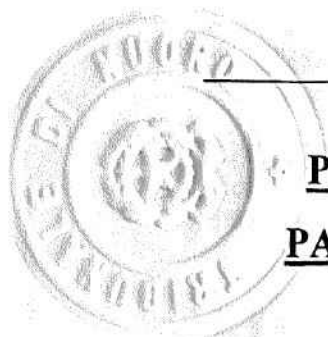




TRIBUNALE DI PISA

Sezione Fallimentare

Fallimento n. 2/2024



PERIZIA DI VALUTAZIONE DELLA QUOTA DI PARTECIPAZIONE DETENUTA IN VILLE URBANE SPA

Pisa, 22 agosto 2025

Giudice Delegato

Dott. Marco Zinna

Curatori

Prof. Avv. Vincenzo Pinto

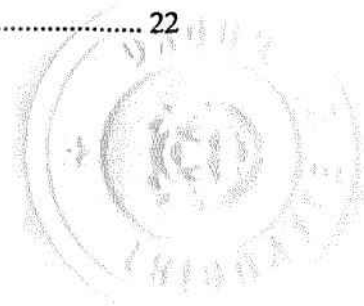
Dott. Maurizio Rubbini

Il Professionista incaricato:

Dott. Francesco Morelli

Sommario

1. La premessa	3
2. La società Ville Urbane SpA	3
3. La documentazione utilizzata	7
4. I metodi di valutazione del capitale economico	7
4.1. Il metodo di valutazione concretamente adottato.....	10
5. La valutazione della partecipazione.....	12
5.1. Il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento	12
5.2. Il metodo reddituale complesso	17
5.3. La valutazione del pacchetto azionario detenuto da	21
6. Le conclusioni	22
Allegati:	22



1. La premessa

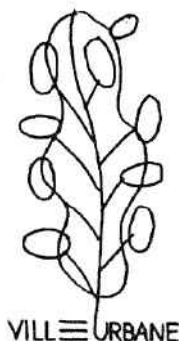
Il Prof. Avv. Vincenzo Pinto, con studio in Pisa (Pi), Lungarno Buozzi n. 3, e il Dott. Maurizio Rubbini, con studio in San Giuliano Terme (Pi), Via Luigi Alamanni Lotto D2 n. 5/A, in qualità di Curatori della società

in data 7 agosto 2024 hanno avanzato presso il Tribunale di Pisa istanza finalizzata alla nomina di un esperto ai fini della stima del valore dell'azienda nel suo complesso, ivi compresa la partecipazione detenuta dalla in Ville Urbane SpA,

Con provvedimento del 22 agosto 2024, l'Ill.mo Sig. Giudice Delegato Dott. Marco Zinna autorizzava la nomina dello scrivente, Dott. Francesco Morelli, con iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed nonché al Registro dei Revisori Legali dei Conti al n. 167957, nonché all'Albo dei Consulenti del Lavoro di Pisa al n. 453, conferendo l'incarico professionale finalizzato al processo di valutazione dell'azienda nel suo complesso, oltre che delle partecipazioni dalla stessa detenute in Ville Urbane SpA. Srl.

Ai fini del presente elaborato, il sottoscritto dichiara, altresì, di essere indipendente rispetto alla vicenda oggetto di valutazione ed alle società ivi coinvolte, nonché di non avere alcun interesse, diretto od indiretto, in eventuali operazioni riguardanti le medesime.

2. La società Ville Urbane SpA



Ville Urbane SpA, meglio identificata in premessa, è stata costituita in data 23 marzo 2007 ed ha, da sempre, operato nel settore edile delle costruzioni immobiliari. La società, così come risulta dalla visura camerale, ha per oggetto sociale *"l'attività di promozione e sviluppo di iniziative immobiliari e quindi la costruzione e ristrutturazione di fabbricati di qualsiasi genere e destinazione, l'attività edile in genere, il commercio di fabbricati e terreni di qualsiasi genere e destinazione"*.

Alla data di redazione del presente elaborato, la società è dotata di un capitale sociale pari ad euro 2.000.000,00, suddiviso in n. 20.000 azioni dal valore nominale di euro 100,00 ciascuna, interamente sottoscritto e versato, ripartito tra i soci, come segue: i)

titolare di un pacchetto azionario pari a nominali euro 1.700.000,00 che rappresenta l'85,00% del capitale sociale; Srl, titolare di un pacchetto azionario pari a nominali euro 300.000,00 che rappresenta il restante 15,00% del capitale sociale.

Come meglio si dirà nel prosieguo, la società in parola è stata costituita per attuare l'operazione di acquisto e riqualificazione dell'area ex Saint Gobain ovest in Pisa. A tale scopo nel 2007 (Atto costitutivo ai rogiti del Notaio registrato a Firenze in data 5 aprile 2007,

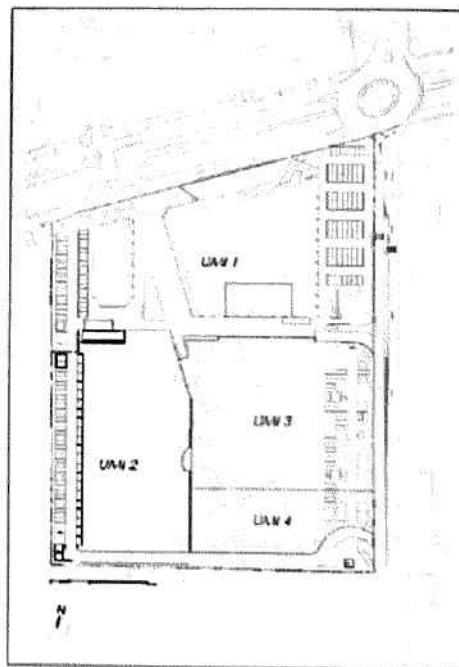
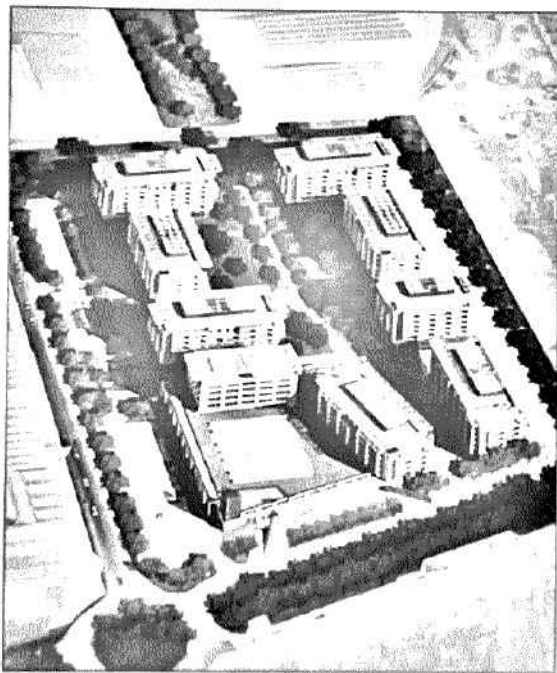
hanno costituito Ville Urbane Srl, che ha acquistato le aree in Pisa (Pi) con l'obiettivo di curarne la trasformazione e riqualificazione. Al momento della costituzione le quote di partecipazione erano le seguenti: i) CMSA 74,50%, i)

██████████ 19,00%, i) ██████████ 4,50%, i) ██████████ 1,00%, i) ██████████ 1,00%. In data 29 aprile 2001 (atto ai rogiti del Notaio ██████████ registrato a Pistoia il 6 maggio 2011), i soci hanno deliberato la trasformazione di forma giuridica nell'attuale SpA. Successivamente, tra il dicembre 2011 ed il marzo 2012, terminato il mandato di promotori dell'iniziativa, i Consorzi sono usciti dalla compagine societaria e le loro quote di partecipazione, insieme ai crediti e ai diritti commerciali di loro spettanza, sono state rilevate da ██████████. A seguito di queste variazioni, oltre ad ulteriori trasferimenti di azioni dal socio ██████████ le quote di partecipazione nell'aprile 2012 sono divenute le seguenti: i) ██████████ 79,50%, i) ██████████ 11,00%, i) ██████████ 9,50%. Nel 2019, dichiarato il fallimento della ██████████ le relative quote di partecipazione sono state acquisite da ██████████. Per effetto di detta acquisizione, la compagine sociale ha assunto l'ordine configurazione.

Circa l'organo amministrativo, alla data di redazione del presente elaborato, lo stesso è rappresentato da un Consiglio di Amministrazione costituito come segue: ██████████ in qualità di Presidente del CdA, ██████████ in qualità di Vice-Presidente del CdA, ██████████ in qualità di Consigliere, ██████████ in qualità di Consigliere ██████████ in qualità di Consiglieri.

La società è, inoltre, dotata di un Collegio Sindacale con funzione di revisione legale dei conti, costituito dal ██████████ in qualità di Presidente ██████████ in qualità di Sindaco effettivo ██████████ in qualità di Sindaco effettivo, ██████████ in qualità di Sindaco supplente e ██████████ in qualità di Sindaco supplente.

In termini maggiormente specifici, l'attività produttiva della società – sin dalla sua costituzione – si è incentrata sul progetto di riqualificazione e trasformazione dell'area ██████████, posta in ██████████. Come detto, l'intervento si è inserito nell'ambito del più ampio piano di trasformazione di detta area, posta in adiacenza al centro storico, a sud dell'Arno. E ciò, a seguito del potenziamento e della riqualificazione dell'attività industriale esistente, attuati da ██████████ con il trasferimento della produzione di stratificati nell'area est dello stabilimento e l'abbandono degli immobili che ricadono nell'area





ovest, è nato il progetto finalizzato al ridisegno urbano.

Come da figura riportata sopra (anche se il progetto iniziale ha subito alcune varianti), il progetto complessivo in parola prevede la realizzazione di quattro aree denominate UMI 1, UMI 2, UMI 3 e UMI 4. In particolare, la UMI 1 rappresenta la porzione d'area su cui nel dicembre 2013 sono stati completati gli interventi edilizi previsti (realizzazione di n. 2 strutture commerciali, n. 25 uffici e n. 88 residenze, oltre a locali adibiti a cantine, posti auto, autorimesse e locali tecnici dislocati su due piani interrati, per complessivi 13.700 mq circa di superficie utile lorda, oltre a superfici accessorie). Le UMI 2, 3 e 4 rappresentano invece le porzioni d'area su cui deve ancora essere avviata la realizzazione degli interventi edilizi previsti per complessivi circa 21.830 mq di superficie utile lorda, oltre a superfici accessorie.

Come si evince dal Bilancio CEE 2024 della società (pag. 16), al 31 dicembre 2024, la società risultava proprietaria delle seguenti UMI (contabilizzate nella voce relativa alle rimanenze per complessivi euro 11.219.195,54). In dettaglio:

- Area Saint Gobain Porzione Nord - UMI 1 (fabbricati a destinazione residenziale e direzionale) per euro 2.181.095,19. Con riferimento alla UMI 1 residuano al 31 dicembre 2024 n. 7 unità adibite ad ufficio, un'unità residenziale oggetto di cessione nel mese di febbraio del 2025 oltre che ad alcune cantine e box auto, alcune delle quali oggetto di cessione nei primi mesi del 2025;
- Area Saint Gobain Porzione Nord - UMI 3 e 4 per euro 9.038.100,35.

Nel corso del 2024 si è invece perfezionata l'operazione relativa alla UMI 2 che ha consentito il realizzo al prezzo di euro 4.700.000,00 oltre alla transazione sul debito finanziario.

Al fine di acquisire una maggiore consapevolezza della situazione economico-patrimoniale, relativamente agli ultimi anni, lo scrivente ha ritenuto opportuno dapprima riportare le principali voci dei Bilanci CEE degli ultimi anni formalmente approvati dall'Assemblea dei Soci, per poi procedere ad elaborare un sintetico commento all'andamento aziendale corredato dalle principali metodologie di analisi di bilancio.

Conto economico	2024	2023	2022	2021	2020
Ricavi operativi	4.875.602	2.191.528	2.576.447	1.870.849	1.887.296
Variazione delle rimanenze di prodotti	(5.735.942)	(2.048.064)	(2.163.441)	(1.174.925)	(1.340.566)
Altri ricavi e proventi	8.395	29.686	6.295	3.599	221.213
Totale valore della produzione	(851.945)	173.150	419.301	699.523	767.943
Totale costi della produzione	1.564.933	386.746	391.652	554.744	414.119
Costo per acquisti	7.072		473	1.285	1.396
Costo per servizi	1.370.758	256.477	237.656	382.530	226.967
Costo del personale			20	149	146
Oneri diversi di gestione	185.605	120.827	141.036	158.990	172.409
Margine operativo lordo (EBITDA)	(2.415.380)	(204.154)	40.116	156.569	367.025
Ammortamenti e svalutazioni	1.498	9.442	12.467	11.790	13.201
Risultato operativo (EBIT)	(2.416.878)	(213.596)	27.649	144.779	353.824
Proventi e oneri finanziari	2.429.505	(672.350)	(443.034)	(420.350)	(488.580)
Risultato prima delle imposte	12.627	(885.946)	(415.385)	(275.571)	(134.756)
Imposte sul reddito d'esercizio	24.131	(300)	33.201	56.851	89.160
Utile (Perdita) dell'esercizio	(11.504)	(885.646)	(448.586)	(332.422)	(223.916)
Flusso di cassa	(10.006)	(876.204)	(436.119)	(320.632)	(210.715)
Stato patrimoniale: Attivo	2024	2023	2022	2021	2020
Immobilizzazioni immateriali	5.483	6.981	16.423	28.890	40.681
Totale immobilizzazioni	5.483	6.981	16.423	28.890	40.681
Totale rimanenze	11.219.195	16.955.137	19.003.201	21.166.642	22.341.567
Totale crediti	164.699	481.436	148.951	197.032	394.229
Crediti entro 12 mesi	164.699	481.436	148.951	197.032	394.229
di cui verso clienti nei 12 mesi	16.874				
Totale disponibilità liquide	1.610.434	819.866	1.135.067	795.767	346.047
Totale attivo circolante	12.994.328	18.256.439	20.287.219	22.159.441	23.081.843
Ratei e risconti attivi	11.173	12.534	11.031	12.673	16.651
Totale attivo	13.010.984	18.275.954	20.314.673	22.201.004	23.139.175

Stato patrimoniale: Passivo					
	2024	2023	2022	2021	2020
Patrimonio netto	1.989.228	850.732	1.003.378	1.451.964	1.784.386
Capitale Sociale	2.000.000	2.000.000	1.267.000	2.000.000	2.000.000
Altre riserve	732	184.964	184.964	1.800.000	1.800.000
Utile (Perdita) dell'esercizio	(11.504)	(885.646)	(448.586)	(332.422)	(223.916)
Fondi per rischi ed oneri		108.782	108.782	139.000	11.000
Totale debiti	10.998.663	17.287.010	19.161.250	20.549.015	21.262.201
Debiti entro 12 mesi	8.753.757	8.823.455	9.277.987	9.116.778	8.629.139
di cui verso fornitori	3.853.879				
di cui verso banche	83.017				
Debiti oltre i 12 mesi	2.244.906	8.463.555	9.883.263	11.432.237	12.633.062
di cui verso banche	444.906				
Altri debiti	48.471	13.098	69.666	163.040	151.039
Ratei e risconti passivi	23.093	29.430	41.263	61.025	81.588
Totale passivo	13.010.984	18.275.954	20.314.673	22.201.004	23.139.175
Indici di sviluppo					
	2024	2023	2022	2021	2020
Variazione dei ricavi (%)	122,47	(14,93)	37,71	(0,87)	(19,48)
Variazione valore della produzione (%)	(592,02)	(58,70)	(40,05)	(8,90)	54,73
Variazione dell'attivo (%)	(28,80)	(10,03)	(8,49)	(4,05)	(5,80)
Variazione del patrimonio netto (%)	133,82	(15,21)	(30,89)	(18,62)	36,38
Indici di redditività					
	2024	2023	2022	2021	2020
R.O.S. (Return On Sales) (%)	283,68	(123,35)	6,59	20,69	46,07
R.O.I. (Return On Investment) (%)	(18,57)	(1,16)	0,13	0,65	1,52
R.O.E. (Return on equity) (%)	(0,57)	(104,10)	(44,70)	(22,89)	(12,54)
Indici di liquidità					
	2024	2023	2022	2021	2020
Indice di disponibilità (Current Ratio) %	148,17	206,36	217,80	241,58	265,17
Indice di liquidità immediata (Acid test) %	20,35	14,84	13,89	10,95	8,68
Tempo medio di incasso (gg)	1,26	49,95	1,85	3,23	47,11
Tempo medio di pagamento (gg)	1.020,92	4.272,69	4.501,52	2.658,10	4.370,60
Indici di solvibilità					
	2024	2023	2022	2021	2020
P.F.N. (Posizione Finanziaria Netta)	4.459.684	13.446.364	15.001.148	16.788.827	17.950.407
EBITDA Margin (%)	n.d.	(117,91)	9,57	22,38	47,79
EBIT Margin (%)	n.d.	(123,36)	6,59	20,70	46,07

Come si nota e come risulta dagli atti societari, la perdita realizzata nel 2023 – i cui motivi vengono imputati dal CdA all'eccessiva onerosità dei finanziamenti bancari, delle imposte e contributi e del sostanziale pareggio dei margini derivanti dalle vendite nell'anno delle unità immobiliari della UMI 1 – unitamente alle precedenti perdite portate a nuovo, hanno determinato la riduzione del capitale sociale di oltre un terzo, tant'è che nel corso del 2024 i soci hanno rinunciato ai finanziamenti infruttiferi per riportare il capitale sociale al valore di euro 2.000.000,00. La perdita – ben più modica – nel 2024 è invece da imputarsi prevalentemente alla differenza negativa tra il prezzo di vendita della UMI 2 rispetto al relativo valore di carico nelle rimanenze, mitigato dalla differenza positiva per effetto della transazione dell'originario debito finanziario. In definitiva, sia l'organo amministrativo che l'organo di controllo, concludono circa la sussistenza dei presupposti della continuità aziendale che comunque dipenderà in ottica prospettica ovviamente dalla modalità di gestione delle rimanenze ancora in carico.

Negli anni oggetto di analisi, la società ha costantemente realizzato un andamento economico non propriamente positivo, seppur il reddito operativo abbia assunto valori negativi solo dal 2023. Patrimonialmente, può rilevarsi una situazione caratterizzata da una contrazione dell'esposizione debitoria complessiva negli ultimi anni a motivo appunto della collocazione sul mercato della UMI 1; parallelamente deve comunque rilevarsi la presenza di consistenti passività a breve volte a finanziare investimenti che nella sostanza hanno un tempo di rientro in forma liquidità a m/l.

In conclusione, per quanto è dato conoscere allo scrivente (Bilanci CEE ed altra documentazione citata nell'apposito paragrafo), il complesso dei dati sopra esposti consente di qualificare Ville Urbane SpA come un'entità aziendale le cui prospettive di continuità dipendono sensibilmente dai piani di sviluppo e realizzo delle UMI residue, che devono essere in grado di garantire marginalità future tali da remunerare il complesso degli investimenti passati, presenti e futuri.

Sul punto, pertanto, ai fini della presente perizia di stima si renderà necessario effettuare una disamina delle prospettive di sviluppo delle sopra richiamate UMI 3 e 4, giacché appunto il valore della società dipende in larga misura dalle prospettive riconducibili a tali beni aziendali.

3. La documentazione utilizzata

Al fine di adempiere all'incarico in questione, è stata esaminata in particolare ma non solo, la documentazione di seguito elencata:

- visura camerale storica;
- statuto della società;
- bilanci CEE relativi agli esercizi 2018, 2019, 2020, 2021, 2022, 2023 e 2024;
- situazioni economico-patrimoniali di dettaglio relative agli anni 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 e 2023;
- saldi clienti e fornitori relativi agli anni 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 e 2023;
- situazione economico-patrimoniale di dettaglio al 30 giugno 2025;
- situazione economico-patrimoniale di dettaglio al 31 agosto 2024 non corredata di scritture di assestamento;
- Centrale dei Rischi di Banca d'Italia al 31 agosto 2024;
- contratto di locazione in essere col Sig. Iacopo Zanon e relativa proposta irrevocabile di acquisto;
- libro degli Inventari relativo al 2020, 2021 e 2022;
- libro cespiti ammortizzabili al 31 dicembre 2023 e 31 luglio 2024;
- partitari contabili dal 1 gennaio 2021 al 31 agosto 2024;
- certificato dei carichi pendenti rilasciato dalla competente Agenzia delle Entrate in data 28 febbraio 2024;
- registri Iva 2021, 2022, 2023 e 2024 sino a settembre;
- visura catastale al 6 agosto 2025;
- perizia di stima redatta dall'Ing. Marco Iacovissi;
- "Progetto VU Modello Finanziario" del 16 ottobre 2024 redatto dalla società.

Lo scrivente ha poi intrattenuto diversa corrispondenza con i referenti aziendali, nonché si è tenuta una call esplicativa con [REDACTED] incaricato dalla società circa la redazione del paper "Progetto VU Modello Finanziario".

La documentazione utilizzata ritenuta di evidente impatto informativo utile per il lettore, viene allegata al presente elaborato e richiamata di volta in volta. Il complesso della documentazione di supporto è comunque conservato e disponibile presso lo studio dello scrivente.

Ove fosse ritenuto utile o necessario, potrà essere messo a disposizione degli organi della procedura anche il foglio elettronico elaborato in ambiente Excel che supporta, sul piano quantitativo, la presente relazione.

4. I metodi di valutazione del capitale economico

La stima del valore economico delle partecipazioni ha da sempre suscitato un forte interesse sia nella dottrina che nella pratica professionale, in quanto tale valore può discostarsi anche sensibilmente da quello attribuibile al capitale della società partecipata, considerato in proporzione alla percentuale di partecipazione.

Il processo valutativo presenta infatti alcune peculiarità tali da richiedere un sistema di criteri e deduzioni logiche diverse da quelle richieste per la valutazione dell'azienda nel suo complesso.

Infatti, il valore della partecipazione, oltre a dover considerare la "tipologia di partecipazione" (totalitaria e non totalitaria), è fortemente influenzato anche dalla dimensione della partecipazione trasferita (di controllo o di minoranza) e dalle prerogative (o meno) che tale pacchetto assegna all'acquirente e/o al cedente. In quest'ultimo caso, in particolare, è prassi comune attribuire al valore della partecipazione scambiata un premio aggiuntivo cosiddetto "di maggioranza" o "di controllo", ovvero uno sconto di minoranza. In termini generali, dottrina e prassi sottolineano che la componente patrimoniale dell'unità produttiva – azienda o ramo d'azienda – deve essere intesa alla stregua del "capitale economico", quale misura globale in grado di esprimere il valore del complesso aziendale - e quindi anche della partecipazione - nella sua compiuta sistematicità. Come è noto, l'esperto dovrà basare il processo di stima su tre fondamentali principi: *la razionalità, l'obiettività e la generalità*. Il principio di razionalità esige che il procedimento tecnico debba essere supportato da un'adeguata elaborazione teorica. L'obiettività è il naturale compendio alla razionalità formale: ovvero il metodo deve rendersi utilmente applicabile alla specifica realtà operativa. Infine, il principio di generalità impone che la procedura di valutazione prescindano dai particolari interessi delle parti coinvolte.

Ciò posto, i metodi di valutazione di più frequente impiego sono i seguenti:

- *metodi basati su grandezze stock*: detti patrimoniali;
- *metodi basati su grandezze flusso*: detti reddituali e finanziari;
- *metodi misti*: combinano opportunamente gli elementi precedenti;
- *metodi desunti dal mercato*: detti anche diretti.

I **metodi patrimoniali** indicano il complesso delle risorse finanziarie necessarie per un investimento patrimoniale identico a quello da valutare. Pertanto, la stima verrà effettuata per via analitica, a valori correnti di sostituzione.

Tale metodologia può sintetizzarsi come segue:

$$W = K'$$

dove W esprime il valore dell'investimento sottoposto a stima e K' rappresenta l'investimento, dunque il valore delle attività al netto delle relative passività, rettificato a valori correnti. Tale metodo, che si adatta soprattutto ai casi in cui la dimensione patrimoniale assume un rilievo prevalente, prescinde tuttavia dall'aspetto della valutazione agli elementi patrimoniali immateriali non contabilizzati. Per questo motivo, in dottrina, oltre ai metodi patrimoniali "puri", si sono sviluppati i cosiddetti "metodi patrimoniali complessi", i quali considerano anche gli elementi patrimoniali immateriali che spesso non trovano adeguata rappresentazione nell'ambito del bilancio di esercizio.

Ciononostante, i metodi di carattere patrimoniale, sia puri, sia complessi, presentano il limite di trascurare l'aspetto della redditività attesa dall'investimento. Si ipotizza, cioè, che tale variabile sia "neutrale" per l'investitore e che la combinazione produttiva garantisca risultati economici in linea con le condizioni di mercato.

Il **metodo reddituale**, al contrario, si basa proprio sul presupposto per cui l'investimento produttivo deve, ipoteticamente, garantire nel tempo soddisfacenti livelli di redditività.

In tal caso, il valore dell'investimento deriva dalla sua capacità di produrre, nell'ambito di un dato intervallo temporale, un flusso di reddito considerato appagante dal soggetto economico. L'approccio reddituale, nella sua formula elementare, si basa quindi sul valore attuale dei presumibili redditi futuri. In simboli:

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

dove W rappresenta il valore dell'investimento, R il reddito atteso ed i il tasso di attualizzazione impiegato.

Con riferimento ad un determinato arco temporale, il valore sarà dato da:

$$W = R_1(1+i)^{-1} + R_2(1+i)^{-2} + \dots + R_n(1+i)^{-n}$$

Il metodo reddituale è apprezzato per l'indubbia validità del principio generale su cui si fonda: l'investimento è finalizzato alla generazione di un certo reddito e, coerentemente, viene valutato in base al suo presunto grado di economicità prospettica. D'altra parte, non possono sottacersi le difficoltà e le incertezze che si riscontrano sul piano operativo, tra l'altro con riferimento all'entità del reddito futuro ed al livello del tasso di attualizzazione.

Il **metodo finanziario** analizza, dal punto di vista dell'acquirente, le peculiari caratteristiche del ciclo finanziario dell'investimento. Infatti, chi compra immagina di percepire una serie di flussi finanziari costituiti dai dividendi futuri e dall'eventuale plusvalore realizzato in sede di cessione dell'organismo aziendale.

In simboli:

$$W = F_1(1+i)^{-1} + \dots + F_n(1+i)^{-n} + P_n(1+i)^{-n}$$

dove W è il valore dell'investimento, F_1 ed F_n sono i flussi finanziari futuri dati dai dividendi relativi agli anni da 1 a n , P_n è il flusso finanziario derivante dall'ipotetico plusvalore ritraibile in sede di cessione.

A fronte dell'indubbio rigore concettuale, il suddetto metodo appalesa non lievi incertezze applicative. Basti pensare alle difficoltà per la stima dei flussi finanziari futuri (F), della durata dell'investimento (n), del prezzo di cessione al tempo n (P_n), nonché del tasso di attualizzazione (i).

Al fine di ovviare ai limiti evidenziati in rapporto a tali metodologie, in dottrina si sono sempre più affermati i **metodi misti**, che integrano e combinano i punti di forza dei metodi precedentemente esaminati. Tra questi, quello più diffuso, seppure con molteplici varianti, è quello rappresentato dal metodo misto con stima autonoma dell'avviamento: il valore economico dell'unità produttiva viene individuato in funzione della somma algebrica tra la struttura patrimoniale espressa a valori correnti e la misura dell'avviamento, calcolato in via analitica.

In simboli:

$$W = K' + (R - i'K')a_{n-1}$$

dove il primo addendo si riferisce alla componente patrimoniale dell'unità produttiva ed il secondo addendo si riferisce al presunto valore avviamentale. Tale ultima componente viene riconosciuta sotto la forma di "premio" soltanto laddove l'imprenditore riesca ad organizzare il complesso produttivo in modo da realizzare performance economiche superiori ai livelli considerati normali (il cosiddetto "sovrareddito"). Ove, al contrario, l'azienda generi flussi economici inferiori ai valori medi di mercato, il valore economico-aziendale verrà proporzionalmente ridotto.

Infine, occorre far menzione ai cosiddetti **metodi diretti**. Essi si fondano su grandezze significative desunte dal mercato di riferimento, avendo riguardo all'eventuale quotazione dell'azienda nell'ambito di mercati regolamentati.

Più precisamente, in caso di quotazione, la stima deve basarsi sul prezzo di mercato dei relativi titoli azionari.

In simboli:

$$W = \sum_{i=1}^n P(i) * n(i)$$

dove $P(i)$ è il valore di mercato della data tipologia di azione e $n(i)$ è il numero complessivo di azioni.

Diversamente, nel caso in cui l'azienda non sia sottoposta a quotazione, occorrerà considerare un campione di aziende similari, per caratteristiche strutturali ed operative, a quella da valutare. Poiché presumibilmente non tutte le aziende individuate saranno "ugualmente simili" a quella da valutare, si utilizzeranno pesi di ponderazione per attribuire minore o maggiore rilevanza alle diverse valutazioni nel calcolo della media.

I metodi diretti possono fondarsi anche su moltiplicatori empirici: uno tra i più conosciuti ed utilizzati nella prassi è il c.d. *equity approach to valuation* che arriva a definire il valore del capitale economico in via diretta ed immediata, basandosi sul prezzo di mercato di aziende similari, rapportato con grandezze economiche dell'azienda. In simboli:

$$W = (P/K)_s * k_i$$

dove $(P/K)_s$ rappresenta il moltiplicatore di mercato, P è il prezzo di mercato di imprese similari e K è il parametro utilizzato per l'azienda valutanda (e quindi, a seconda delle scelte, l'utile, il *cash flow*, il fatturato etc).

Una volta noto il moltiplicatore di mercato sarà agevole attribuire il valore al capitale economico dell'azienda valutata: basterà calcolare il prodotto tra il moltiplicatore di mercato ed il parametro di riferimento, definito con riferimento all'azienda valutata.

Spesso tali metodi sono estremamente semplici e derivano direttamente dal mercato, esprimendo di conseguenza un'indicazione abbastanza precisa della domanda e dell'offerta di aziende in un determinato settore. Trattandosi quindi di metodologie semplici, non razionali e prive di riconoscimento formale da parte di esperti e di teorici, per una corretta applicazione di detti metodi è preferibile il loro utilizzo all'interno di un altro metodo valutativo "classico" riconosciuto dalla dottrina, al fine di aumentarne l'affidabilità.

4.1. Il metodo di valutazione concretamente adottato

Prima di definire il criterio di stima da applicare alle fattispecie oggetto di indagine, si ritiene opportuno ribadire che, lo scopo del presente elaborato peritale, consiste nella valutazione delle quote societarie che la società Braccianti Edilizia Srl detiene nella Ville Urbane SPA.

Ad avviso di chi scrive, il metodo di valutazione del capitale economico - e quindi della partecipazione - che può adattarsi alla fattispecie indagata è il **metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento**, in quanto incentrato sulla stima del valore fondatamente attribuibile all'azienda sia della componente patrimoniale (quindi del valore dei singoli elementi patrimoniali), sia della componente economica (quindi dei flussi reddituali attesi).

In considerazione di quanto precede, nel prosieguo della trattazione, verrà approfondita l'analisi di ciascuna delle componenti che si rendono necessarie per l'applicazione del metodo misto con stima autonoma dell'avviamento, quale metodo che meglio è in grado di consentire la stima del valore del capitale economico delle società oggetto di valutazione.

In conclusione, si è ritenuto di prendere le mosse dall'adozione del citato metodo in quanto ritenuto maggiormente in armonia con i basilari principi di *razionalità, obiettività e generalità*.

Si riporta di seguito la formula prevista del metodo di valutazione adottato (metodo misto economico-patrimoniale con stima autonoma dell'avviamento):

$$W = K' + (R - i'K')a_n \cdot \gamma_i$$

dove il primo addendo si riferisce alla componente patrimoniale dell'unità produttiva ed il secondo addendo si riferisce al presunto valore avviamentale.

Circa la prima componente (K' , ossia il cosiddetto patrimonio netto rettificato) si tratta di ri-esprimere le componenti patrimoniali attive al valore corrente di sostituzione e le componenti patrimoniali passive al loro valore di estinzione.

Circa invece la componente avviamentale, questa viene riconosciuta sotto la forma di "premio" soltanto laddove l'imprenditore riesca ad organizzare il complesso produttivo in modo da realizzare performance economiche superiori ai livelli considerati normali (il cosiddetto "sovrareddito"). Ove, al contrario, l'azienda generi flussi economici inferiori ai valori medi di mercato, il valore economico-aziendale verrà proporzionalmente ridotto.

Tuttavia, deve rilevarsi sin da adesso che, nonostante il metodo in parola sia il metodo che solitamente viene preferito per valutazioni analoghe a quella oggetto del presente elaborato, detto metodo non può trovare concreta applicazione al caso di specie. A ben guardare, infatti, come sarà sviluppato per meglio nel prossimo paragrafo, il processo di stima relativo al primo addendo della formula conduce ad un valore marcatamente negativo attribuibile al patrimonio netto rettificato. In tali contesti, pertanto, come sostenuto dalla prassi professionale, il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento perde di validità. Infatti, ci si viene a trovare nel caso di specie *"quando il patrimonio rettificato dell'azienda, a seguito degli interventi di revisione e di riespressione del valore, sia sostanzialmente nullo, perchè le compensazioni tra aggregati di poste attive e passive hanno espresso, nel loro esito finale, risultanze di entità patrimoniali trascurabili o insignificanti. L'approccio viene a perdere di funzione valutativa, perchè non si profilano flussi di sovrareddittività, ma soltanto flussi di redditualità, sicché l'espressione di valore che se ne ottiene coincide con una classica attualizzazione di flussi economici, ricavabile dall'adozione del metodo reddituale. L'assenza, in altri termini, di uno dei due addendi primari della formula di riferimento, rispettivamente quando $R=0$ e $K'=0$, non configura alcun differenziale di reddito, il quale scaturisce proprio dal porre a confronto R e K' , sicché l'inesistere di uno dei due rende inane il modello misto, facendogli perdere la sua validità sul piano valutativo"* (Balducci La valutazione delle aziende, pag. 65).

In ragione delle determinazioni sopra riportate si è dunque ritenuto di adottare il metodo reddituale, che si fonda sul presupposto per cui l'azienda viene assimilata ad un complesso di beni coordinato e finalizzato dal soggetto economico al fine di garantire un risultato economico giudicato soddisfacente. Secondo questo approccio, pertanto, la combinazione produttiva vedrà assegnarsi valore in proporzione alla propria capacità di conseguire flussi di reddito, da destinare – dopo aver adeguatamente compensato i diversi fattori produttivi – alla remunerazione del capitale investito a titolo di rischio.

Il cosiddetto **metodo reddituale complesso** si propone quindi di valutare l'azienda tenendo conto analiticamente dei risultati attesi, anno per anno, con riferimento ad un determinato arco di tempo. Oltre tale limite, si prospetta una performance annua stabilizzata (che nel caso di specie sarà nulla giacché ultimate le UMI da sviluppare).

Il calcolo è formalizzato nella seguente espressione:

$$W = R_1(1+i)^1 + R_2(1+i)^2 + \dots + R_m(1+i)^m + [R_{st}(1+i)^m]/i$$

dove:

- W è il valore stimato dell'azienda;
- $R_1, R_2, \dots, R_m$ sono i redditi attesi negli esercizi 1, 2, ..., m ;
- R_{st} è il reddito stabilizzato atteso a partire dall'esercizio $m+1$.

5. La valutazione della partecipazione

Chi scrive ritiene opportuno effettuare una doverosa premessa, concernente il complesso dei riscontri ed accertamenti effettuati nell'ambito del presente processo di stima.

Deve precisarsi infatti che lo scrivente ha espresso le proprie valutazioni sulla base del complesso della documentazione messa a disposizione della società, in ordine alla quale il sottoscritto non ha posto in essere una revisione delle informazioni messe a disposizione, ritenendo la base documentale di partenza documenti attendibili. E ciò, e ancor più vero in ordine ai bilanci CEE, la cui veridicità e correttezza è già stata accertata nelle opportune sedi dagli organi sociali richiamati nei bilanci CEE formalmente approvati dall'Assemblea dei Soci e pubblicati presso il Registro delle Imprese. I bilanci, come è naturale, hanno subito un processo di controllo dal collegio sindacale incaricato della funzione di revisione legale, il quale ha rilasciato le proprie relazioni con giudizi non negativi.

Oltre a ciò, si premette altresì che, in considerazione del fatto che l'ultima base documentale messa a disposizione è ascrivibile al Bilancio CEE relativo al 2024, nonché una situazione contabile infraperiodale al 30 giugno 2025, lo scrivente ha ritenuto di individuare i valori di stima della partecipazione alla data temporale del 30 giugno 2025, anche in considerazione della attuale particolare fase della vita aziendale non caratterizzata da una frenetica dinamicità tale da far emergere quotidiane oscillazioni di valore. Si è poi riscontrato che successivamente a tale data non si siano verificati eventi di una significatività tale da stravolgere detta stima. Di talché le considerazioni espresse nel prosieguo possono considerarsi – con le dovute cautele prudenziali, giacché lo scrivente non ha avuto accesso a dati contabili più recenti – temporalmente attuali¹.

Come detto poc'anzi, si procederà dapprima all'approccio del metodo misto con stima autonoma dell'avviamento, salvo passare, in un secondo momento, al metodo reddituale complesso.

5.1. Il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento

Il patrimonio netto rettificato

In linea con il criterio di valutazione in parola, si procederà, per gli elementi patrimoniali rientranti nel complesso aziendale, alla stima del valore corrente di sostituzione per le attività ed alla stima del valore di estinzione per le passività della situazione contabile messa a disposizione dello scrivente alla data del 30 giugno 2025.

¹ Nello specifico, lo scrivente ha verificato presso il Registro Imprese che dal 30 giugno 2025 alla data odierna non siano state compiute operazioni di carattere straordinario (es. fusioni, scissioni, trasformazioni, compravendite d'azienda, etc.) che possano stravolgere le stime. Si è comunque tenuto conto – e ciò soprattutto nell'ottica della stima delle componenti prospettiche – degli accadimenti di natura commerciali avvenuti nel corso del 2025.

Attivo SP al 30 giugno 2025	Valori contabili
Imm ni imm li - oneri mutuo	2.992
Imm ni mat - macchine elettroniche	-
Magazzino - UMI 1	1.900.640
Magazzino - UMI 3 e 4	9.054.000
Crediti verso clienti	8.757
Crediti erariali	48.672
Crediti commerciali verso altri	150.972
Liquidità	427.623
Risconti attivi	1.227
Totale attivo	11.594.883
Passivo SP al 30 giugno 2025	Valori contabili
Pnc	1.900.260
Finanziamento soci	3.821.445
Debiti verso banche	376.460
Debiti verso altri finanziatori	1.800.000
Debiti verso fornitori e fatture da ricevere	3.654.791
Debiti tributari	23.948
Altri debiti	25
Ratei passivi	17.954
Totale attivo	11.594.883



Immobilizzazioni immateriali e materiali

Le immobilizzazioni sono tutti quei costi di natura pluriennale che, in quanto tali, concorrono alla determinazione del risultato economico sulla base del processo di ammortamento negli esercizi di vita utile.

La caratteristica della immaterialità consiste nell'intangibilità del cespite, consistendo nel caso di specie in costi pluriennali connessi all'erogazione di finanziamenti bancari, la cui competenza economica deve essere spalmata lungo tutta la durata del finanziamento. Al riguardo, pertanto, proprio in ragione della peculiare natura di tali *assets*, si ritiene di dover assegnare un valore di sostituzione nullo.

La caratteristica della materialità sta invece nel fatto che le immobilizzazioni sono dotate di una propria tangibilità essendo costituite da beni aventi una propria consistenza fisica. Nel caso specifico, le immobilizzazioni materiali sono iscritte al prezzo di acquisto o al costo di produzione comprensivo dei costi accessori di diretta imputazione necessari a rendere le attività disponibili all'uso, al netto dei fondi ammortamento. Come da libro cespiti, all'uopo acquisito, trattasi per lo più di macchine d'ufficio e arredamento d'ufficio interamente ammortizzate, alle quali si ritiene di poter assegnare un valore di sostituzione nullo.

Magazzino – UMI 1, 3 e 4

Trattasi, come già evidenziato sommariamente nelle pagine che precedono, degli *assets* riconducibili all'intervento di riqualificazione dell'area ex Saint Gobain sita in Pisa (Pi), zona Porta a Mare. Contabilmente, trattasi di:

- UMI 1 per euro 1.900.640,00: giacenze di magazzino relative ad unità immobiliari i cui lavori di costruzione sono ultimati e pertanto di giacenze di magazzino di prodotti finiti;
- UMI 3 e 4 per euro 9.054.000,00: giacenze di magazzino relative a terreni edificabili in ordine ai quali l'intervento di realizzazione e costruzione non è ancora avviato.

Come noto, ai fini del processo di stima di tale componente patrimoniale (che rappresenta peraltro il principale elemento di valutazione della partecipazione societaria in parola), la curatela di [REDACTED] ha richiesto la nomina di un perito esperto in materia. Sul punto, è stato nominato [REDACTED] della società [REDACTED] con sede in Roma

il quale ha predisposto e versato agli atti il proprio elaborato peritale datato 30 ottobre 2024, dal quale emergono le seguenti risultanze di sintesi:

- valore di liquidazione pari ad euro 8.233.331,82;
- valore di mercato "as-is" ai sensi dell'art. 568 cpc pari ad euro 11.064.174,10;
- valore mercato a fine lavori delle UMI 2, 3 e 4 pari ad euro 49.859.000,00.

Pur rinviando, per un maggiore dettaglio, al contenuto della perizia dell' , si riporta di seguito un dettaglio dei valori sopra richiamati con esclusivo riferimento ai beni ancora oggi presenti nel patrimonio aziendale (la perizia del è infatti al 30 ottobre 2024):

Lotto	Foglio	P.lla	Sub	Piano	Destinazione	mq	Valore di liquidazione	Valore "as-is"	Valore a fine lavori
1	44	558	22	2	Ufficio	158,25	239.432	284.850	n.d.
2	44	558	23	2	Ufficio	117,75	178.156	211.950	n.d.
3	44	558	24	2	Ufficio	152,50	230.733	274.500	n.d.
4	44	558	25	2	Ufficio	152,25	230.354	274.050	n.d.
5	44	577	3	T	Ufficio	80,00	121.040	144.000	n.d.
6	44	577	4	T	Ufficio	73,00	110.449	131.400	n.d.
7	44	577	6	T	Ufficio	78,00	118.014	140.400	n.d.
8	44	589	42	S1	Cantina	4,00	1.800	2.400	n.d.
9	44	589	43	S1	Cantina	4,00	1.800	2.400	n.d.
10	44	589	44	S1	Cantina	4,00	1.800	2.400	n.d.
11	44	589	101	S2	Cantina	5,00	2.250	3.000	n.d.
12	44	589	103	S2	Cantina	8,00	3.600	4.800	n.d.
13	44	589	104	S2	Cantina	4,00	1.800	2.400	n.d.
14	44	589	90	S2	Cantina	4,00	1.800	2.400	n.d.
15	44	589	86	S2	Cantina	6,00	2.700	3.600	n.d.
16	44	589	107	S2	Cantina	5,00	2.250	3.000	n.d.
17	44	589	222	S2	Posto auto coperto	13,00	1.911	7.800	n.d.
18	44	589	226	S2	Posto auto coperto	13,00	1.911	7.800	n.d.
19	44	589	227	S2	Posto auto coperto	13,00	1.911	7.800	n.d.
20	44	589	228	S2	Posto auto coperto	13,00	1.911	7.800	n.d.
21	44	589	229	S2	Posto auto coperto	13,00	1.911	7.800	n.d.
22	44	589	230	S2	Posto auto coperto	13,00	1.911	7.800	n.d.
23	44	589	234	S2	Posto auto coperto	13,00	1.911	7.800	n.d.
24	44	589	235	S2	Posto auto coperto	12,00	1.764	7.200	n.d.
25	44	589	236	S2	Posto auto coperto	13,00	1.911	7.800	n.d.
26	44	589	237	S2	Posto auto coperto	13,00	1.911	7.800	n.d.
27	44	589	238	S2	Posto auto coperto	13,00	1.911	7.800	n.d.
28	44	589	239	S2	Posto auto coperto	13,00	1.911	7.800	n.d.
29	44	589	240	S2	Posto auto coperto	13,00	1.911	7.800	n.d.
30	44	589	241	S2	Posto auto coperto	13,00	1.911	7.800	n.d.
31	44	589	242	S2	Posto auto coperto	13,00	1.911	7.800	n.d.
32	44	589	253	S2	Posto auto coperto	13,00	1.911	7.800	n.d.
33	44	589	254	S2	Posto auto coperto	13,00	1.911	7.800	n.d.
34	44	589	280	S2	Posto auto coperto	13,00	1.911	7.800	n.d.
35	44	589	281	S2	Posto auto coperto	13,00	1.911	7.800	n.d.
36	44	589	290	S2	Posto auto coperto	13,00	1.911	7.800	n.d.
37	44	589	291	S2	Posto auto coperto	13,00	1.911	7.800	n.d.
38	44	589	294	S2	Posto auto coperto	13,00	1.911	7.800	n.d.
39	44	589	295	S2	Posto auto coperto	13,00	1.911	7.800	n.d.
40	44	589	301	S2	Posto auto coperto	13,00	1.911	7.800	n.d.
41	44	589	311	S2	Posto auto coperto	13,00	1.911	7.800	n.d.
42	44	589	312	S2	Posto auto coperto	13,00	1.911	7.800	n.d.
43	44	589	313	S2	Posto auto coperto	13,00	1.911	7.800	n.d.
44	44	589	324	S2	Posto auto coperto	13,00	1.911	7.800	n.d.
45	44	589	327	S2	Posto auto coperto	13,00	1.911	7.800	n.d.
46	44	589	328	S2	Posto auto coperto	13,00	1.911	7.800	n.d.
47	44	589	329	S2	Posto auto coperto	13,00	1.911	7.800	n.d.
48	44	589	330	S2	Posto auto coperto	13,00	1.911	7.800	n.d.
49	44	589	151	S2	Cantina	11,00	4.950	6.600	n.d.
50	44	589	174	S2	Cantina	7,00	3.150	4.200	n.d.
51	44	589	175	S2	Cantina	4,00	1.800	2.400	n.d.
52	44	589	176	S2	Cantina	4,00	1.800	2.400	n.d.
Totale UMI 1							1.320.683	1.752.150	n.d.
53	44	687	n.d.	T	Terreno edificabile UMI 3 - 4	10.713,00	3.037.500	4.050.000	26.124.000
Valore complessivo UMI 1 - 3 - 4							4.358.183	5.802.150	26.124.000

Circa i concetti di "valore" sopra individuati, si precisa quanto segue:

- per valore di liquidazione si intende il valore fondatamente attribuibile ai cespiti di cui trattasi nello stato di fatto in cui attualmente si trovano in ottica di procedura di vendita competitiva;
- per valore "as-is" si intende il valore fondatamente attribuibile ai cespiti di cui trattasi nello stato di fatto in cui attualmente si trovano in ottica di vendita in regime di libero mercato;
- per valore "a fine lavori" si intende il valore fondatamente attribuibile ai cespiti di cui trattasi nello stato di fine lavori in ottica di vendita in regime di libero mercato. A ben guardare, tale ultima configurazione anzitutto trova applicazione solo per le UMI 3 e 4 in quanto sono le uniche unità i cui lavori devono essere iniziati ed in secondo luogo detti valori presuppongono importati investimenti di risorse.

Ai fini del processo di stima in parola, si è dunque ritenuto di adottare il valore di stima "as-is" elaborato dall'Ing. Iacovissi.

A riguardo, invece, delle UMI 3 e 4, il perito, oltre ad aver individuato un valore di mercato ed un valore di liquidazione, ha altresì stimato il valore che dette aree consentiranno di sviluppare al termine dell'intervento di riqualificazione e costruzione.

Al riguardo, si notino le seguenti rettifiche tra valori contabili e valori correnti di sostituzione:

Attivo SP al 30 giugno 2025	Valori contabili	Rettifiche	Valori correnti
Magazzino - UMI 1	1.900.640	(148.490)	1.752.150
Magazzino - UMI 3 e 4	9.054.000	(5.004.000)	4.050.000

Crediti verso clienti

Detti crediti, esposti nella situazione contabile per complessivi euro 8.756, scaturiscono da posizioni creditorie per fatture già emesse per complessivi euro 1.483, per fatture da emettere per complessivi euro 7.272. Ai fini valutativi, si è ritenuto di lasciare inalterato detto valore.

Crediti erariali

Trattasi di crediti erariali Iva che – per la loro natura – verranno considerati esigibili ai fini del processo valutativo *de quo*.

Crediti commerciali verso altri

Trattasi di depositi cauzionali per importi modesti e anticipi erogati a fornitori corrisposti in anni precedenti a titolo di contributo commerciale anticipato sull'intera iniziativa immobiliare per complessivi euro 150.971. Al riguardo, ai fini del processo di stima, si è ritenuto di mantenere il medesimo valore esposto in contabilità.

Liquidità

Trattasi delle disponibilità liquide, detenute presso istituti di credito e denaro in cassa. Ai fini dell'individuazione del valore rettificato, si ritiene non operare alcuna svalutazione/rivalutazione confermando l'importo in bilancio.

Risconti attivi

Trattasi di costi anticipati rispetto alla relativa manifestazione finanziaria, pertanto il relativo importo verrà mantenuto anche ai fini del processo di stima.

Finanziamento soci

Rappresentano passività non allocate nel patrimonio netto contabile relative a finanziamenti erogati dai soci in favore di Ville Urbane SpA. In dettaglio: euro 3.014.519,50 (infruttiferi) ed euro 439.450,00 (fruttiferi) sono relativi al socio Cmsa ed euro 367.475,50 sono relativi al socio [REDACTED]. Sul punto, trattandosi di posizioni debitorie, ai fini del processo di valutazione, verrà considerato il valore di estinzione pari al valore di iscrizione in bilancio, anche se come noto trattasi di posizioni di natura postergata la cui possibilità di pagamento nel breve/medio periodo risulta essere del tutto irrisoria.

Debiti verso banche

L'importo complessivo di euro 376.460,330 riguarda mutui e scoperti di conto, pertanto l'importo in questione coincide con il valore di estinzione.

Debiti verso altri finanziatori

A riguardo di tale posizione debitoria iscritta in contabilità per complessivi euro 1.800.000,00 quale debito residuo verso [REDACTED]

Debiti verso fornitori e fatture da ricevere

Trattasi di debiti di natura commerciale e vari per complessivi euro 3.654.791,30 che, essendo iscritti a valore nominale, potranno essere presi in considerazione per il medesimo importo anche ai fini del processo di stima. [REDACTED]

Debiti tributari

Trattasi di debiti tributari di varia natura (segnatamente Ires, ritenute Irpef ed Iva) lasciati invariati ai fini del processo di stima.

Altri debiti residuali

Sono relativi a debiti di varia natura, di importo e rilevanza comunque residuale, relativi a oneri condominiali e depositi cauzionali, pertanto del relativo importo contabile ne verrà tenuto conto anche ai fini del processo di stima.

Ratei passivi

Trattasi di debiti per costi la cui manifestazione finanziaria risulta posticipata rispetto alla relativa competenza economica, pertanto rappresentano delle vere e proprie passività. Di talché l'importo contabile sarà utilizzato anche ai fini del processo di stima.

Il patrimonio netto rettificato

L'articolata opera di revisione delle componenti patrimoniali attive e passive svolta può essere sintetizzata nel seguente prospetto riepilogativo:

Attivo SP al 30 giugno 2025	Valori contabili	Rettifiche	Valori correnti
Imm.ni imm.li - oneri mutuo	2.992	(2.992)	-
Imm.ni mat. - macchine elettroniche	-	-	-
Magazzino - UMI I	1.900.640	(148.490)	1.752.150
Magazzino - UMI 3 e 4	9.054.000	(5.004.000)	4.050.000
Crediti verso clienti	8.757	-	8.757
Crediti erariali	48.672	-	48.672
Crediti commerciali verso altri	150.972	-	150.972
Liquidità	427.623	-	427.623
Risconti attivi	1.227	-	1.227
Totale attivo	11.594.883	(5.155.482)	6.439.401

Passivo SP al 30 giugno 2025	Valori contabili	Rettifiche	Valori correnti
Pnc	1.900.260		(3.255.197)
Finanziamento soci	3.821.445	-	3.821.445
Debiti verso banche	376.460	-	376.460
Debiti verso altri finanziatori	1.800.000	-	1.800.000
Debiti verso fornitori e fatture da ricevere	3.654.791	-	3.654.791
Debiti tributari	23.948	-	23.948
Altri debiti	25	-	
Ratei passivi	17.954	-	17.954
Totale passivo	11.594.883	-	9.694.598



Come si nota la rettifica principale è riconducibile alla svalutazione delle rimanenze di magazzino. Il patrimonio netto rettificato ammonta quindi a negativi euro 3.255.197,00 (valore arrotondato a **meno euro 3.255.000,00**).

Conclusioni

Come già detto in premessa, la presenza di un patrimonio netto rettificato così marcatamente negativo, in tale particolare tipo di società i cui risultati dovranno analizzarsi solo ad interventi immobiliari completati, porta alla perdita dei requisiti di applicabilità del metodo in parola, dovendosi quindi procedere alla stima del valore dell'azienda mediante l'applicazione del metodo reddituale complesso. La circostanza che i valori della situazione contabile sopra indicata siano al 30 giugno 2025 non denota una carenza della presente perizia, giacché appunto successivamente a tale data non si sono ravvisati fatti patrimoniali tali da recuperare un *gap* così negativo.

5.2. Il metodo reddituale complesso

Come già detto, il cosiddetto metodo reddituale complesso si propone di valutare l'azienda tenendo conto analiticamente dei risultati attesi, anno per anno, con riferimento ad un determinato arco di tempo, sulla base della presente formula:

$$W = R_1/(1+i)^1 + R_2/(1+i)^2 + \dots + R_m/(1+i)^m + [R_{st}/(1+i)^m]/i$$

dove:

- W è il valore stimato dell'azienda;
- $R_1, R_2, \dots, R_m$ sono i redditi attesi negli esercizi 1, 2, ..., m ;
- R_{st} è il reddito stabilizzato atteso a partire dall'esercizio $m+1$.

Quindi, nell'ambito del metodo adottato, il valore dell'azienda deve tener conto dei flussi di reddito che essa sarà in grado di generare. Sotto il profilo concettuale, pertanto, occorre individuare il valore dei redditi prospettici, cioè dei redditi ritraibili, con fondamento, dall'azienda nel futuro. Come si comprende, tale determinazione costituisce un tema particolarmente complesso, che investe la definizione stessa di reddito e le tecniche per la sua previsione.

Più in particolare, le tecniche di previsione del reddito possono seguire quattro distinti approcci:

- metodo dei risultati storici, trattasi di un metodo volto a proiettare nel futuro i risultati realizzati nel passato;
- metodo della proiezione dei risultati futuri, che consiste nell'individuazione di ipotesi in funzione delle quali vengono stimati i risultati reddituali futuri;
- metodo dei risultati programmati, che fa riferimento all'utilizzo di documenti atti ad esprimere le attese economiche del prossimo futuro (*budget*, piani pluriennali, *business plan*);

- metodo dell'innovazione, che consiste nell'assunzione di ipotesi relative agli andamenti futuri di alcune variabili critiche (come l'adozione di un diverso mix di prodotti, politiche di prezzo innovatrici, politiche di controllo dei costi ed altro ancora) e nella conseguente deduzione delle possibili conseguenze in termini di reddito.

Il reddito medio prospettico R

Al riguardo, si è ritenuto di adottare un approccio analitico, in considerazione del fatto che gli unici due *assets* ancora da realizzare saranno la UMI 3 e la UMI 4.

In altri termini, la società è in grado di esprimere un valore da quantificarsi in ragione delle prospettive che le UMI 3 e 4 sono ragionevolmente in grado di sviluppare. A ben guardare, infatti, a seguito della chiusura dell'operazione relativa alla UMI 2, può dirsi infatti che – grazie allo stralcio che sarà operato con [REDACTED] – la società si troverà a disporre di un attivo patrimoniale consistente relativo alle UMI 3 e 4 (libere da ipoteche) e di un'esposizione debitoria che è per la quasi totalità verso il socio di maggioranza (in parte a titolo di finanziamento-socio, in parte a titolo di debiti verso fornitore e in parte a titolo di fatture da ricevere).

Circa i piani prospettici, lo scrivente si è trovato ad analizzare due fonti informative basate evidentemente su *assumptions* differenti e che conducono a valori tra loro opposti. Invero:

- la società ha fornito al sottoscritto il *paper* denominato "Progetto VU Modello finanziario"² (allegato n. 1) nell'ambito del quale, sinteticamente, per le UMI 3 e 4 si ipotizza:
 - di dover sostenere opere di urbanizzazione per complessivi euro 2.593.000,00;
 - di alienare entro il 2030 le UMI 3 e 4, nello stato di fatto in cui attualmente si trovano salvo il compimento delle appena citate opere di urbanizzazione, ad un valore pari al 120% del valore di costo (quindi complessivi euro 14.350.000,00 circa);
 - che il realizzo delle UMI 3 e 4 come sopra demarcato condurrebbe ad una mera copertura dei costi senza alcun ulteriore margine di profitto, tant'è che vengono previste le seguenti perdite d'esercizio: euro 296.112,00 nel 2025, euro 133.157,00 nel 2026, euro 332.112,00 nel 2027, euro 589.684,00 nel 2028, euro 544.838,00 nel 2029, euro 885.467,00 nel 2030;
 - che dette perdite condurrebbero la società a ripagare esclusivamente i debiti, senza tuttavia consentire alcun flusso in favore della remunerazione del capitale di rischio, tant'è che le perdite eroderanno integralmente il patrimonio netto contabile;
- dalla perizia dell'[REDACTED] (allegato n. 2), invece, emergono valori di realizzo "as-is" diametralmente opposti³: euro 4.050.000,00, contro i 14.350.000,00 indicati nel citato *paper*;
- l'Ing. Iacovissi sviluppa altresì un DCF relativo al realizzo delle UMI 3 e 4 riportato alla pag. 65 del proprio elaborato, dal quale il sottoscritto ha preso spunto – condividendone i

² Si noti che sul documento viene riportata la dicitura "riservato al Dott. Morelli", pertanto si invita gli utilizzatori della presente perizia ad utilizzare l'allegato in modalità *omissis*.

³ Al riguardo lo scrivente, al fine di consolidare un proprio convincimento circa i valori da prendere a riferimento ha elaborato le seguenti considerazioni: 1) *in primis*, il perito Arch. Iacovissi ricopre un ruolo di nomina giudiziale operante nell'interesse dei creditori concorsuali di Braccianti Edilizia Srl, pertanto le relative valutazioni non sono influenzate dalle peculiarità tipiche di una visione imprenditoriale; 2) operando una oggettiva comparazione tra i prezzi medi al mq nella logica "as-is" tra quanto indicato dalla società per le UMI 3 e 4 rispetto a quanto effettivamente realizzato per la UMI 2, può osservarsi che le considerazioni svolte dal perito Arch. Iacovissi si avvicinano maggiormente rispetto alle determinazioni contenute nel già citato *paper*. Di fronte a tali considerazioni, si è ritenuto pertanto di acquisire a fondamento del proprio elaborato le proiezioni stimate dall'Arch. Iacovissi, seppur opportunamente mitigate dallo scrivente.

parametri di elaborazione – per l'individuazione di un puntuale risultato economico prospettico.

Si riporta di seguito il dettaglio dello sviluppo del reddito medio prospettico:

Descrizione	Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 4	Anno 5	Anno 6	Anno 7	Anno 8	Totale
Residenziale	485.280	970.560	2.426.400	1.941.120	1.433.840	970.560	970.560	485.280	
Residenziale convenzionato			2.495.520	2.495.520	1.663.680	831.840	831.840		
Direzionale		450.000	450.000	900.000	900.000	900.000	450.000	450.000	
Commerciale		810.000	1.890.000						
Pubblici esercizi con somministrazione		270.000	630.000						
Totale ricavi	485.280	2.500.560	7.891.920	5.336.640	4.019.520	2.702.400	2.252.400	935.280	26.124.000
Residenziale	(525.720)	(788.580)	(1.051.440)	(1.051.440)	(788.580)	(525.720)	(525.720)		
Residenziale convenzionato	(450.580)	(675.870)	(901.160)	(901.160)	(675.870)	(450.580)	(450.580)		
Direzionale		(500.000)	(500.000)	(500.000)	(500.000)				
Commerciale		(360.000)	(840.000)						
Pubblici esercizi con somministrazione		(120.000)	(280.000)						
Totale costi diretti	(976.300)	(2.444.450)	(3.572.600)	(2.452.600)	(1.964.450)	(1.476.300)	(976.300)	-	(13.863.000)
Opere urbane	(330.735)	(330.735)	(330.735)	(330.735)					
CCC residenziale	(37.864)	(37.864)	(37.864)	(37.864)					
CCC commerciale direzionale	(22.688)	(22.688)	(22.688)	(22.688)					
Progettazione e direzione lavori	(97.041)	(145.562)	(194.082)	(194.082)	(145.562)	(97.041)	(97.041)		
Imprevisti	(41.589)	(62.384)	(83.178)	(83.178)	(62.384)	(41.589)	(41.589)		
Project manager	(13.863)	(20.795)	(27.726)	(27.726)	(20.795)	(13.863)	(13.863)		
Agency sulle vendite	(9.706)	(50.011)	(157.838)	(106.733)	(80.390)	(54.048)	(45.048)	(18.706)	
Totale costi indiretti	(553.486)	(670.039)	(854.111)	(803.006)	(309.131)	(206.541)	(197.541)	(18.706)	
Ricavi - costi specifici	(1.044.506)	(613.929)	3.465.209	2.081.034	1.745.939	1.019.559	1.078.559	916.574	8.648.439
Costi generali e vari	(450.000)	(450.000)	(450.000)	(450.000)	(450.000)	(450.000)	(450.000)	(450.000)	
Ricavi - costi specifici e generali	(1.494.506)	(1.063.929)	3.015.209	1.631.034	1.295.939	569.559	628.559	466.574	5.048.439
Imposte			(137.032)	(489.310)	(388.782)	(170.868)	(188.568)	(139.972)	
Netto	(1.494.506)	(1.063.929)	2.878.177	1.141.724	907.157	398.691	439.991	326.602	3.533.907

Rispetto al DCF elaborato dall' [redacted] lo scrivente, proprio nell'ottica di normalizzare detti flussi reddituali, ha ritenuto di allocare le seguenti componenti non considerate dal perito:

- euro 450.000,00 annuali a titolo di costi generali e vari (es. organi societari, spese di funzionamento, Imu, interessi su finanziamenti, etc.);
- imposte pari al 30% (al riguardo, si noti che i primi due anni non scontano alcuna imposizione e le perdite portate a nuovo vengono collocate in riduzione sul terzo anno).

Il tasso di attualizzazione (i)

La valutazione del complesso aziendale, secondo il metodo prescelto, non può prescindere dalla definizione del tasso di attualizzazione. Tale componente deve intendersi quale congrua remunerazione del capitale proprio investito nell'attività aziendale, alla luce del rischio connesso alla specifica impresa e delle correnti condizioni di mercato. Secondo la dottrina-economica aziendale, il tasso di attualizzazione risulta composto dai seguenti elementi:

$$i = r + s$$

dove:

- i : saggio unitario di capitalizzazione;
- r : rappresenta il tasso di remunerazione degli investimenti senza rischio (*free risk*) o a rischio praticamente trascurabile;
- s : misura il premio per il rischio.

È bene evidenziare che a queste due componenti talvolta si aggiunge anche un terzo elemento, rappresentato dal compenso per l'attività svolta dall'imprenditore come creatore e conduttore dell'impresa. Nella pratica professionale, tale componente non viene presa in considerazione poiché solitamente si assiste ad una netta separazione tra *management* e proprietà.

Ciò detto, il punto di partenza nella determinazione del tasso di attualizzazione è rappresentato dalla stima del tasso relativo agli investimenti senza rischio (r), determinato in base al luogo ed al tempo in cui avviene la negoziazione. In generale, nella consapevolezza che non esistono

investimenti privi di rischio, per la quantificazione di tale componente può farsi riferimento al rendimento dei titoli di Stato che, per durata e sicurezza, rappresentano la migliore approssimazione della componente in parola.

Al riguardo, lo scrivente ha ritenuto di considerare il Rendistato, ossia il rendimento medio ponderato di un paniere di titoli di Stato considerando l'anno 2025 (rilevazioni sino al mese di luglio 2025), reso disponibile dalla Banca d'Italia come di seguito riportato:

Mese	Importo
gen-25	3,19
feb-25	3,08
mar-25	3,28
apr-25	3,07
mag-25	2,99
giu-25	2,92
lug-25	2,96
media	3,07

In conclusione, il tasso di remunerazione degli investimenti senza rischio, viene stimato in $r = 3,07\%$.

La componente ascrivibile al premio per il rischio (s) esprime invece il premio aggiuntivo riconosciuto all'investitore per il rischio generale d'impresa. Il calcolo del premio per il rischio presenta numerose criticità, legate alle diverse caratteristiche dei mercati finanziari e soprattutto la loro estrema volatilità. In merito, di seguito, si indicano tre distinte impostazioni:

- la valutazione sintetico-soggettiva: il rischio viene apprezzato sinteticamente, comparando, nell'insieme la situazione specifica dell'azienda con quella di altre realtà aziendali comparabili, delle quali sono noti i rendimenti ed i rischi;
- la valutazione dedotta dal mercato (comparativa): questo significa che il premio aggiuntivo per il rischio viene quantificato in relazione agli esiti di altre negoziazioni, aventi ad oggetto aziende con un non differente profilo di rischio e per le quali sono note le redditività presunte ed i prezzi di negoziazione;
- la valutazione analitico-quantitativa: il rischio viene quantificato attraverso lo studio di vari indicatori, relativi ai principali parametri che influiscono nella determinazione del rischio aziendale. A titolo di esempio possiamo ricordare: la tipologia di attività svolta, il livello di sicurezza politica e sociale del paese in cui opera l'azienda, la solidità patrimoniale dell'azienda, etc.

In tale contesto si ritiene di poter quantificare tale componente del tasso di attualizzazione, attraverso l'approccio della valutazione c.d. sintetico soggettiva. In considerazione del fatto che trattasi di un settore sottoposto a importanti rischi connaturati alla tipologia di attività, nonché alla peculiarità dell'investimento, si è ritenuto di applicare un premio per il rischio soggettivamente individuato nella misura del 9%.

In conclusione, in relazione alle considerazioni esposte, il tasso di attualizzazione è stato stimato in $i = 12,07\%$, come segue:

$$i = r + s$$

dunque:

$$i = 3,07 + 9,00 = 12,07\%$$

Il processo di attualizzazione

Alla luce dei parametri sopra evidenziati, si riporta di seguito lo sviluppo del processo di attualizzazione, onde pervenire al valore economico globale attribuibile alla società:

Descrizione	Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 4	Anno 5	Anno 6	Anno 7	Anno 8	Totale
Netto	(1.494.506)	(1.063.929)	2.878.177	1.141.724	907.157	398.691	439.991	326.602	3.533.907
Tempo	1	2	3	4	5	6	7	8	
Fattore di attualizzazione	0,89	0,80	0,71	0,63	0,57	0,50	0,45	0,40	
Importo attualizzato	(1.333.547)	(847.098)	2.044.793	723.775	513.140	201.234	198.161	131.251	1.631.709
Valore economico arrotondato dell'intera azienda									1.630.000

In ragione del processo logico sopra descritto, può dunque assegnarsi un valore economico a Ville Urbane SpA di complessivi euro 1.630.000,00 (valore arrotondato).

5.3. La valutazione del pacchetto azionario detenuto da

Come noto, la quota di partecipazione al capitale sociale di Ville Urbane SpA è di assoluta minoranza, di talché [redacted] è titolare di ben pochi poteri e diritti di indirizzo della gestione. A ben guardare, ad avviso di chi scrive, tale circostanza induce a valutare l'applicazione dei cosiddetti sconti di minoranza.

I premi e gli sconti per il controllo, secondo i Principi Italiani di Valutazione (PIV) statuiti dall'Organismo Italiano di Valutazione (OIV) sono *"rettifiche, rispettivamente in aumento e in diminuzione, da applicare (eventualmente) ad una stima di valore ottenuta sulla base delle metodiche dei risultati attesi o del costo per tradurla in un prezzo fattibile, cioè per accostarla al valore di mercato"*. Lo sconto si concretizza quindi in un valore meno che proporzionale rispetto a quello desumibile dalla effettiva frazione del capitale sociale detenuta.

Come rilevato correttamente nell'IFRS 10, *"il potere deriva dai diritti. In alcuni casi l'accertamento del potere è immediato, come nel caso in cui [esso] si ottiene direttamente e unicamente attraverso i diritti di voto conferiti da strumenti rappresentativi di capitale come le azioni, e può essere determinato considerando i diritti di voto derivanti da tali partecipazioni. In altri casi, la verifica sarà più complessa ed è necessario considerare più fattori, per esempio nel caso in cui il potere risulti da uno o più accordi contrattuali"*.

Secondo la prassi valutativa risulta normalmente che i premi di maggioranza/minoranza siano compresi in un range che oscilla tra il 20% e il 40%, precisando la sussistenza di una correlazione inversa tra il grado di controllo/minoranza ed il premio e legando detta percentuale a precise situazioni fattuali (es. clausole statutarie, benefici privati, incertezza sul periodo di tempo necessario al perfezionamento della vendita, costi connessi alla preparazione ed all'esecuzione della vendita, ampiezza della base di potenziali compratori, rischio di prezzo, possibilità di ottenere o meno liquidità tramite il pegno dei titoli, ammontare e regolarità dello stacco di dividendi, diritti di accompagnamento rispetto alla posizione dell'investitore di controllo, etc.).

Nel caso di specie, in ragione di un apprezzamento soggettivo dello scrivente, si sono ravvisati elementi tali che possano indurre all'applicazione di uno sconto di minoranza pari al valore medio (30%).

Di talché, può essere sviluppato il seguente processo valutativo:

Descrizione	Totale
Valore economico arrotondato dell'intera azienda	1.630.000
15%	244.500
Premio di minoranza (30%)	(73.350)
Valore della quota [redacted]	171.150
Valore arrotondato	171.000



Alla luce delle articolate considerazioni sopra esposte, lo scrivente, nel richiamare integralmente il processo di valutazione rappresentato nelle pagine che precedono, ha sottoposto – mediante un approccio analitico – le grandezze economiche richiamate ad adeguati riscontri tecnico-contabili. Ciò detto, ed in considerazione di quanto precede, il sottoscritto - secondo un approccio orientato alla prudenza estimativa - è in grado stimare il valore economico fondatamente attribuibile alla società Ville Urbane SpA in euro 1.630.000,00. Da ciò, il pacchetto azionario detenuto dalla [redacted] relativo al capitale sociale di Ville Urbane SpA (15% del capitale sociale) può essere stimato in complessivi **euro 171.000,00** (euro centosettantunomila/00).

6. Le conclusioni

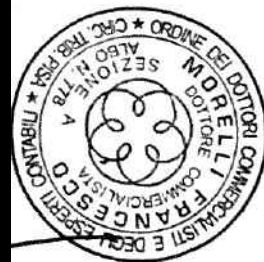
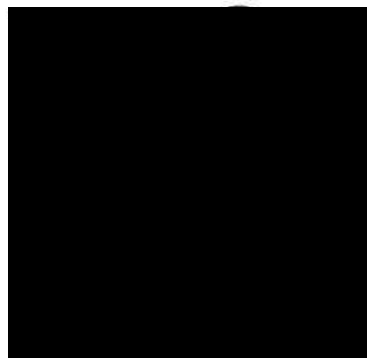
Il sottoscritto [redacted] iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Pisa al n. 778-A, nonché al Registro dei Revisori Legali dei Conti al n. 167957, nonché all'Albo dei Consulenti del Lavoro di Pisa al n. 453, incaricato ai fini della stima del valore economico fondatamente attribuibile alla partecipazione detenuta dalla società [redacted] nel capitale sociale di Ville Urbane SpA (pacchetto azionario corrispondente al 15% del capitale sociale nominale di quest'ultima), alla luce delle considerazioni che precedono, è in grado di stimare alla data odierna la citata partecipazione azionaria in complessivi **euro 171.000,00** (euro centosettantunomila/00).

Il sottoscritto rimane a disposizione per ogni integrazione ed approfondimento richiesto.

Si ringrazia per la fiducia accordata.

Con osservanza.

Pisa, 22 agosto 2025



Allegati:

1. Progetto VU Modello Finanziario del 16 ottobre 2024 redatto dalla società (firmato digitalmente);
2. Perizia di valutazione redatta dall'Arcl [redacted]