\_\_\_\_ e, notaio in Roma.

La \_\_\_\_\_ il cui capitale sociale – pari ad euro 10.400 (diecimilaquattrocento/00) ed interamente versato – è, come si diceva in precedenza, integralmente detenuto dalla Gruppo Piemme Costruzioni, è attualmente gestita da un amministratore unico, nella persona del sig. \_\_\_\_\_, socio con il quarantacinque per cento del capitale sociale della Gruppo Piemme Costruzioni nonché suo amministratore.

---

L'oggetto sociale di tale società, per come desumibile dallo statuto sociale allegato al fascicolo camerale storico, risulta essere il seguente:

“

*l'acquisto, la permuta, la vendita, anche frazionata, di proprietà fondiaria, sia rustiche che urbane; l'acquisto, la vendita, la permuta e la costruzione di fabbricati di ogni tipo; la locazione, la gestione, l'amministrazione, la manutenzione di immobili e la conduzione di fondi rustici anche di proprietà di terzi, la esecuzione di opere di manutenzione e di restauro di immobili in proprio o per conto di terzi. La Società potrà compiere tutte le operazioni commerciali, industriali, finanziarie, mobiliari e immobiliari che siano ritenute dall'Organo amministrativo necessarie ed utili per il conseguimento dell'oggetto sociale.*

*Potrà anche assumere interessenze e partecipazioni in altre Società ed Imprese aventi oggetto analogo od affine o comunque connesso al proprio sia direttamente che indirettamente.*

*Potrà infine prestare fideiussioni ed altre garanzie reali e personali a favore di terzi.*

*La Società può anche creare o assumere rappresentanze, concessioni ed agenzie o istituire filiali, sia in Italia che all'Estero”.*

#### **4. Le metodologie di stima del capitale economico delle aziende.**

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

Molteplici sono le metodologie valutative individuate dalla dottrina e impiegate nella prassi professionale per la stima del valore economico di un'azienda. Non esiste infatti un metodo che sia riconosciuto universalmente valido per la stima del valore economico di un complesso aziendale in quanto in grado di soddisfare, in ogni circostanza, i requisiti di “razionalità”, “obiettività”, “generalità” e “stabilità” in misura migliore di tutti gli altri.

La scelta della o delle metodologie da utilizzare per la quantificazione del valore di un'azienda, in assenza di un criterio valutativo che soddisfi simultaneamente ed integralmente i citati requisiti e che di conseguenza possa essere, in via astratta, considerato il metodo ottimo, dipende in buona sostanza dalla finalità che la medesima valutazione si pone, dalla qualità e dalla quantità delle informazioni a disposizione e, infine, dalla situazione particolare del complesso aziendale oggetto di valutazione.

I metodi di valutazione delle aziende che, in linea generale, sono in grado di soddisfare in misura ragionevolmente adeguata i suddetti criteri, si suddividono in “diretti” e “indiretti”.

I metodi diretti fondano la stima del valore economico d'impresa su grandezze desunte dal mercato; tali metodi si distinguono in metodi diretti *in senso stretto*, che determinano il valore del capitale economico sul fondamento dei prezzi espressi dal mercato, oppure metodi diretti fondati su moltiplicatori empirici, che eguagliano il valore del capitale economico al prodotto tra un moltiplicatore di mercato e una grandezza espressiva del valore economico del capitale d'impresa.

I metodi indiretti, invece, fondano la valutazione del capitale economico d'impresa su grandezze puramente “contabili”; si distinguono in tre classi:

- metodi basati su grandezze flusso;
- metodi basati su grandezze *stock*;
- metodi basati su grandezze flusso-*stock* (c.d. metodi misti).

---

Le metodologie basate su grandezze flusso si distinguono comunemente in metodi reddituali e metodi finanziari.

I primi (metodi reddituali) muovono dal presupposto che il valore dell'azienda dipenda unicamente dai flussi di reddito che essa sarà in grado di produrre e, dunque, il capitale economico viene stimato quale valore attuale dei redditi medi attesi "normalizzati", siano essi "medi" o puntuali, a seconda che si tratti, rispettivamente, di un metodo reddituale puro (che assume la perpetuità dei flussi) o di un metodo reddituale complesso.

I metodi finanziari invece determinano il valore del capitale economico come attualizzazione dei flussi monetari prospettici dell'azienda (*c.d. Discounted Cash Flow Analysis - DCF*).

I metodi basati su grandezze *stock* sono definiti patrimoniali e si fondano sul principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale dell'azienda. Nella valutazione con metodi patrimoniali non si tiene affatto conto della redditività prospettica del capitale. Implicito presupposto del metodo patrimoniale è che l'investimento sia adeguatamente remunerativo in rapporto alle correnti condizioni del mercato dei capitali.

I metodi misti di valutazione del capitale economico costituiscono una mediazione tra i metodi patrimoniali e i metodi reddituali. La caratteristica di questi procedimenti è quella di determinare il valore dell'azienda considerando sia gli aspetti reddituali e sia il valore del patrimonio netto rettificato, ivi includendo, ove necessario, il valore economico degli *intangible asset*.

## 5. La scelta della metodologia valutativa.

Molteplici sono – come si è avuto modo di accennare in precedenza – le metodologie valutative individuate dalla dottrina e impiegate nella prassi professionale per la stima del valore economico di un'azienda/ramo d'azienda. Non esiste infatti, è bene ribadirlo ancora una volta, un metodo che sia riconosciuto universalmente valido per la stima del valore economico di un complesso aziendale in quanto in grado di soddisfare, in ogni circostanza, i requisiti di "razionalità", "obiettività", "generalità" e "stabilità" in misura migliore di tutti gli altri.

La scelta della o delle metodologie da utilizzare per la quantificazione del valore di un'azienda o, in assenza di un criterio valutativo che soddisfi simultaneamente ed integralmente i suddetti requisiti e che di conseguenza possa essere, in via astratta, considerato il metodo "ottimo", dipende, in buona sostanza, dalla finalità che la medesima valutazione si pone, dalla qualità e dalla quantità delle informazioni a disposizione e, infine, dalla situazione particolare del complesso aziendale oggetto di valutazione.

Nel caso in esame si rende necessario precisare quanto segue.

Il fine della valutazione è la stima da parte di un perito indipendente del valore economico della quota di partecipazione al capitale sociale della Gruppo Piemme Costruzioni S.r.l. di proprietà del Fallimento n. 631/2019 della \_\_\_\_\_ essendo intenzione del Curatore fallimentare alienare tale quota, con le modalità previste dall'art. 107 L.F., in esecuzione del Programma di liquidazione approvato dal Giudice Delegato. La configurazione di capitale d'impresa da individuare nella presente sede è pertanto rappresentata dal "capitale economico", e cioè da quella nozione di capitale stimata, in ipotesi di trasferimento di un'azienda, da parte di un perito indipendente, che assuma cioè una posizione neutrale rispetto alle parti interessate all'operazione.

Le informazioni disponibili sono quelle descritte nel capitolo 1; a tale riguardo, si precisa che, pur disponendo sia per la Gruppo Piemme Costruzioni e sia per la ImmobiliValleranello (sua partecipata) di situazioni contabili (provvisorie) relative agli esercizi 2020/2021, lo scrivente ha ritenuto opportuno – condividendo tale scelta con il Curatore fallimentare della \_\_\_\_\_ – porre a fondamento delle proprie valutazioni le situazioni patrimoniali desunte dai bilanci d'esercizio chiusi alla data del 31 dicembre 2019 di entrambe le società, essendo tali bilanci gli ultimi approvati e depositati presso il Registro delle imprese e non essendovi evidenza, per entrambe le società, del processo di approvazione dei bilanci successivi.



---

Con riferimento alle caratteristiche dell'azienda oggetto della valutazione, infine, si rileva che l'oggetto della stima è rappresentato da una partecipazione, peraltro di minoranza, al capitale sociale di una società operante esclusivamente nel settore immobiliare, la quale, più precisamente, annovera nel proprio attivo, sostanzialmente, una partecipazione totalitaria al capitale sociale di un'altra società immobiliare (la *Piemme Costruzioni* ed un solo immobile di proprietà. A quanto riferito, inoltre, la Gruppo *Piemme Costruzioni* è sostanzialmente inattiva, di talché non si ritiene possibile, anche tenuto conto dell'esiguità delle informazioni a disposizione, effettuare alcuna prognosi circa la redditività prospettica, in quanto la stessa, nel delineato contesto, non si riterrebbe significativa.

Tanto sopra premesso, lo scrivente, ai fini della stima del valore economico della Gruppo *Piemme Costruzioni*, ha ritenuto opportuno adottare il “metodo patrimoniale semplice”, che si ritiene il più adatto, alla luce di quanto precede, allo scopo di cogliere l'effettivo valore economico della Società.

Tale scelta discende dalla considerazione che i metodi diretti nel caso di specie sono a tutta evidenza inapplicabili, anche a cagione dell'impossibilità di individuare sul mercato un campione di aziende omogenee a quella oggetto di stima. D'altra parte, i metodi indiretti di valutazione basati su grandezze flusso possono risultare scarsamente affidabili, nella valutazione in questione, a causa dell'elevato livello di soggettività insito nella stima delle grandezze necessarie per l'applicazione dei metodi reddituali e finanziari, considerate da un lato, le caratteristiche dell'azienda valutanda – che, come visto, è una società immobiliare sostanzialmente inattiva – e, dall'altro lato, l'esiguità delle informazioni a disposizione, che non consentono l'elaborazione di proiezioni puntuali di natura finanziaria o reddituale<sup>2</sup>.

Il metodo patrimoniale semplice trova la sua espressione analitica nel seguente algoritmo valutativo:

$$W = K'$$

dove:

W costituisce il valore economico della Società stimato mediante il metodo patrimoniale semplice;

K' rappresenta il Patrimonio Netto rettificato dell'azienda oggetto di stima.

Più in dettaglio, l'applicazione del metodo patrimoniale semplice si articola nelle seguenti fasi:

- 1) individuazione degli elementi attivi e passivi facenti parte del complesso aziendale, così come risultanti da una situazione contabile di riferimento;
- 2) stima del valore corrente di tali elementi attivi/passivi e, conseguentemente, determinazione delle eventuali rettifiche da apportare al valore contabile delle attività e delle passività;
- 3) calcolo, sulla scorta di quanto precede, del patrimonio netto rettificato.

In definitiva, il patrimonio netto rettificato, da cui discende nel metodo valutativo in argomento il valore economico della Società, viene determinato come di seguito:

---

<sup>2</sup> Si segnala che le difficoltà nel formulare previsioni puntuali di natura finanziaria o reddituale – determinate in via principale dalla qualità e quantità delle informazioni a disposizione nonché dalle caratteristiche dell'azienda valutanda – sono in questo caso “amplificate” dall'ulteriore elemento di incertezza, che si riflette nella congiuntura economica mondiale, portato dalla crisi pandemica da Covid 19. In tale contesto, si è ritenuto prudentemente di non apportare un'eventuale correzione reddituale.

---

**Tabella 2.** Calcolo del patrimonio netto rettificato secondo il metodo patrimoniale semplice.

<b>PATRIMONIO NETTO CONTABILE</b>
+ RETTIFICHE POSITIVE
- RETTIFICHE NEGATIVE
<b>= PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO</b>

\*\*\*

Alla luce delle suesposte considerazioni, si procederà, nel prosieguo, alla valutazione separata degli elementi che concorrono alla determinazione del valore economico della Gruppo Piemme Costruzioni mediante la metodologia individuata.

## 6. La stima del valore economico della Gruppo Piemme Costruzioni.

### 6.1. Il valore corrente del Patrimonio Netto

La situazione patrimoniale di riferimento posta alla base delle presenti valutazioni è, per le ragioni già indicate in precedenza, la situazione patrimoniale esposta nel bilancio d'esercizio chiuso alla data del 31 dicembre 2019.

Di seguito si riporta lo stato patrimoniale della Società a tale data (importi in euro):

**Tabella 3.** Lo Stato Patrimoniale della Gruppo Piemme Costruzioni alla data del 31.12.2019.

<b>STATO PATRIMONIALE</b>	
<b>Attivo</b>	<b>Valore Contabile al 31.12.2019</b>
<b>Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti</b>	
Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti	-
<b>Immobilizzazioni</b>	
Immobilizzazioni immateriali	26.656
Immobilizzazioni materiali	127.422
Immobilizzazioni finanziarie	1.200.000
<b>Totale Immobilizzazioni</b>	<b>1.354.078</b>
<b>Attivo Circolante</b>	
Rimanenze	-
Crediti	1.043
Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	-
Disponibilità liquide	3.136
<b>Totale Attivo Circolante</b>	<b>4.179</b>
<b>Ratei e Risconti Attivi</b>	<b>-</b>
<b>Totale Attivo</b>	<b>1.358.257</b>
<b>Passivo</b>	
<b>Patrimonio Netto</b>	<b>13.540</b>
<b>Fondi per rischi e oneri</b>	<b>-</b>
<b>TFR</b>	<b>-</b>
<b>Debiti</b>	<b>1.344.717</b>
<b>Ratei e Risconti passivi</b>	<b>-</b>
<b>Totale Passivo</b>	<b>1.358.257</b>

Tale situazione patrimoniale non è stata assoggettata ad alcuna forma di revisione da parte del sottoscritto che ha pertanto assunto – senza alcuna verifica – la corrispondenza tra le grandezze riportate in tale prospetto contabile e la consistenza fisica degli *asset* in esso indicati.

Sulla scorta delle informazioni messe a disposizione dello scrivente, inoltre, ai fini della determinazione del patrimonio netto rettificato e, conseguentemente, del valore economico della Gruppo Piemme Costruzioni, è stato possibile stimare in questa sede il valore corrente delle sole voci contabili “Immobilizzazioni materiali” e “Immobilizzazioni finanziarie”, mentre, per tutte le altre posizioni, il valore corrente è stato fatto pari al relativo valore contabile.

---

A tale riguardo, si ritiene opportuno sottolineare che le immobilizzazioni materiali e finanziarie “pesano” nel bilancio chiuso al 31 dicembre 2019 della Gruppo Piemme Costruzioni per oltre il 97 per cento del totale dell’attivo patrimoniale e che, per quanto concerne il passivo, a fronte di un valore complessivo contabile pari ad euro 1.344.717, il Fallimento ha informato il sottoscritto di avere riscontrato nella contabilità della \_\_\_\_\_ un credito nei confronti della Gruppo Piemme Costruzioni pari, alla data del 31.12.2019, ad euro 1.221.513.

Ciò premesso, nei paragrafi successivi si riporta il dettaglio delle rettifiche effettuate, che comprendono anche il carico fiscale sotteso alla plusvalenza (potenziale) che riguarda le attività e le passività oggetto di rettifica (c.d. effetto fiscale connesso alle plusvalenze latenti).

#### *6.1.1 Le Immobilizzazioni materiali*

Le immobilizzazioni materiali sono allibrate nel bilancio al 31.12.2019, al netto del fondo ammortamento, per euro 127.422.

In particolare, la voce in esame si riferisce al complesso immobiliare sito nel Comune di Roma, in Via Monte D’Onorio n. 33 (ex 56), costituito da n. 6 locali ad uso laboratorio (di complessivi mq 1.439), iscritto nel N.C.E.U del Comune di Roma al foglio 914, part. 1768 sub 2, 1753 sub 1 e sub 2, 1755 sub 1 e 2 graffata 1768 sub 1, 1758 graffata 1762, 1760, 1764 graffata 1767 e 1754 nonché, relativamente al terreno su cui insiste tale immobile, nel N.C.T. del Comune di Roma, foglio 914, part. 740, 769, 770, 776 e 777 (c.d. immobile di “Tor Fiscale”).

L’immobile in argomento è stato oggetto di:

- una relazione di stima redatta in data 22.06.2021 dall’architetto \_\_\_\_\_, la quale ha individuato il relativo valore di mercato in complessivi euro 2.629.800;
- una proposta irrevocabile d’acquisto presentata dalla Società \_\_\_\_\_ al prezzo di vendita stabilito in complessivi euro 3.000.000 da corrispondersi i) per euro 500.000, a titolo di caparra confirmatoria, entro il 31.07.2021<sup>3</sup> e ii) per euro 2.500.000, entro i sei mesi successivi alla stipula dell’atto definitivo di compravendita<sup>4</sup> (il cui termine per la stipula è attualmente stabilito nel 15 novembre p.v.).

A tale ultimo riguardo, è tuttavia necessario precisare che, per quanto noto, la predetta proposta irrevocabile d’acquisto – pur ritenuta congrua dalla Società – non è stata sottoscritta dalla Gruppo Piemme Costruzioni, essendo stata subordinata (la sua sottoscrizione) alla autorizzazione, da parte degli organi della Procedura fallimentare di \_\_\_\_\_, alla definizione di una proposta transattiva avente ad oggetto una più ampia posizione<sup>5</sup>; l’immobile, pertanto, ad oggi, non è stato definitivamente ceduto.

Sul punto, si rileva che, in questa sede ed alla luce degli elementi a disposizione, da un lato, non è possibile esprimersi “a priori” sulla futura accettazione (o meno) della anzidetta proposta transattiva, e, dall’altro lato, non è possibile escludere, con un sufficiente grado di certezza, l’eventuale verificarsi di inadempimenti contrattuali o l’insorgenza di conflittualità tra le parti anche a seguito dell’eventuale accettazione e sottoscrizione della proposta di acquisto; in altri termini, si ritiene opportuno doversi tenere conto del rischio che la proposta irrevocabile formulata da \_\_\_\_\_ non trovi il naturale perfezionamento.

---

<sup>3</sup> Termine ad oggi prorogato al 15 novembre 2021.

<sup>4</sup> Tale tempistica si ricava, da ultimo, dalla comunicazione della Gruppo Piemme Costruzioni al Curatore fallimentare della \_\_\_\_\_ datata 26.10.2021.

<sup>5</sup> Che comprende anche azioni giudiziarie a carico di vari soggetti.

In tale contesto, lo scrivente, al fine di apportare le necessarie rettifiche al valore contabile della voce “Immobilizzazioni materiali”, ha ritenuto preferibile, per prudenza estimativa, sviluppare due ipotesi alternative:

- l’una che considera come valore corrente dell’immobile il valore individuato dall’architetto nella perizia di stima del 22.06.2021 (ipotesi N. 1);
- l’altra che considera come valore corrente dell’immobile il prezzo indicato nella proposta irrevocabile d’acquisto formulata da (ipotesi N. 2).

Nelle tabelle di seguito riportate, si evidenziano le rettifiche apportate dallo scrivente al valore contabile delle immobilizzazioni materiali, nelle due ipotesi dianzi descritte:

**Tabella 4.** Il valore corrente della voce Immobilizzazioni materiali – ipotesi N. 1 (valore di perizia arch.

Stato Patrimoniale	Valore Contabile al 31.12.2019	Valore Corrente	Rettifiche Positive	Rettifiche Negative
Terreni e fabbricati	127.422	2.629.800	2.502.378	-
<b>Totale</b>	<b>127.422</b>	<b>2.629.800</b>	<b>2.502.378</b>	<b>-</b>

**Tabella 5.** Il valore corrente della voce Immobilizzazioni materiali – ipotesi N. 2 (proposta d’acquisto formulata da

Stato Patrimoniale	Valore Contabile al 31.12.2019	Valore Corrente	Rettifiche Positive	Rettifiche Negative
Terreni e fabbricati	127.422	3.000.000	2.872.578	-
<b>Totale</b>	<b>127.422</b>	<b>3.000.000</b>	<b>2.872.578</b>	<b>-</b>

#### 6.1.2 Le Immobilizzazioni finanziarie. La partecipazione nella Società

Le immobilizzazioni finanziarie, allibrate nel bilancio al 31.12.2019 della Gruppo Piemme Costruzioni per euro 1.200.000, si riferiscono alla partecipazione totalitaria detenuta nella Immobilvalleranello.

Come accennato in precedenza, anche tale società opera, a quanto riferito, esclusivamente nel settore immobiliare e, più precisamente, annovera tra i propri attivi un unico immobile ubicato in Roma (00181), in , identificato al Catasto Fabbricati del Comune di Roma al foglio n. 1149, part. 42, sub 503, cat. D/7, di consistenza pari a 1000 mq circa ad uso uffici oltre a terreno circostante.

Riguardo tale immobile deve essere precisato che lo stesso è stato concesso in locazione, in data 1°.08.2017, a I società incaricata dal Comune di Roma della gestione del servizio di trasporto pubblico urbano di linea relativo ad una rete periferica nel territorio di “Roma Capitale”.

Il citato contratto (tuttora in corso) prevede un corrispettivo mensile di euro 15.000 + Iva, ha durata annuale e si rinnova tacitamente di anno in anno.

D’altro canto, a quanto riferito, le parti ( ) sarebbero in procinto di contrattualizzare un nuovo contratto di locazione al canone annuo di euro 324.000 con durata dal 1°.01.2022 e fino al 31.12.2027: contratto che tuttavia, allo stato, non sarebbe stato sottoscritto in quanto sospensivamente condizionato alla sottoscrizione del preliminare di compravendita del compendio di “Tor Fiscale” tra Gruppo Piemme Costruzioni e (si veda sopra), nonché risolutivamente condizionato alla mancata sottoscrizione del conseguente atto pubblico di compravendita. Tale contratto (al momento non formalizzato) a parere dello scrivente non può essere tuttavia considerato in questa sede; non si ritiene infatti possibile considerare gli effetti economici di eventi che, anche in termini giuridici, si presentano subordinati alla definizione di un accordo transattivo che, per forza di cose, ad oggi non può che ritenersi soltanto potenziale.

---

Tanto sopra premesso, al fine di stimare il valore del capitale economico della si è ritenuto opportuno adottare, date le caratteristiche dell'azienda oggetto della valutazione – società immobiliare che possiede un immobile “a reddito” –, un metodo di stima “misto patrimoniale con correzione reddituale”. Tale criterio, infatti, se, da un lato, consente l'apprezzamento della “sostanza patrimoniale” dell'azienda da valutare, dall'altro lato, permette di tenere conto, per un periodo di tempo ritenuto adeguato, del valore economico dell'avviamento/disavviamento (c.d. *goodwill/badwill*) dell'attività imprenditoriale, funzione delle dinamiche reddituali attese e del “congruo” rendimento – anch'esso atteso – sul capitale impiegato.

Il punto di partenza per l'applicazione del metodo patrimoniale con correzione reddituale è rappresentato dal patrimonio netto contabile, assunto, a seconda dei casi, da una situazione patrimoniale di fine esercizio oppure infrannuale, ed i cui singoli elementi attivi e passivi vengono riespressi ai valori correnti desunti dal mercato o definiti in ragione di una autonoma stima.

In altre parole, prendendo le mosse dal patrimonio netto contabile si perviene, attraverso il meccanismo delle rettifiche, alla determinazione di un patrimonio netto “rettificato”.

Successivamente, si procede alla stima della correzione reddituale, che può portare a un aggiustamento, *in plus* o *in minus*, del patrimonio netto rettificato, cioè del patrimonio determinato a seguito delle rettifiche apportate alle poste contabili; ciò a seconda che il complesso aziendale oggetto di valutazione sia in grado, o meno, di assicurare una congrua remunerazione del capitale netto riespresso a valori correnti.

L'applicazione del metodo patrimoniale con correzione reddituale si articola, pertanto, nelle seguenti fasi:

- a) individuazione e riespressione a valori correnti (di mercato o di stima) degli elementi attivi e passivi;
- b) determinazione del patrimonio netto rettificato;
- c) stima della correzione reddituale;
- d) quantificazione del valore economico del complesso aziendale oggetto di valutazione (sommatoria di quanto indicato ai punti b. e c. che precedono).

In definitiva, il valore del capitale economico della Immobilvalleranello è stato calcolato sul fondamento della seguente formula:

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

dove:

W      è il valore del capitale economico;

K'      è il valore del patrimonio netto rettificato;

$(R - i * K') a_{n-i}$       rappresenta la correzione reddituale (ovverosia il *goodwill* o *badwill*);

Ciò posto, nel prosieguo si procede alla stima separata degli elementi necessari alla valutazione dell'azienda mediante la metodologia sopra individuata.

#### 6.1.2.1 Il valore corrente del Patrimonio netto della

La situazione patrimoniale di riferimento posta alla base della valutazione del valore corrente della Immobilvalleranello è, come detto in precedenza, la situazione patrimoniale esposta nel bilancio

d'esercizio chiuso alla data del 31 dicembre 2019, in quanto ultimo bilancio approvato dall'Assemblea dei Soci e depositato presso il Registro delle Imprese.

Di seguito si riporta lo stato patrimoniale della Società a tale data (importi in euro):

**Tabella 6.** Lo Stato Patrimoniale della ImmobiliValleranello alla data del 31.12.2019.

<b>STATO PATRIMONIALE</b>	
<b>Attivo</b>	<b>Valore Contabile al 31.12.2019</b>
<b>Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti</b>	
Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti	-
<b>Immobilizzazioni</b>	
Immobilizzazioni immateriali	-
Immobilizzazioni materiali	294.900
Immobilizzazioni finanziarie	-
<b>Totale Immobilizzazioni</b>	<b>294.900</b>
<b>Attivo Circolante</b>	
Rimanenze	-
Crediti	410.966
Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	-
Disponibilità liquide	39.872
<b>Totale Attivo Circolante</b>	<b>450.838</b>
<b>Ratei e Risconti Attivi</b>	<b>-</b>
<b>Totale Attivo</b>	<b>745.738</b>
<b>Passivo</b>	
<b>Patrimonio Netto</b>	<b>464.745</b>
<b>Fondi per rischi e oneri</b>	<b>2.513</b>
<b>TFR</b>	<b>-</b>
<b>Debiti</b>	<b>278.480</b>
<b>Ratei e Risconti Passivi</b>	<b>-</b>
<b>Totale Passivo</b>	<b>745.738</b>

Tale situazione patrimoniale non è stata assoggettata ad alcuna forma di revisione da parte del sottoscritto che ha pertanto assunto – senza alcuna verifica – la corrispondenza tra le grandezze riportate in tale prospetto contabile e la consistenza fisica degli *asset* in esso indicati.

Sulla scorta delle informazioni messe a disposizione dello scrivente, inoltre, ai fini della determinazione del patrimonio netto rettificato è stato possibile stimare il valore corrente della sola voce contabile “Terreni e fabbricati” mentre, per tutte le altre posizioni, il valore corrente è stato fatto pari al relativo valore contabile.

Di seguito si riporta il dettaglio delle rettifiche effettuate rispetto ai valori contabili sopra esposti.

---

#### 6.1.2.1.1 Le Immobilizzazioni materiali della .....

Le immobilizzazioni materiali sono allibrate nel bilancio al 31.12.2019, al netto del fondo ammortamento, per euro 294.900.

Tale macrovoce, in particolare, si riferisce all'immobile ubicato in Roma, in (identificato al Catasto Fabbricati del Comune di Roma al foglio n. 1149, part. 42 Sub 503, Cat. D/7), iscritto in contabilità, a quanto è possibile rilevare dal bilancio di esercizio 2019, per l'importo di euro 290.592.

L'immobile in argomento è stato oggetto di:

- una valutazione redatta in data 29.10.2021 dalla Società \_\_\_\_\_, che ha individuato il relativo valore di mercato in euro 520.000.

Al fine di verificare l'attendibilità di tale stima si è provveduto ad applicare al costo storico del cespite desunto dal bilancio al 31.12.2019 (euro 300.984) "l'indice di variazione del costo di costruzione di un fabbricato residenziale" stimabile per il tramite dei dati forniti dalla Camera di Commercio Milano (di seguito anche solo "indice").

Al fine di individuare tale coefficiente, non essendo desumibile dai bilanci a disposizione - nel caso di specie - l'esatto anno di acquisto dell'immobile, si è ritenuto prudenzialmente di assumere che l'immobile in questione sia stato acquistato/ultimato circa trent'anni fa, in epoca prossima alla data di costituzione della partecipata (1984).

Conseguentemente, l'indice di variazione del costo di costruzione è stato pertanto "costruito" prendendo in considerazione i dati forniti dalla Camera di Commercio di Milano per il periodo 1991-agosto 2021<sup>6</sup> e sulla base della formula fornita dalla medesima Camera di Commercio, di seguito riportata:

$$(indice\ più\ recente / indice\ meno\ recente) \times coeff.\ di\ raccordo \times 100 - 100$$

In aderenza ai calcoli sviluppati, l'indice di variazione che ne è risultato è pari al 90,23%:

$$(indice\ agosto\ 2021 / indice\ medio\ 1991) \times coeff.\ di\ raccordo \times 100 - 100$$

$$(108,5/108,2) \times 1,232 \times 1,077 \times 1,186 \times 1,133 \times 1,064 \times 100 - 100 = 90,23\%$$

In conclusione, applicando tale coefficiente al costo storico dell'immobile rilevato nella documentazione a disposizione, è stato possibile stimare il valore corrente dell'immobile - secondo il metodo sopra illustrato - in un ammontare pari a euro 572.562, risultato del seguente calcolo:

$$300.984 \times (1 + 90,23\%) = 572.562$$

Ciò posto e considerando che la verifica effettuata dal sottoscritto ha restituito un valore dell'immobile in linea di massima coerente con quello individuato nella valutazione della Società \_\_\_\_\_, ai presenti fini valutativi il valore corrente dell'immobile in argomento è stato fatto pari a

---

<sup>6</sup> Ultimo dato definitivo disponibile alla data di redazione della presente.



quanto indicato da quest'ultima, e quindi ad euro 520.000, in quanto tale valutazione è stata effettuata essendo state constatate, a seguito di sopralluogo, le specifiche condizioni del cespite.

Alla luce di quanto precede al valore contabile della voce "Terreni e Fabbricati" è stata apportata una rettifica positiva pari a euro 229.408 (520.000-290.592).

\*\*\*

Per completezza, si precisa che, al fine di verificare l'attendibilità della valutazione redatta dalla ..... il valore dell'immobile in questione non è stato stimato quale prodotto tra la consistenza fisica dello stesso (mq) ed il relativo valore di mercato (euro/mq) corrispondente alla zona di ubicazione – dato generalmente desunto da apposite banche dati (tra le quali la banca dati OMI) – in quanto il bene in questione presenta da un punto di vista strutturale caratteristiche (ci si riferisce in particolare alle aree pertinenziali) che richiederebbero l'applicazione di coefficienti di ragguglio delle metrature esistenti di difficile applicazione, anche alla luce delle competenze professionali del sottoscritto.

Inoltre, con riferimento alla zona specifica ove l'immobile è ubicato<sup>7</sup> non sono neanche reperibili – in quanto non rilevate – le quotazioni OMI per la destinazione "terziaria", che sembrerebbe l'unica utilizzabile alla luce delle caratteristiche del cespite.

\*\*\*

Tutto quanto sopra premesso, si riporta di seguito il bilancio della partecipata al 31.12.2019, con indicazione delle rettifiche apportate dallo scrivente per poter esprimere il valore corrente dei dati contabili (cfr. tabella seguente – importi in euro):

**Tabella 7. Il Patrimonio Netto Rettificato della**

Stato Patrimoniale	Valore Contabile al 31.12.2019	Rettifiche Positive	Rettifiche Negative	Valore Corrente
<b>Attivo</b>				
<b>Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti</b>				
Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti	-			-
<b>Immobilizzazioni</b>				
Immobilizzazioni immateriali	-			-
Immobilizzazioni materiali	294.900	229.408		520.000
Immobilizzazioni finanziarie	-			-
<b>Totale Immobilizzazioni</b>	<b>294.900</b>			<b>524.308</b>
<b>Attivo Circolante</b>				
Rimanenze	-			-
Crediti	410.966			410.966
Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	-			-
Disponibilità Liquide	39.872			39.872
<b>Totale Attivo Circolante</b>	<b>450.838</b>			<b>450.838</b>
<b>Ratei e Risconti Attivi</b>	-			-
<b>Totale Attivo</b>	<b>745.738</b>			<b>975.146</b>
<b>Passivo</b>				
<b>Fondi per rischi e oneri</b>	<b>2.513</b>		-	<b>2.513</b>

<sup>7</sup> Provincia di Roma – Comune di Roma – Zona: E66/Suburbana/Vallerano (via di Valleranello).

<b>TFR</b>	-	-	-	-
<b>Debiti</b>	<b>278.480</b>			<b>278.480</b>
<b>Ratei e Risconti Passivi</b>	-			-
<b>Totale Passivo</b>	<b>745.738</b>			<b>975.146</b>
<b>PATRIMONIO NETTO</b>	<b>464.745</b>	<b>229.408</b>	-	<b>694.153</b>

Come risulta dalla tabella d'anzì esposta, il Patrimonio Netto Rettificato (K') della può essere fatto pari a euro 694.153.

In sintesi:

**Tabella 8.** Calcolo del patrimonio netto rettificato della

<b>Patrimonio Netto Contabile</b>	<b>464.745</b>
+ Rettifiche Positive (incremento poste attive/decremento poste passive)	229.408
- Rettifiche Negative (decremento poste attive/incremento poste passive)	-
<b>Patrimonio Netto Rettificato/W</b>	<b>694.153</b>

#### 6.1.2.2 La stima della correzione reddituale

Come già messo in luce in precedenza, in applicazione del metodo misto con correzione reddituale la componente patrimoniale in precedenza determinata deve essere rettificata per tenere conto della capacità prospettica del complesso aziendale di generare benefici economici differenziali positivi ovvero di una ragionevole aspettativa in ordine alla maturazione di risultati economici insufficienti, non congrui o, comunque, inadeguati a remunerare in maniera adeguata i fattori produttivi impiegati.

Il valore della correzione reddituale dell'azienda oggetto di stima è calcolato come segue:

$$\text{Avviamento/Disavviamento} = (R - i \cdot K') a_n \Gamma_i$$

Nel seguito si procede alla determinazione dei parametri della formula valutativa.

\*\*\*

Per quanto riguarda i redditi attesi, gli stessi sono stati posti, avuto riguardo alle informazioni a disposizione, quale media dei redditi netti conseguiti negli esercizi 2018 e 2019, essendo il bilancio di esercizio chiuso al 31 dicembre 2019, come già chiarito in più occasioni, l'ultimo bilancio approvato dall'Assemblea dei Soci e depositato presso il Registro delle Imprese.

Il reddito medio atteso, calcolato come media dei redditi di esercizio sopra evidenziati, è così risultato pari a euro 118.439.

\*\*\*

Il tasso di attualizzazione ( $i$ ), corrispondente al tasso di congrua di remunerazione del capitale proprio, è stato calcolato come sommatoria del *risk free rate* ( $i_1$ ) e del premio per il rischio ( $i_2$ ).

Il saggio *risk free* ( $i_1$ ), tasso di remunerazione per il puro investimento di capitale, è stato determinato, tenendo conto del rendimento atteso di un paniere di titoli di Stato (Fonte: "Rendistato al 30 settembre

---

2021”), in misura pari allo 0,261 %, nettato della componente fiscale (12,50%); pertanto,  $i_1$  è stato fatto pari allo 0,23%.

Il premio per il rischio ( $i_2$ ) è stato calcolato sulla base del *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, il quale, in termini di rischiosità, postula che il rischio totale di un’impresa sia scindibile in una componente specifica (c.d. rischio specifico) e in una componente di origine macroeconomica non diversificabile (c.d. rischio sistematico).

Il premio per il rischio, stimato con la tecnica del *CAPM*, si determina mediante la seguente relazione algebrica:

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

dove ai simboli già noti si aggiungono:

$\beta$             cioè il valore del rischio sistematico, pari al rapporto tra la covarianza fra i rendimenti dell’azienda e quelli del portafoglio di mercato (numeratore) e la varianza dei rendimenti del portafoglio di mercato stesso (denominatore). Si rammenta, infatti, che nel *CAPM* il rischio specifico dell’azienda è eliminabile mediante la diversificazione del portafoglio;

$R_m$             cioè il rendimento medio offerto dal mercato.

Da quanto detto consegue che il valore ( $R_m - i_1$ ) esprime il premio offerto dal mercato per gli investimenti aleatori.

Nel caso di specie, considerato che l’impresa oggetto delle presenti valutazioni non è quotata in Borsa, non risulta direttamente disponibile il dato relativo al coefficiente  $\beta$  dell’azienda; occorre, quindi, individuare tale coefficiente  $\beta$  in via indiretta o mediata. Si è pertanto ritenuto ragionevole approssimare il  $\beta$  della Società di cui trattasi con il  $\beta$  relativo al settore “*Real Estate (General/Diversified)*”, pari a 0,80 (Fonte: *Damodaran, New York University*).

Il premio per il rischio di mercato ( $R_m - i_1$ ) è stato fissato, avuto riguardo al rischio-paese per l’Italia, al 6,23% (Fonte: *Damodaran, New York University*, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>).

Il premio per il rischio ( $i_2$ ), calcolato con la tecnica del *CAPM*, è pari pertanto al 4,98% ( $0,80 \times 6,23\%$ ).

Alla luce delle ipotesi sopra specificate, il tasso di congrua remunerazione dell’impresa, somma del *risk free rate* e del premio per il rischio, può essere determinato, in definitiva, come segue:

$$i = i_1 + i_2 = 0,23 \% + 4,98 \% = 5,21 \%$$

È appena il caso di specificare che il tasso di attualizzazione dianzi riportato è un saggio nominale (d’inflazione) e netto (d’imposta), coerentemente con le caratteristiche dei flussi da scontare.

Il tasso di attualizzazione dei sopraredditi ( $i$ ) è stato ipotizzato pari al costo del capitale di rischio (5,21 %).

\*\*\*

La durata della correzione reddituale è stata fissata in 2 anni. In merito a tale stima si osserva quanto segue.

La durata del sovra/sotto reddito può dipendere da fattori “soggettivi” ovvero da fattori “oggettivi”. I primi attengono a caratteristiche qualitative proprie del *management* aziendale, ma non ancora incorporate nell’organizzazione; i secondi sottendono l’esistenza di beni immateriali in grado di consentire all’azienda, nel tempo, di mantenere un vantaggio competitivo nei confronti dei concorrenti di settore, ovvero, nel caso opposto, l’incapacità dell’impresa, derivante da condizioni di natura strumentale, a remunerare in

---

misura congrua il patrimonio netto rettificato in essa investito. Nel caso in cui prevalgano aspetti di natura “soggettiva”, la durata della correzione reddituale viene, convenzionalmente, limitata in un periodo temporale non superiore a 5 anni. Di converso, nell’ipotesi in cui le condizioni di sovra/sotto redditività siano connesse a fattori più strutturalmente collegati alla gestione aziendale, la durata del *goodwill/badwill* viene estesa su archi temporali più lunghi.

Nel caso di specie la durata della correzione reddituale è stata fissata in due anni, periodo di tempo che si ritiene ragionevolmente espressivo della durata dell’avviamento (*goodwill*) attribuibile all’azienda nella sua attuale configurazione, anche in considerazione dell’orizzonte temporale del contratto di locazione dell’immobile di proprietà – a quanto consta unica fonte di reddito della Società – che, ancorché in essere da alcuni anni in quanto rinnovato di anno in anno, ha un orizzonte temporale soltanto annuale.

\*\*\*

Sulla scorta degli elementi sopra determinati, la correzione reddituale risulta essere pertanto la seguente:

$$\begin{aligned} \text{C.R.} &= (R - iK^n) a_n \Gamma_i \\ \text{C.R.} &= (118.439 - (0,0521 * 694.153)) a_2 \Gamma_{5,21} \\ \text{C.R.} &= +152.527 \end{aligned}$$

In definitiva, il valore economico della correzione reddituale (*goodwill*) calcolato sulla base delle assunzioni che precedono può essere in questa sede fatto pari all’importo arrotondato di euro 152.527.

\*\*\*

Nella stima del valore del capitale economico della Immobilvalleranello, in conclusione, lo scrivente – per le ipotesi assunte e i passaggi applicativi descritti in precedenza – è pervenuto alla determinazione di:

- un patrimonio netto rettificato ( $K^n$ ) pari ad euro 694.153;
- una correzione reddituale  $[(R - i * K^n) a_n \Gamma_i]$  di segno positivo e pari, in ipotesi di durata biennale dei sovraredditi, a euro 152.527.

Applicando l’algoritmo suindicato ( $W = K^n + (R - i * K^n) a_n \Gamma_i$ ) il valore economico del capitale ( $W$ ) del compendio aziendale oggetto di stima può essere stimato in un importo arrotondato pari a euro 846.680.

Conseguentemente, in considerazione delle stime effettuate, lo scrivente ha apportato una rettifica negativa al valore contabile delle immobilizzazioni finanziarie della Gruppo Piemme Costruzioni pari a euro 353.320 (valore contabile euro 1.200.000 - valore corrente euro 846.680).

### 6.1.3 Fondi per rischi e oneri

Sono stati calcolati gli oneri fiscali latenti connessi al plusvalore delle immobilizzazioni materiali di Gruppo Piemme Costruzioni applicando l’aliquota “piena” del 28,82% (percentuale che tiene conto sia dell’Ires, nella misura del 24 per cento, che dell’Irap, in ragione dell’aliquota ordinaria vigente per il Lazio e pari al 4,82 per cento) alla rettifica positiva derivante dalla riespressione a valori correnti delle immobilizzazioni materiali (i.e. l’immobile di

Considerate le due ipotesi di stima effettuate, la rettifica in aumento del Fondo per rischi e oneri per tener conto degli oneri fiscali “latenti” può essere fatta pari a:

i) euro 721.185, nel caso di valutazione dell'immobile secondo la perizia di stima redatta dall'architetto Marta Boschiero;

ii) euro 827.877, nel caso di stima dell'immobile secondo la proposta irrevocabile d'acquisto formulata da Pat.

#### 6.1.4 La stima del patrimonio netto rettificato

Sulla base delle considerazioni espone nei precedenti paragrafi e delle analisi effettuate, il valore del Patrimonio Netto Rettificato (K') e, conseguentemente, il valore economico della Società, risulta essere pari a euro 1.441.413 (se si considera la perizia di stima dell'architetto ) oppure a euro 1.704.921 (se viene preso in considerazione il valore della proposta d'acquisto), come indicato nelle tabelle seguenti (importi in euro):

**Tabella 9.** Il Patrimonio Netto Rettificato della Gruppo Piemme Costruzioni – ipotesi N. 1 (valore di perizia arch.

Stato Patrimoniale	Valore Contabile al 31.12.2019	Rettifiche Positive	Rettifiche Negative	Valore Corrente
<b>Attivo</b>				
<b>Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti</b>				
Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti	-			-
<b>Immobilizzazioni</b>				
Immobilizzazioni immateriali	26.656			26.656
Immobilizzazioni materiali	127.422	2.502.378		2.629.800
Immobilizzazioni finanziarie	1.200.000		353.320	846.680
<b>Totale Immobilizzazioni</b>	<b>1.354.078</b>			<b>3.503.136</b>
<b>Attivo Circolante</b>				
Rimanenze	-			-
Crediti	1.043			1.043
Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	-			-
Disponibilità Liquide	3.136			3.136
<b>Totale Attivo Circolante</b>	<b>4.179</b>			<b>4.179</b>
<b>Ratei e Risconti Attivi</b>	<b>-</b>			<b>-</b>
<b>Totale Attivo</b>	<b>1.358.257</b>			<b>3.507.315</b>
<b>Passivo</b>				
<b>Fondi per rischi e oneri</b>	<b>-</b>		721.185	<b>721.185</b>
<b>TFR</b>	<b>-</b>			<b>-</b>
<b>Debiti</b>	<b>1.344.717</b>			<b>1.344.717</b>
<b>Ratei e Risconti Passivi</b>	<b>-</b>			<b>-</b>
<b>Totale Passivo</b>	<b>1.358.257</b>			<b>2.065.902</b>
<b>PATRIMONIO NETTO</b>	<b>13.540</b>	<b>2.502.378</b>	<b>1.074.505</b>	<b>1.441.413</b>

**Tabella 10.** Il Patrimonio Netto Rettificato della Gruppo Piemme Costruzioni – ipotesi N. 2 (proposta d’acquisto formulata da

Stato Patrimoniale	Valore Contabile al 31.12.2019	Rettifiche Positive	Rettifiche Negative	Valore Corrente
<b>Attivo</b>				
<b>Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti</b>				
Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti	-			-
<b>Immobilizzazioni</b>				
Immobilizzazioni immateriali	26.656,00			26.656
Immobilizzazioni materiali	127.422	2.872.578		3.000.000
Immobilizzazioni finanziarie	1.200.000		353.320	846.680
<b>Totale Immobilizzazioni</b>	<b>1.354.078</b>			<b>3.873.336</b>
<b>Attivo Circolante</b>				
Rimanenze	-			-
Crediti	1.043			1.043
Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	-			-
Disponibilità Liquide	3.136			3.136
<b>Totale Attivo Circolante</b>	<b>4.179</b>			<b>4.179</b>
<b>Ratei e Risconti Attivi</b>	<b>-</b>			<b>-</b>
<b>Totale Attivo</b>	<b>1.358.257</b>			<b>3.877.515</b>
<b>Passivo</b>				
<b>Fondi per rischi e oneri</b>	<b>-</b>		827.877	<b>827.877</b>
<b>TFR</b>	<b>-</b>			<b>-</b>
<b>Debiti</b>	<b>1.344.717</b>			<b>1.344.717</b>
<b>Ratei e Risconti Passivi</b>	<b>-</b>			<b>-</b>
<b>Totale Passivo</b>	<b>1.358.257</b>			<b>2.172.594</b>
<b>PATRIMONIO NETTO</b>	<b>13.540</b>	<b>2.872.578</b>	<b>1.181.197</b>	<b>1.704.921</b>

In sintesi, nelle due descritte ipotesi il valore economico della Gruppo Piemme Costruzioni risulta essere pari a quanto indicato di seguito (importi in euro):

**Tabella 11.** Calcolo del valore del capitale economico della Gruppo Piemme Costruzioni - ipotesi N. 1 (valore di perizia arch.

<b>Patrimonio Netto Contabile</b>	<b>13.540</b>
+ Rettifiche Positive (incremento poste attive/decremento poste passive)	2.502.378
- Rettifiche Negative (decremento poste attive/incremento poste passive)	1.074.505
<b>Patrimonio Netto Rettificato</b>	<b>1.441.413</b>

**Tabella 12.** Calcolo del valore del capitale economico della Gruppo Piemme Costruzioni - ipotesi N. 2 (proposta irrevocabile d'acquisto formulata da ...)

<b>Patrimonio Netto Contabile</b>	<b>13.540</b>
+ Rettifiche Positive (incremento poste attive/decremento poste passive)	2.872.578
- Rettifiche Negative (decremento poste attive/incremento poste passive)	1.181.197
<b>Patrimonio Netto Rettificato</b>	<b>1.704.921</b>

## **6.2. Il valore della quota di partecipazione al capitale sociale della Gruppo Piemme Costruzioni di proprietà del Fallimento n. 631/2019 di**

Ai fini della determinazione del valore della quota di partecipazione al capitale sociale della Gruppo Piemme Costruzioni di proprietà del Fallimento n. 631/2019 della ..., pari al dieci per cento del capitale sociale, è necessario applicare lo “sconto di minoranza” (che rappresenta il complemento a 1 del “premio di maggioranza”) al valore derivante dal riparto proporzionale del capitale economico aziendale.

Come è stato autorevolmente indicato *“i premi di controllo costituiscono un plus riconosciuto al valore di una partecipazione rispetto alla corrispondente frazione del capitale economico complessivo, per il semplice fatto di consentire il controllo della società.*

*Gli sconti di minoranza si concretizzano in una riduzione del valore economico pro-quota imputabile alla mancanza del potere di controllo.*

*Infine, gli sconti di mercato indicano una decurtazione del valore economico pro quota dovuta alla difficile negoziabilità della partecipazione?”.*

La Dottrina ha rilevato che *“il valore di una partecipazione minoritaria può essere determinato applicando uno sconto per «ridotti poteri» al valore pro quota del capitale economico aziendale [...]. In tali circostanze, il valore economico pro quota viene abbattuto in misura variabile tra il 25% e il 35%, per riflettere la mancanza di poteri”.*

L'applicazione di tale sconto è molto frequente nel caso di società di piccole dimensioni, come nel caso specifico, che operano in business poco appetibili per un investitore esterno e può essere suddiviso in due componenti che devono essere considerate per i titoli non negoziati in mercati organizzati: i) lo sconto di minoranza in senso stretto, connesso al nullo o esiguo valore attribuibile ai diritti amministrativi o partecipativi della quota di minoranza; ii) lo sconto per mancanza di liquidità, riconducibile alla difficile negoziabilità delle quote.

Nel caso di specie, lo scrivente ha ipotizzato l'applicazione di uno sconto di minoranza nella misura pari al 30% e di uno sconto per mancanza di liquidità pari al 5%.

Pertanto, alla luce di quanto precede, il valore economico della quota del 10% del capitale sociale della Gruppo Piemme Costruzioni detenuta dal Fallimento n. 631/2019 della ..., tenuto conto delle riduzioni sopra indicate, è risultato essere pari ad euro 93.692 (arrotondato in euro 93.500) nella prima ipotesi e ad euro 110.820 (arrotondato in euro 110.500) nella seconda.

---

## 7. Conclusioni.

La Curatela del Fallimento n. 631/2019 della \_\_\_\_\_, società a responsabilità limitata con codice fiscale, partita iva e numero di iscrizione al Registro delle Imprese presso la Camera di Commercio di Roma \_\_\_\_\_, avente sede legale in Roma (00128), in \_\_\_\_\_ dichiarata fallita dal Tribunale di Roma con la sentenza n. 662 del 1°10.2019, nell'ambito delle attività previste dal Programma di liquidazione approvato in data 12 ottobre 2020 e ravvisata l'esigenza, in tale contesto, di acquisire una stima del valore economico della partecipazione in capo al Fallimento (si v. infra), acquisito il provvedimento autorizzativo da parte del Giudice Delegato, dott. \_\_\_\_\_, ha incaricato lo scrivente dott. \_\_\_\_\_ dottore commercialista iscritto all'albo dei Dottori commercialisti e degli Esperti contabili di Roma e Revisore legale, di redigere una perizia di stima del valore economico attribuibile alla quota di partecipazione detenuta nella *Gruppo Piemme Costruzioni*, società a responsabilità limitata con codice fiscale, numero di partita iva e numero di iscrizione al Registro delle Imprese presso la Camera di Commercio di Roma \_\_\_\_\_, avente sede legale in Roma (00178), in Via Monte D'Onorio n. 33, pari al dieci per cento (10%) del capitale sociale.

Nel rinviare al corpo della presente relazione per ogni ulteriore analisi, è opportuno rammentare che, al fine di pervenire alla valutazione del valore economico di tale quota di partecipazione, è stato preliminarmente necessario provvedere alla stima del valore del capitale economico "complessivo" della Gruppo Piemme Costruzioni S.r.l., il quale – tenuto conto degli obiettivi del presente incarico e delle ipotesi e limitazioni menzionate nella presente relazione – è stato determinato sulla base del metodo patrimoniale semplice e fatto pari ad un importo di **euro 1.441.413** (ove si consideri per la stima del valore corrente dell'immobile di proprietà la perizia di stima dell'architetto \_\_\_\_\_) oppure di **euro 1.704.921** (se preso in considerazione il valore della proposta d'acquisto formulata da \_\_\_\_\_).

Di qui, il valore della quota di partecipazione al capitale sociale di Gruppo Piemme Costruzioni di proprietà del Fallimento – pari al dieci per cento del capitale sociale – è stato stimato in **euro 93.692 (arrotondato in euro 93.500) nella prima ipotesi ed in euro 110.820 (arrotondato in euro 110.500) nella seconda.**

È doveroso evidenziare che la stima in argomento fonda la determinazione del valore economico della Gruppo Piemme Costruzioni sulla base del metodo patrimoniale semplice, in seno al quale è stato possibile esprimere il valore corrente soltanto degli *asset* di rilievo della Società (i.e. l'immobile sito nel Comune di Roma, in \_\_\_\_\_), e la partecipazione totalitaria al capitale sociale della \_\_\_\_\_.

Si precisa inoltre che la predetta stima rappresenta il valore teorico di trasferimento della quota di partecipazione in parola, da non confondere con il possibile prezzo di cessione della stessa, che potrebbe essere determinato sulla base di ulteriori considerazioni e di altri elementi contingenti e soggettivi; tale valore, inoltre e come precisato nelle pagine che precedono, è stato individuato anche considerando il c.d. "sconto di minoranza", connesso al nullo o esiguo valore attribuibile ai diritti amministrativi o partecipativi della quota di minoranza, ed il c.d. "sconto per mancanza di liquidità", riconducibile alla difficile negoziabilità delle quote della società valutanda.

Infine, si ribadisce che il lavoro svolto non rappresenta una revisione o una *due diligence* della contabilità del compendio aziendale oggetto di valutazione, in quanto – come più volte detto nel corso dell'elaborato – si fonda esclusivamente sui documenti e sulle informazioni messi a disposizione dello scrivente da parte della Curatela committente.

Lo scrivente, pur avendo svolto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, non risponde della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività dei documenti, dati e informazioni messi a disposizione.

\* \* \*



---

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

Roma, lì 11 novembre 2021

La presente relazione si compone di n. 24 pagine numerate, oltre copertina.