



TRIBUNALE DI MILANO
SEZIONE III CIVILE
PROCEDIMENTO N. 2709/2020 R.G.E.

RELAZIONE TECNICA

STIMA DEL VALORE AL 31 DICEMBRE 2020 DELLA PARTECIPAZIONE
DETENUTA DAL SIG. ██ NELLA SOCIETÀ MABA S.R.L.

29 OTTOBRE 2021

Deloitte Financial Advisory S.r.l.
Via Tortona, 25
20144 Milano



INDICE

CAPITOLO		PAGINA
GLOSSARIO		2
1. PREMESSA		3
1.1 Natura e finalità dell’incarico		3
1.2 Approccio metodologico utilizzato nello svolgimento delle analisi tecniche		5
1.3 Documentazione utilizzata e struttura espositiva dell’elaborato		10
2. IL CONTESTO DI RIFERIMENTO		14
2.1 Esecuzione Mobiliare R.G.E 2709/2020.....		14
2.2 Brevi cenni in merito a Maba S.r.l.		18
3. VALUTAZIONE DI MABA S.R.L		24
3.1 Metodi di valutazione sviluppati dalla dottrina e dalla prassi professionale		25
3.2 Metodologia di valutazione adottata per Maba S.r.l.		29
3.3 Valutazione di Maba S.r.l.....		31
4. VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE DEL SIG. GIAN PAOLO BRUSCHIERI		38
5. CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE		40



GLOSSARIO

Maba o Società	Maba S.r.l.
Magis	Magis S.p.A.
CIN	Capitale Investito Netto
NOPAT	Net Operating Profit After Taxes
WACC	Weighted Average Cost of Capital



1. PREMESSA

1.1 Natura e finalità dell'incarico

Il presente documento (in seguito "Relazione") è stato predisposto su incarico conferito allo scrivente Dott. Antonio Cattaneo¹, dall'Ill.mo Giudice Dott. Giacomo Puricelli in data 13 maggio 2021 nell'ambito dell'esecuzione mobiliare incardinata a carico di [REDACTED] (il debitore²) davanti al Tribunale di Milano - Terza Sezione Civile da Alvi S.r.l. in liquidazione³ (ora [REDACTED] ovvero la parte creditrice procedente, rappresentata e difesa dagli [REDACTED] [REDACTED] alla quale si aggiungevano successivamente, quali creditori intervenuti i Sig.ri [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED].

In particolare, il Giudice dell'esecuzione:

- vista l'istanza depositata in data 18 giugno 2020, presentata dalla parte creditrice procedente, per disporre la vendita ovvero l'assegnazione in proprio favore delle quote di Maba S.r.l. pignorate;

¹ Antonio Cattaneo, Dottore Commercialista iscritto all'Albo di Milano e Consulente Tecnico del Tribunale di Milano e Senior Partner di Deloitte Financial Advisory S.r.l., nell'ambito della Divisione "Forensic" di Milano, ha maturato una pluriennale esperienza quale responsabile di importanti incarichi nei seguenti ambiti: (i) consulenze tecniche (di natura economica, finanziaria e contabile) su incarico di Tribunali, Collegi Arbitrali, Procure della Repubblica, Curatele Fallimentari e Consulenti Legali delle parti in procedimenti civili e penali; (ii) indagini conoscitive societarie (note come "fraud investigations") affidate da Commissari Giudiziari e governativi finalizzate alla identificazione di fatti illeciti (frodi, operazioni distrattive, riciclaggio, etc.), nonché alla analisi e alla ricostruzione documentale delle singole fattispecie e dei relativi profili di responsabilità; (iii) analisi di "internal control system" in contesti aziendali "patologici", di rilevanza anche penale.

² All'interno della documentazione prodotta agli atti del presente procedimento esecutivo non risulta indicato il nome del legale incaricato della rappresentanza e della difesa del debitore [REDACTED].

³ Società posta in scioglimento e liquidazione con delibera assembleare del dicembre 2017. Al riguardo si precisa che nel gennaio 2020 l'Assemblea dei Soci di Alvi S.r.l. in liquidazione deliberava l'approvazione del progetto di fusione mediante incorporazione della stessa società nonché della propria partecipata Alvi Food S.r.l. in Magis S.p.A. (C.F./P.IVA: 06811590964); in particolare, tale progetto di fusione statuiva che "in dipendenza della fusione, la società incorporante, dalla data di efficacia civilistica della fusione (...) subentrerà in tutto il patrimonio attivo e passivo delle società incorporande e assumerà diritti e ragioni delle medesime società, proseguendo in tutti i rapporti, anche processuali, anteriori alla fusione".



- considerate le richieste delle parti creditrici (precedente e intervenute successivamente nel procedimento in commento), di procedere con la stima delle suddette quote pignorate nel corso dell'udienza tenutasi in data 27 aprile 2021;
- rilevato che oggetto del pignoramento fosse la quota di capitale sociale di Maba S.r.l. che è nella titolarità dell'esecutato [REDACTED]

tutto ciò detto, riteneva necessario nominare un esperto per la stima di tale partecipazione sociale in base al seguente quesito: *"(...) Dica lo stimatore, esaminati gli atti e i documenti di causa, acquisita tutta la documentazione utile presente presso la Camera di Commercio e gli altri uffici pubblici, sentite gli amministratori della società le cui quote sono state pignorate, visionati i libri sociali comunque tenuti dalla società, prese le opportune informazioni presso l'Agenzia delle Entrate, Agenzia delle Entrate – Riscossione, INPS, INAIL o altri istituti pubblici sull'esistenza e l'ammontare di eventuali debiti della società non risultanti dai libri contabili, il presumibile valore di realizzo derivante dalla vendita della quota sociale pignorata (...)"* .

Si segnala, altresì, che, sempre nell'ambito della citata esecuzione mobiliare, già in data 3 ottobre 2020 il Giudice dell'esecuzione conferiva al sottoscritto un incarico avente ad oggetto la raccolta di informazioni preliminari di natura anagrafica-societaria e quantitativa relative alla suddetta Maba S.r.l., volta ad evidenziare l'effettiva possibilità di collocare sul mercato le quote di cui si discute e, all'esito del completamento dello stesso incarico, è stato predisposto da chi scrive un elaborato (*"Check – List"*) datato 1 febbraio 2021.



Ciò detto avendo a riferimento il suddetto quesito, ed in esecuzione dell'incarico conferito, la presente Relazione Tecnica illustra ed espone gli esiti degli approfondimenti tecnici, condotti dallo scrivente, al fine di stimare il valore corrente teorico della partecipazione (12,33%) detenuta dal Sig. [REDACTED] nel capitale sociale di Maba alla data più prossima rispetto al conferimento dello stesso incarico.

1.2 Approccio metodologico utilizzato nello svolgimento delle analisi tecniche

Al fine di consentire una migliore comprensione degli esiti delle analisi tecniche svolte si rendono necessarie, a parere di chi scrive, talune precisazioni in merito all'impostazione metodologica adottata ed alle limitazioni che hanno contraddistinto lo svolgimento dell'incarico.

A titolo di premessa si precisa sin da subito che la valutazione della partecipazione in commento ha comportato, quale primo e imprescindibile *step*, la stima del valore corrente di mercato (o *Fair Value*) della Società, da cui si è potuto procedere a calcolare il valore pro quota della partecipazione posseduta dal Sig. [REDACTED]

Vieppiù nell'ambito del citato processo valutativo, specificatamente ai fini della valutazione della Società, chi scrive si è avvalso del supporto di un professionista ausiliario competente per la stima del valore di libero mercato del complesso immobiliare e delle aree di proprietà di Biella Leasing S.p.A., ubicate presso il comune di Pavia e concesse in locazione finanziaria alla Società. Per tale complesso,



si precisa, che è previsto il riscatto da parte della stessa Maba al termine del contratto di locazione.

Ciò detto, si segnala che l'approccio metodologico adottato ha previsto lo svolgimento delle seguenti attività:

- comprensione preliminare degli elementi di rilievo disponibili per giungere alla stima del valore corrente della partecipazione detenuta dal Sig. [REDACTED] [REDACTED] nel capitale sociale della Società;
- scelta della metodologia di valutazione da applicare per la stima del valore economico della Società, tenuto conto delle suddette informazioni nonché delle finalità della stima e delle caratteristiche patrimoniali e operative di Maba;
- stima del valore corrente di mercato (o *Fair Value*) della Società, previa valutazione del valore dei suddetti immobili, effettuata attraverso la determinazione di un valore teorico di riferimento in grado di esprimere una valutazione:
 - generale, ossia estranea ad ogni effetto contingente di domanda ed offerta;
 - razionale, in quanto elaborata mediante un procedimento logico;
 - oggettiva, in quanto basata su ipotesi determinate con il massimo livello possibile di obiettività;
 - stabile, in quanto le variabili considerate vengono depurate dall'effetto di eventi straordinari o transazioni a valori non normali.



- calcolo del valore della partecipazione del Sig. ██████████ nel capitale sociale di Maba, applicando la percentuale di possesso di quest'ultimo alla suddetta stima del valore corrente di mercato (o *Fair Value*) della Società e tenuto conto, essendo la valutazione in commento finalizzata alla stima di un "*valore di mercato*"⁴ della citata partecipazione, di eventuali rettifiche da apportare in forza di sconti di minoranza, in misura coerente con le peculiarità della partecipazione medesima;

Con riferimento al perimetro delle analisi ipotizzato, e più in generale agli approfondimenti tecnici sopra sinteticamente richiamati, si precisa quanto segue:

- il suddetto processo valutativo è stato condotto con riguardo alla data del 31 dicembre 2020 ("*Data di riferimento*"), quale data di chiusura di esercizio. Ciò in considerazione del fatto che nel periodo in cui è stato svolto l'incarico non sono risultate disponibili situazioni contabili (intermedie) della Società, ad una data più prossima rispetto al conferimento dell'incarico stesso;
- le metodologie di valutazione ritenute più appropriate alla luce degli obiettivi dell'incarico sono state applicate al meglio delle conoscenze di chi scrive. I risultati stimati dal sottoscritto dipendono in parte da parametri influenzati da considerazioni di carattere soggettivo e da elementi e informazioni identificati nella presente Relazione, la quale deve pertanto essere letta nella sua interezza;

⁴ I Principi italiani di valutazione definiscono il valore di mercato di un'attività come il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni.



- i valori individuati potrebbero differire dai valori di scambio, o prezzo di un'attività, elementi che dipendono sia da stime economico-finanziarie di valori intrinseci, sia da valutazioni soggettive delle parti interessate, dalla loro forza contrattuale o da loro particolari attese ed interessi;
- le informazioni utilizzate per l'applicazione delle metodologie di valutazione descritte di seguito sono state analizzate esclusivamente in termini di ragionevolezza e coerenza complessiva e non è stata svolta alcuna autonoma verifica su tali informazioni. Il lavoro, pertanto, è stato effettuato assumendo la correttezza, completezza e veridicità dei dati e delle informazioni utilizzate, che rimangono di esclusiva pertinenza e responsabilità del *Management* della Società.

Al riguardo nel paragrafo che segue sono state analiticamente descritte le informazioni e le fonti utilizzate ai fini della stima, intendendosi che qualora esse dovessero risultare anche solo parzialmente non affidabili, le cause e le conseguenze non potranno in alcun modo essere ascrivibili al sottoscritto;

- si precisa altresì, che non sono state svolte procedure autonome di revisione contabile sui dati, né verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività potenziali di natura fiscale, contrattuale, previdenziale, ambientale o legate a rischi di qualsiasi tipologia che non siano stati portati a conoscenza del sottoscritto;
- l'incarico in commento è stato svolto prevalentemente nel periodo da giugno a settembre 2021. Le analisi e le stime effettuate si basano sulle condizioni macroeconomiche, del mercato finanziario e del settore immobiliare, e sulle



fonti terze ed informazioni esistenti/disponibili al momento della stima e sono quindi soggetti alla variabilità delle stesse, nonché alle variazioni nella situazione economico-finanziaria e nelle prospettive della Società e del settore considerate ai fini della determinazione di alcuni parametri valutativi;

- eventuali sviluppi successivi al suddetto periodo di svolgimento dell'incarico potrebbero influire sulle conclusioni esposte nella stessa. Il sottoscritto non si assume alcuna responsabilità in relazione a possibili cambiamenti nei parametri di mercato in termini di condizioni macroeconomiche di mercato e del settore immobiliare, con impatti non prevedibili sui valori oggetto di stima;
- l'analisi è stata svolta anche sulla base delle previsioni di costi e di ricavi connessi ai contratti di leasing e ai contratti di locazione (affitti attivi). Coerentemente con quanto indicato nel paragrafo I.4.3 dei Principi Italiani di Valutazione (PIV), chi scrive si è limitato ad un'analisi delle previsioni finalizzata alla comprensione e all'apprezzamento del rischio insito nei dati previsionali, nonché della coerenza complessiva per le finalità e nei limiti dell'esercizio valutativo;
- i dati previsionali considerati nel metodo di valutazione adottato sono altresì per loro natura aleatori ed incerti, in quanto sensibili al mutamento di variabili macro economiche e di settore, nonché basati, nella fattispecie, anche su un insieme di assunzioni ipotetiche relative ad eventi futuri, che non necessariamente si potrebbero verificare;



- il metodo di valutazione utilizzato ha richiesto l'applicazione di un processo valutativo articolato, che ha comportato, in particolare, il ricorso ad alcuni parametri selezionati anche sulla base dell'esperienza;
- gli approfondimenti allo stato condotti non hanno comportato lo svolgimento di colloqui con il Sig. [REDACTED]
- nel corso delle attività, ed in particolare ai fini del reperimento della documentazione, il sottoscritto si è interfacciato con il commercialista della Società, [REDACTED]

1.3 Documentazione utilizzata e struttura espositiva dell'elaborato

Le analisi riportate nel presente elaborato sono state condotte sulla base della seguente principale documentazione ricevuta dalla Società:

- bilanci d'esercizio approvati di Maba S.r.l. relativi al periodo dal 2017 al 2020;
- documentazione relativa ai contratti di locazione finanziaria in essere alla Data di riferimento (ossia i contratti N. 527222 e N. 816371 stipulati dalla Società e Biella Leasing S.p.A. aventi rispettivamente ad oggetto un immobile e un terreno di MQ 15.707, ubicati presso la Zona Industriale di Pavia) consistente in : i) lettere di impegno da parte della correlata L.D.L. Logistica Distribuzione Lombarda S.r.l.⁵; ii) piani degli ammortamenti aggiornati al 30 giugno 2021 e documentazione planimetrica e catastale dei beni oggetto di locazione finanziaria;

⁵ Si precisa che le versioni fornite a chi scrive delle lettere di impegno in commento non erano datate e non risultavano sottoscritte dalle parti.



- documentazione relativa ai contratti di affitto dei suddetti immobili consistente in: i) contratto di locazione ad uso commerciale stipulato in data 4 giugno 2020 tra Maba e Magis S.p.A.; ii) contratto di locazione ad uso diverso da quello abitativo stipulato in data 10 aprile 2018 tra Maba ed Esilicon Italy S.r.l.; iii) prospetto extracontabile “Evoluzione dei contratti di locazione”;
- copia delle dichiarazioni fiscali per gli anni di imposta dal 2017 al 2020, relative a IRES e IRAP⁶ e IVA;
- Certificazione dei carichi pendenti della Società aggiornato al 7 ottobre 2021.

Ai fini degli approfondimenti condotti, lo scrivente ha provveduto altresì ad acquisire: i) informazioni sulla Società di natura anagrafica – societaria riportate a livello di visura camerale estratta dal Registro delle Imprese mediante la consultazione on line del portale Telemaco in data 17 settembre 2020; ii) dati macroeconomici e di settore e altre informazioni da fonti pubbliche e data provider specializzati (Bloomberg) e di informazioni di mercato ed altre informazioni pubblicamente disponibili relative a società operanti nel medesimo settore di Maba.

Viepiù chi scrive si è avvalso, come anticipato, del supporto professionale di un ausiliario competente, Dott. Arch. Antonio Dallera⁷, ai fini della valutazione dei suddetti immobili concessi in locazione finanziaria alla Società, le cui risultanze sono

⁶ Per il periodo di imposta 2020, con riferimento ai Modelli Unici IRES e IRAP, il commercialista della Società, [REDACTED] [REDACTED] forniva al sottoscritto una bozza non definitiva degli stessi, non essendo ancora disponibile nel periodo in cui è stato svolto l’incarico una versione completa.

⁷ Antonio Dallera, Architetto abilitato all’esercizio della professione presso il Politecnico di Milano e iscritto all’Ordine degli Architetti di Milano, ha maturato una pluriennale esperienza quale responsabile di importanti incarichi di acquisizione e coordinamento di commesse di natura tecnico/valutativa immobiliare nei seguenti ambiti: (i) valutazioni di conferimenti, di patrimoni immobiliari, di complessi immobiliari ad uso industriale e/o a destinazione direzionale di proprietà di società; (ii) parei di congruità di acquisti e cessioni di immobili; (iii) consulenze tecniche di parte; (iv) due diligence tecnico-amministrative, ambientali, manutentive; (v) verifiche urbanistiche tecniche e normative.



state riepilogate dallo stesso Architetto nella relazione⁸ allegata al presente elaborato.

Inoltre nell'ambito dello svolgimento dell'incarico è stata presa visione, presso lo studio del Dott. [REDACTED] del Libro Soci e del Libro delle Assemblee dei Soci⁹.

* * *

Per quanto riguarda, infine, la struttura dell'elaborato, coerentemente con il perimetro dell'incarico e l'approccio metodologico adottato, il presente documento è stato articolato come segue:

- **nel capitolo 2** viene fornita una sintetica descrizione del contesto di riferimento, con particolare riguardo alle informazioni relative ai principali accadimenti riguardanti il procedimento di esecuzione mobiliare, nel cui ambito è stato svolto l'incarico in commento, (paragrafo 2.1), alle quali seguirà, un' introduzione di Maba S.r.l. con specifico riferimento alle principali informazioni di carattere societario e all'andamento economico finanziario della stessa nel corso degli ultimi anni, ossia nel periodo 2017 – 2020 (paragrafo 2.2);
- **il capitolo 3** è dedicato alla valutazione del valore economico di Maba S.r.l.;
- **il capitolo 4** riporta le risultanze della valutazione della partecipazione del Sig. [REDACTED] nel capitale sociale della stessa Società;

⁸ "Valutazione di libero mercato al 31 dicembre 2020 del complesso immobiliare e delle aree di proprietà di Biella Leasing S.P.A. ubicate in comune di Pavia in viale della Repubblica, 10, 34 e 38, concesse in locazione finanziaria a Maba S.r.l.".

⁹ Comprensivo delle relazioni predisposte dall'Amministratore Unico a supporto delle delibere dei soci.



- **nel capitolo 5**, infine, si riepilogano sinteticamente le risultanze emerse dal processo valutativo effettuato dal sottoscritto.



2. IL CONTESTO DI RIFERIMENTO

2.1 Esecuzione Mobiliare R.G.E 2709/2020

Con riferimento ai principali accadimenti/atti caratterizzanti il procedimento in commento si segnala quanto segue:

- nel dicembre 2012 [REDACTED] (in qualità di socio di L.D.L. Logistica Distribuzione Lombarda S.r.l.¹⁰) conveniva in giudizio dinnanzi al Tribunale di Milano:
 - i. gli amministratori della società al tempo in carica [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED] - nonché la medesima L.D.L. Logistica Distribuzione Lombarda S.r.l. *“in quanto litisconsorte necessario”* - denunciando asseriti *“molteplici atti di mala gestio conclusi in conflitto d’interessi”*;
 - ii. i componenti del Collegio Sindacale della stessa società all’epoca in carica, [REDACTED] *“per omesso controllo e vigilanza”* nonché talune compagnie assicurative *“chiamate in garanzia”* su istanza degli stessi sindaci convenuti¹²;
 - iii. Alvi S.r.l. in liquidazione, società che secondo lo stesso [REDACTED] avrebbe *“beneficiato delle condotte illecite degli amministratori”* di L.D.L. Logistica Distribuzione Lombarda S.r.l., *“attesa l’identità”* della compagine societaria e dell’organo amministrativo delle due società;

¹⁰ Società avente sede legale a Milano in Corso Magenta 56 (C.F./P.IVA: 12312460152), della cui compagine societaria [REDACTED] attualmente fa parte in ragione di una quota del 15,48%.

¹¹ Il Sig. [REDACTED] attualmente fa parte della compagine societaria di: (i) L.D.L. Logistica Distribuzione Lombarda S.r.l. in ragione di una quota del 9,30%; (ii) Magis S.p.A. in ragione di una quota del 16%;

¹² Ovverosia Società Reale di Mutua Assicurazione, Generali Italia S.p.A. e CNA Insurance Company Limited.



- [REDACTED] richiedeva al Tribunale adito la condanna degli amministratori e dei sindaci di cui ai punti precedenti nonché di Alvi S.r.l. in liquidazione - in solido tra loro - al risarcimento del danno subito sia in proprio (per Euro 1 milione)¹³ sia da L.D.L. Logistica Distribuzione Lombarda S.r.l. (quantificato complessivamente in circa Euro 15 milioni)¹⁴;
- con sentenza n. 13815/2016 del dicembre 2016, il Tribunale di Milano accoglieva parzialmente le pretese risarcitorie avanzate da [REDACTED] [REDACTED] condannando i predetti amministratori convenuti (dimessisi dalle proprie cariche nelle more del giudizio) e Alvi S.r.l. in liquidazione al pagamento - in solido tra loro - di Euro 1,56 milioni in favore di L.D.L. Logistica Distribuzione Lombarda S.r.l.; lo stesso giudice di prime cure, per contro, disponeva *“la separazione delle cause e la sospensione del processo, limitatamente ai rapporti processuali tra attore [REDACTED], (ex) sindaci (anch’essi dimissionari) e compagnie di assicurazioni”* garanti¹⁵;
- la sentenza di primo grado veniva impugnata mediante distinti ricorsi dinnanzi alla Corte d’Appello di Milano (Sezione specializzata in materia di impresa) da Alvi S.r.l. in liquidazione (proc. n. R.G. 2966/2017), da [REDACTED] [REDACTED] (proc. n. R.G.

¹³ Corrispondenti alla somma dei risarcimenti pretesi - rispettivamente - dagli amministratori e dai sindaci di L.D.L. Logistica Distribuzione Lombarda S.r.l. convenuti (Euro 500 mila) e da Alvi S.r.l. in liquidazione (Euro 500 mila).

¹⁴ Corrispondenti alla somma delle domande di risarcimento formulate nei confronti - rispettivamente - degli amministratori e dei sindaci di L.D.L. Logistica Distribuzione Lombarda S.r.l. (per circa Euro 8,8 milioni) e di Alvi S.r.l. in liquidazione (per circa Euro 6,2 milioni).

¹⁵ Nello specifico, tale sospensione veniva disposta ai sensi dell’art. 337 co. 2 c.p.c. in considerazione di una precedente sentenza emessa dal Tribunale di Lodi (n. 128/2016 del 28/12/2015) e successivamente fatta oggetto di un gravame di appello, in virtù della quale [REDACTED] vedeva riconoscersi dal giudice di prime cure la legittimità della propria impugnazione di una delibera di aumento del capitale sociale di L.D.L. Logistica Distribuzione Lombarda S.r.l. del marzo 2012, il cui esito portava a ridurre la quota di partecipazione dello stesso Bruschieri al 15,48%, ovvero al di sotto della soglia di un quinto del capita sociale richiesta *“quale presupposto di legittimazione del socio di s.r.l. all’azione di responsabilità dei sindaci”*.



2981/2017) nonché da [REDACTED] (proc. n. R.G. 2982/2017). Per quanto rilevante ai fini del procedimento di esecuzione mobiliare di cui al presente documento, una volta riuniti i predetti ricorsi, la Corte d'Appello di Milano - con sentenza n. 2238/2019 depositata nel maggio 2019 - poneva definitivamente a carico delle predette parti attrici "*le spese della CTU di primo grado*", unitamente alle spese legali dei due gradi di giudizio, con quota parte a carico di [REDACTED] (inizialmente pagata da Alvi S.r.l. in liquidazione) liquidata in circa Euro 29 mila;

- al fine di vedersi restituita la quota di spese legali e della CTU posta dal giudice d'appello a carico di [REDACTED] nel luglio 2019 Alvi S.r.l. in liquidazione notificava a quest'ultimo una intimazione di precetto al pagamento (successivamente rinnovata nel gennaio 2020) della somma di circa Euro 29 mila oltre interessi, spese e successive occorrenze;
- nel febbraio 2020, Alvi S.r.l. in liquidazione presentava al Tribunale di Milano istanza di pignoramento delle quote di partecipazione, pari al 12,33%, nel capitale sociale di Maba S.r.l. (C.F./P.IVA: 11049830158) di proprietà di [REDACTED] [REDACTED] fino alla concorrenza del credito vantato; istanza, questa, successivamente accolta con il deposito dell'atto di pignoramento presso il Registro delle Imprese nel giugno 2020;
- sempre nel giugno 2020, la parte creditrice procedente (nel frattempo fusasi per incorporazione in Magis S.p.A.¹⁶) presentava istanza al Giudice Esecutivo

¹⁶ Più precisamente nel gennaio 2020 l'Assemblea dei Soci di Alvi S.r.l. in liquidazione deliberava l'approvazione del progetto di fusione mediante incorporazione della stessa società nonché della propria partecipata Alvi Food S.r.l. in Magis S.p.A..



presso il Tribunale di Milano per disporre la vendita ovvero l'assegnazione in proprio favore delle quote di Maba S.r.l. pignorate, chiedendo altresì la nomina del socio [REDACTED] a custode delle stesse;

- in data 3 ottobre 2020 il Giudice Dott. Giacomo Puricelli conferiva allo scrivente l'incarico di redigere una *check – list*, relativamente a Maba S.r.l., che evidenziasse l'effettiva possibilità di collocare sul mercato la suddetta quota di proprietà di [REDACTED] oggetto di pignoramento;
- all'esito del suddetto incarico, in data 13 maggio 2021, il giudice dell'esecuzione, riteneva necessario nominare un esperto per la stima della suddetta partecipazione.

Per completezza d'informativa si segnala inoltre quanto segue:

- in forza della predetta sentenza della Corte d'Appello di Milano n. 2238/2019, [REDACTED] veniva condannato altresì a rifondere i convenuti a giudizio [REDACTED] delle spese di lite del giudizio di secondo grado, liquidate complessivamente in circa Euro 22,8 mila¹⁷, in considerazione dell'inammissibilità del ricorso intentato dallo stesso [REDACTED] nei loro confronti;
- affinché potessero essere recuperate le spese legali di cui al punto precedente, nel gennaio 2020 gli stessi convenuti notificavano a [REDACTED] una intimazione al precetto di pagamento di una somma complessiva pari a circa Euro 28,4 mila, oltre interessi e spese;

¹⁷ A questa somma si aggiungeva un risarcimento (liquidato complessivamente in circa Euro 27,6 mila) in favore delle compagnie assicurative garanti Società Reale di Mutua Assicurazione, Generali Italia S.p.A. e CNA Insurance Company Limited.



- essendo rimasta infruttuosa tale intimazione di precetto, nel febbraio 2020 [REDACTED] - rappresentati e difesi dagli Avv.ti [REDACTED] nell'ambito di un ulteriore procedimento di esecuzione mobiliare rubricato al n. R.G.E. 2876/2020 - presentavano istanza al Tribunale di Milano al fine di ottenere il pignoramento delle quote di partecipazione in Maba S.r.l.. Gli stessi creditori procedenti presentavano successivamente istanza di vendita delle quote societarie pignorate nel luglio 2020;
- essendo infine venuti a conoscenza dell'esistenza del procedimento di esecuzione mobiliare di cui al presente documento, nel settembre 2020 i creditori procedenti [REDACTED] presentavo al Giudice Esecutivo adito presso il Tribunale di Milano l'autorizzazione all'accesso al fascicolo del medesimo procedimento, al fine di verificare *"l'opportunità di proporre istanza di riunione alla procedura promossa"*.

2.2 Brevi cenni in merito a Maba S.r.l.

La compagine societaria di Maba S.r.l., costituita in data 11 novembre 1993, con sede legale a Milano in Corso Magenta 56, risulta così composta:

- [REDACTED] - 12,33% (quota sottoposta a pignoramento con atto depositato il 23 giugno 2020 nell'ambito del presente procedimento);
- [REDACTED] - 15,13%);



Si precisa, altresì, che, poiché la Società redige la propria informativa di bilancio sulla base delle norme del codice civile integrato con i principi contabili (c.d. ITA GAAP) emanati dall'OIC (Organismo Italiano di Valutazione), i suddetti immobili non risultano iscritti nell'attivo patrimoniale. La Società, non essendo proprietaria degli immobili in gestione, presenta una struttura della Stato Patrimoniale alquanto snella, come più dettagliatamente riportato nella seguente tabella, in cui vengono riepilogate le principali grandezze patrimoniali - finanziarie della stessa nel periodo 2017 – 2020.

Tabella 2.1 – Stato Patrimoniale di Maba S.r.l. nel periodo 2017 - 2020

Importi in Euro	31/12/17	31/12/18	31/12/19	31/12/20
Immobilizzazioni Immateriali	191.471	276.325	257.206	241.539
Immobilizzazioni Materiali	-	-	-	-
Immobilizzazioni Finanziarie	-	-	-	-
Totale immobilizzazioni	191.471	276.325	257.206	241.539
Crediti commerciali	-	21.604	-	159.375
Debiti commerciali	(1.611)	(149.732)	(33.986)	(16.253)
Altre attività e passività	(33.019)	388.126	298.972	59.903
<i>Altre Attività</i>	<i>39.392</i>	<i>399.276</i>	<i>312.514</i>	<i>268.019</i>
<i>Altre Passività</i>	<i>(72.411)</i>	<i>(11.150)</i>	<i>(13.542)</i>	<i>(208.116)</i>
Capitale Circolante Netto	(34.630)	259.998	264.986	203.025
TFR	-	-	-	-
Altri fondi	-	-	-	-
Totale fondi	-	-	-	-
Capitale Investito Netto	156.841	536.323	522.192	444.564
Debiti finanziari	154.167	129.167	129.167	129.167
<i>Debiti verso altri finanziatori</i>	<i>154.167</i>	<i>129.167</i>	<i>129.167</i>	<i>129.167</i>
Disponibilità liquide e attività fin.	(49.537)	(12.579)	(7.713)	(57.909)
Posizione Finanziaria Netta	104.630	116.588	121.454	71.258
Patrimonio Netto	52.211	419.735	400.738	373.306
Totale Fonti	156.841	536.323	522.192	444.564

Fonte: Bilanci di esercizio 2017 - 2020

A commento ed integrazione di quanto riportato in tabella si segnala che:



- a livello di capitale immobilizzato, la Società ha contabilizzato (ed ammortizzato nel tempo) l'onere corrisposto nel 2004 per il subentro nel contratto di leasing del fabbricato;
- le fonti di finanziamento sono costituite in misura prevalente dai mezzi propri che a fine 2020 si attestavano a circa Euro 373 mila. Al riguardo, si precisa che, all'esito dell'analisi dei rendiconti finanziari della Società, è emerso che nel 2018 la società effettuava un aumento in denaro del capitale sociale per Euro 400 mila, come più dettagliatamente riportato nella seguente tabella, in cui vengono riepilogati i rendiconti finanziari di Maba sempre nel periodo 2017 – 2020.

Tabella 2.2 – Rendiconto Finanziario di Maba S.r.l. nel periodo 2017 - 2020

<i>Importi in Euro</i>	31/12/17	31/12/18	31/12/19	31/12/20
Cassa di Inizio Periodo (A)		49.537	12.579	7.713
Risultato dell'Esercizio	(37.271)	(32.476)	(18.997)	(27.432)
Ammortamenti	19.062	24.098	23.382	15.667
Acc.to fondo svautazione crediti				
Altre Svalutazioni				
Autofinanziamento	(18.209)	(8.378)	4.385	(11.765)
Variazioni Capitale Circolante Netto	34.630	(294.628)	(4.988)	61.961
Variazione Fondi	-	-	-	-
Flusso di cassa gestione operativa	16.421	(303.006)	(603)	50.196
Variazione immobilizzazioni immateriali	(210.533)	(108.952)	(4.263)	-
Variazione imm. materiali	-	-	-	-
Variazione imm. Finanziarie	-	-	-	-
Flusso di cassa attività di investimenti	(210.533)	(108.952)	(4.263)	-
Variazione debiti finanziari	154.167	(25.000)	-	-
Variazione patrimonio netto	89.482	400.000	-	-
Flusso di cassa dalle attività finanziarie	243.649	375.000	-	-
Totale flusso di cassa del periodo (B)	49.537	(36.958)	(4.866)	50.196
Cassa di Fine Periodo (A+B)	49.537	12.579	7.713	57.909

Fonte: Bilanci di esercizio 2017 - 2020



Per completezza di informativa si precisa altresì che l'aumento di capitale in commento, veniva effettuato per Euro 19 mila a titolo di capitale e per Euro 381 mila a titolo di sovrapprezzo¹⁸.

A livello di conto economico, infine, nel citato periodo 2017 – 2020 la gestione aziendale presentava sempre (ad eccezione del 2019) un risultato operativo negativo, come riportato nella seguente tabella.

Tabella 2.3 – Conto Economico di Maba S.r.l. 2017 - 2020

Euro	31/12/17	Inc. %	31/12/18	Inc. %	31/12/19	Inc. %	31/12/20	Inc. %
Ricavi	266.684	95,9%	329.083	94,1%	332.500	99,0%	332.500	98,0%
Incrementi pr lavori interni								
Altri ricavi	11.440	4,1%	20.538	5,9%	3.216	1,0%	6.856	2,0%
Totale Valore della produzione	278.124	100,0%	349.621	100,0%	335.716	100,0%	339.356	100,0%
Materie prime, sussid., merci	-	-	-	-	-	-	-	-
Servizi	(46.467)	(16,7%)	(34.865)	(10,0%)	(26.035)	(7,8%)	(28.573)	(8,4%)
Per godimento di beni di terzi	(172.679)	(62,1%)	(216.316)	(61,9%)	(215.126)	(64,1%)	(243.003)	(71,6%)
Per il personale	-	-	-	-	-	-	-	-
Oneri diversi di gestione	(55.953)	(20,1%)	(80.073)	(22,9%)	(60.768)	(18,1%)	(60.728)	(17,9%)
Variazione rimanenze	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	3.025	1,1%	18.367	5,3%	33.787	10,1%	7.052	2,1%
Ammortamento Imm. Immateriali	(19.062)	(6,9%)	(24.098)	(6,9%)	(23.382)	(7,0%)	(15.667)	(4,6%)
Ammortamenti imm. Materiali	-	-	-	-	-	-	-	-
Altre svalutazioni	-	-	-	-	-	-	-	-
Svalutazione crediti	-	-	-	-	-	-	-	-
EBIT	(16.037)	(5,8%)	(5.731)	(1,6%)	10.405	3,1%	(8.615)	(2,5%)
Oneri e proventi finanziari	(3.377)	(1,2%)	(2.648)	(0,8%)	(2.402)	(0,7%)	(2.317)	(0,7%)
Rettifiche di valori	-	-	-	-	-	-	-	-
Oneri e proventi straordinari	-	-	-	-	-	-	-	-
EBT	(19.414)	(7,0%)	(8.379)	(2,4%)	8.003	2,4%	(10.932)	(3,2%)
Imposte	(17.857)	(6,42%)	(24.097)	(6,89%)	(27.000)	(8,04%)	(16.500)	(4,86%)
Reddito netto	(37.271)	(13,4%)	(32.476)	(9,3%)	(18.997)	(5,7%)	(27.432)	(8,1%)

Fonte: Bilanci di esercizio 2017 - 2020

Di seguito alcuni brevi commenti sui dati di conto economico di Maba riportati in tabella:

- nel periodo 2017-2020 la Società non ha mai raggiunto il *break even* (punto di pareggio) a livello di risultato d'esercizio;

¹⁸ Più precisamente tale aumento "(...) non veniva sottoscritto da alcuno dei Soci e quindi sottoscritto e versato interamente da Alvifood S.r.l. (...)". In particolare, "(...) Alvifood S.r.l., subentrata nel diritto di opzione non sottoscritto dagli altri soci (...) si è resa disponibile a sottoscrivere integralmente l'aumento di capitale, a fronte della rinuncia all'opzione da parte (...) di questi ultimi.



- i costi per il godimento di beni di terzi (canoni di leasing) risultano essere la voce di costo più rilevante nell'ambito dei costi operativi. Viceversa i costi per il personale risultano costantemente pari a zero poiché la società "*(...) non ha avuto personale alle proprie dipendenze (...)*";

Per completezza di informativa si segnala, altresì, che la società si caratterizzava per avere quote significative di costi operativi (i.e., IMU) fiscalmente non deducibili, venendosi pertanto a determinare un reddito fiscale imponibile sempre positivo ancorché il risultato civilistico ante imposte fosse negativo.



3. VALUTAZIONE DI MABA S.R.L

Avendo a riferimento il quesito posto dal Giudice dell'esecuzione ed in attuazione dell'incarico conferito, nel presente paragrafo si espongono gli esiti degli approfondimenti tecnici condotti dallo scrivente in merito alla valutazione del valore corrente di mercato (o *Fair Value*) di Maba S.r.l., quale, come anticipato in sede di premessa, imprescindibile passaggio propedeutico alla valutazione della citata partecipazione del Sig. [REDACTED] nel capitale della stessa Società. Di fatti come si dirà più compiutamente nel prosieguo, **a livello metodologico, la stima del valore di una partecipazione in una entità giuridica si traduce nella applicazione della percentuale di partecipazione al capitale della stessa al valore complessivo ad essa attribuito.**

In particolare, muovendo dalla scelta del criterio di valutazione più appropriato per giungere alla stima del valore della Società, tenuto in particolar modo conto degli elementi di valutazione disponibili alla Data di riferimento, l'approccio valutativo utilizzato si basa congiuntamente sia sull'aspetto patrimoniale che sul profilo reddituale della Società. Il riferimento alla dimensione patrimoniale della Società, considerata nei suoi valori correnti, ha comportato altresì la necessità di stimare il valore di libero mercato del citato complesso immobiliare concesso in locazione finanziaria a Maba da Biella Leasing S.p.A. con riferimento alla quale, come detto, il sottoscritto si è avvalso del supporto professionale del Dott. Arch. Antonio Dallera.



In particolare ancorché per la stima in commento l'Arch Dallera si sia attenuto a metodologie e principi valutativi di generale accettazione, facendo particolare riferimento al metodo di confronto diretto da indagine di mercato, lo stato occupazionale in essere, legato e derivante dalle citate contrattualistiche sublocative, per le porzioni edificate complete delle relative aree di giacenza e di quelle pertinenziali, ha imposto una verifica sull'equità della redditività percepita. Vieppiù, al fine di accertare il valore, è stato effettuato da parte dello stesso Architetto un sopralluogo interno ed esterno sull'immobile, durante il quale è stata rilevata, a integrazione delle informazioni e della documentazione ricevuta per consistenze, destinazioni d'uso, stato occupazionale, etc, anche la situazione immobiliare legata a qualità, condizioni, caratteristiche, usi materici, livelli impiantistici, stato manutentivo e di conservazione, etc.

Ciò detto, nel successivo paragrafo 3.1 vengono illustrati i principali metodi di valutazione in commento sviluppati dalla dottrina e dalla prassi professionale, mentre al paragrafo 3.2 vengono riportate talune osservazioni tecniche riguardanti la metodologia di valutazione adottata per la stima del suddetto valore della Società (paragrafo 3.2). Da ultimo, il paragrafo 3.3 riporta gli esiti del processo valutativo condotto.

3.1 Metodi di valutazione sviluppati dalla dottrina e dalla prassi professionale

A titolo di premessa è necessario precisare che i metodi di valutazione sviluppati dalla dottrina e dalla prassi professionale devono essere intesi quali strumenti analitici volti a individuare, per ogni specifica situazione, gli elementi razionali di



valutazione utilizzabili e, quindi, il valore aziendale e/o il valore di un'attività loro connesso. Ogni metodologia che meglio si adatta alla valutazione di una o di alcune specifiche fattispecie, può non fornire un valido apprezzamento di aziende con una struttura economico-finanziaria diversa o con attività caratteristica differente.

La scelta dei criteri di valutazione più appropriati per giungere alla stima del valore di un'attività è fondata sulla considerazione che gli elementi di valutazione disponibili, siano essi di natura quantitativa o qualitativa, debbano essere scelti in funzione delle specifiche caratteristiche dell'attività e del suo livello di operatività.

I metodi più frequentemente suggeriti dalla dottrina come riferimento per l'analisi valutativa, possono essere suddivisi in:

- **criteri analitici** che forniscono una stima del valore di un'azienda sulla base dei suoi fondamentali attuali e prospettici e sono adatti a stimare il valore intrinseco di un'azienda;
- **criteri di mercato** che, attraverso l'utilizzo di appositi multipli, confrontano il prezzo di mercato con alcune grandezze fondamentali, come il fatturato e il risultato operativo, di un campione di società comparabili per business e posizionamento nel mercato di riferimento, con quella oggetto di valutazione;

Più precisamente **per quanto riguarda i criteri analitici**, il processo di valutazione d'azienda comporta l'analisi e la valutazione del suo patrimonio, formato da beni e rapporti attivi e passivi, nonché della sua posizione finanziaria, della sua capacità di reddito, della sua capacità di generare flussi finanziari, della qualità dell'organizzazione e delle risorse umane, nonché delle condizioni del mercato e della posizione competitiva dell'azienda.



In relazione a quanto sopra, i diversi metodi analitici di valutazione elaborati in dottrina ed adottati nella prassi premiano alternativamente il contenuto finanziario, reddituale o patrimoniale dell'azienda.

Tali metodi si distinguono in:

- **finanziari**, basati sull'assunto che un'impresa in funzionamento sia un investimento in atto e che, pertanto, la definizione del valore di un complesso aziendale sia definibile come un caso particolare dell'analisi economica degli investimenti. Secondo tali metodi, il valore economico di un'azienda è pari al valore dei flussi monetari operativi o netti disponibili, attualizzati applicando un tasso pari rispettivamente al costo medio ponderato del capitale o al costo del capitale di rischio, il quale riflette il grado di rischio dell'investimento;
- **reddituali**, i quali traggono spunto dalla valutazione della capacità reddituale dell'azienda o delle attività oggetto di valutazione. Le valutazioni attraverso i metodi reddituali sono basate sulla definizione della redditività tipica e prospettica, emergente dalle attività oggetto della valutazione. Il reddito individuato, detto reddito normalizzato, deve pertanto essere depurato da tutti i componenti non ricorrenti oppure non attinenti all'attività tipica oggetto di valutazione;
- **patrimoniale semplice**, con il quale il valore scaturisce dalla contrapposizione delle attività, opportunamente valutate, e delle passività sulle quali viene espresso un giudizio di congruità. La valutazione delle attività può avvenire con diversi procedimenti, secondo la tipologia dei beni di cui si tratta, del settore di appartenenza dell'azienda e delle caratteristiche tipiche dell'azienda stessa;



- **misti**, che combinano le caratteristiche dei metodi patrimoniali e reddituali.

Considerato il diverso peso che i vari metodi di valutazione attribuiscono ai fattori patrimoniali ed economici ed il peso e la volatilità delle previsioni di crescita, la tecnica professionale non produce un valore unico d'azienda, ma valori diversi, in funzione del variare del peso attribuito agli elementi presi in considerazione e delle assunzioni effettuate.

Per quanto riguarda i criteri di mercato, tali metodi di valutazione sono basati sull'andamento dei mercati finanziari, sui giudizi di valore che essi implicitamente esprimono e sui prezzi di operazioni di acquisizione avvenute per aziende del medesimo settore. Tali metodi si basano sul confronto tra le caratteristiche strutturali, finanziarie e reddituali della società oggetto della valutazione e le analoghe caratteristiche presentate da un campione di società considerate comparabili, per le quali si disponga di notizie ed informazioni sufficienti.

I metodi in esame sono:

- **il metodo delle quotazioni di borsa** che esprime il valore d'azienda sulla base della capitalizzazione dei titoli negoziati sul mercato borsistico. L'attendibilità dei risultati ottenuti da tale metodologia dipende essenzialmente dal periodo di osservazione dei prezzi, in quanto orizzonti temporali sufficientemente estesi consentono di depurare i corsi da eventuali fattori speculativi attinenti il titolo oggetto di valutazione o da congiunture di mercato contraddistinte da elevate fluttuazioni;



- **il metodo dei multipli**, in base al quale l'azienda è valutata con riferimento a quotazioni di borsa di aziende operanti nello stesso settore o a valori di mercato rilevabili attraverso l'analisi di operazioni di compravendita azionaria o relativi ad aziende comparabili¹⁹.

3.2 Metodologia di valutazione adottata per Maba S.r.l.

La scelta della metodologia di valutazione applicata per la stima del valore economico della Società è stata effettuata tenendo conto delle finalità della stima, delle caratteristiche patrimoniali e operative della medesima, del settore di riferimento e delle informazioni disponibili alla Data di riferimento.

Ai fini della stima del valore economico di Maba si è utilizzato come metodo valutativo **il metodo misto patrimoniale-reddituale declinato nella versione «asset side»²⁰**. Il metodo in esame appare infatti idoneo a valorizzare gli aspetti peculiari della Società sintetizzabili nei seguenti elementi: **i)** disponibilità di immobili non di proprietà il cui valore di mercato, come evidenziato nel prosieguo della perizia, supera il valore attuale delle rate di leasing ancora da pagare; **ii)**

¹⁹ Obiettivo di tale metodologia è il confronto fra l'azienda da valutare ed aziende comparabili dello stesso settore, cercando di stabilire, in rapporto al grado di comparabilità dell'azienda valutata rispetto al campione di riferimento, parametri ragionevolmente utilizzabili per l'azienda oggetto di valutazione.

A tal fine il prezzo pagato per il trasferimento di partecipazioni e il prezzo di borsa di azioni delle società comparabili (capitalizzazione di borsa) vengono rapportati a grandezze significative dell'attività delle stesse, ottenendo un ambito di indicatori da applicare alle medesime grandezze riferite all'azienda oggetto di valutazione. In genere, gli indicatori più frequentemente applicati sono i rapporti Valore d'azienda/Fatturato, Valore d'azienda/EBITDA, Valore d'azienda/EBIT, Prezzo/Utili e Prezzo/Patrimonio Netto.

Poiché risulta spesso difficile disporre di un campione significativamente comparabile con l'azienda oggetto di valutazione, il metodo risulta più frequentemente adottato come metodo di confronto ed utilizzato per verificare la ragionevolezza dei risultati ottenuti con altri metodi.

²⁰ Il metodo misto sia nella versione equity side che asset side considera congiuntamente nell'algorithmo valutativo sia l'aspetto patrimoniale (patrimonio netto/capitale investito netto) che il profilo reddituale di una azienda (nopat/ reddito netto).



profilo economico che tiene conto della capacità della società di impiegare in modo più o meno profittevole tali immobili.

Nella sua pratica applicazione, il processo valutativo in cui si sviluppa il metodo misto è volto ad evidenziare in primo luogo la dimensione patrimoniale considerata nei suoi valori correnti, e a rettificare in un secondo momento i valori patrimoniali mediante la stima dell'avviamento positivo o negativo sulla base del valore attuale dei sovra-redditi/(sotto-redditi) che si generano attraverso la gestione aziendale.

Nello specifico, **il metodo misto nella versione *asset side* stima il valore di un'azienda come somma algebrica dei seguenti addendi:**

1. valore operativo o «*enterprise value*» (EV) della Società, a sua volta calcolato tramite la somma algebrica delle seguenti componenti:

- **capitale investito netto (CIN) espresso a valori correnti.** In particolare il CIN esprime il capitale dell'azienda investito nelle attività operative (immobilizzazioni materiali, immateriali e capitale circolante netto) che viene finanziato mediante l'equity aziendale e i debiti finanziari netti;
- **l'avviamento positivo (*Goodwill*) o negativo (*Badwill*) generato dalla gestione aziendale,** corrispondente al valore attuale della differenza (positiva o negativa) tra reddito operativo al netto delle imposte (**NOPAT**) e il rendimento «normale» del capitale investito, espresso come prodotto del costo medio ponderato del capitale di rischio e di debito (WACC) con il capitale investito stesso.

2. posizione finanziaria netta (PFN);



3. eventuali *surplus assets*²¹.

3.3 Valutazione di Maba S.r.l.

Coerentemente a quanto previsto dalla metodologia di valutazione applicata, la stima del valore corrente di Maba, ha comportato lo svolgimento di un processo valutativo, da parte di chi scrive, sostanzialmente articolatosi nelle seguenti fasi²²:

- 1) **stima del Capitale Investito Netto (CIN) rettificato**, ossia espresso a valori correnti;
- 2) **stima**, al fine della determinazione dell'avviamento positivo (*goodwill*) o negativo (*badwill*) generato dalla gestione aziendale, **del: i) reddito operativo della Società al netto delle imposte (NOPAT)** relativamente al periodo gennaio 2021 – febbraio 2030; **ii) costo medio ponderato del capitale (WACC)** al 31 dicembre 2020;
- 3) **stima dell'avviamento positivo (*goodwill*) o negativo (*badwill*) generato dalla gestione aziendale** (consistente nella gestione del citato complesso immobiliare concesso in locazione finanziaria alla Società da Biella Leasing S.p.A.);
- 4) **stima del valore operativo o *enterprise value* della Società** ottenuto dalla somma algebrica delle grandezze di cui ai precedenti punti 1 e 3 e **stima del valore corrente della Società**, calcolato tramite la somma algebrica dello

²¹ I *surplus asset* sono identificabili come le attività la cui ipotetica liquidazione alla data di riferimento della valutazione non viene giudicata compromettente per la futura attività operativa dell'impresa. Tali attività, normalmente caratterizzate da un profilo di rischio diverso da quello delle attività operative dell'azienda, devono essere valutate separatamente.

²² Per completezza di informativa si precisa che nel caso specifico non sono stati riscontrati i c.d. *surplus assets*.



stesso *Enterprise Value* ed il valore della Posizione Finanziaria Netta (PFN) alla

Data di riferimento.

Ciò detto all'esito degli approfondimenti tecnici condotti si segnala di seguito quanto emerso con riferimento a ciascuna delle suddette fasi:

- 1) **il CIN rettificato** al 31 dicembre 2020 è stato stimato per un valore pari a **Euro 3.252 mila** come riportato nella seguente tabella.

Tabella 3.1 – Capitale Investito Netto rettificato al 31 dicembre 2020

<i>Importi in Euro/000</i>		
	Descrizione	Importi
A	Capitale investito netto al 31.12.2020	445
	<i>Valore corrente asset in locazione fin.</i>	<i>6.988</i>
-	<i>valore attuale rate di leasing rimanenti</i>	<i>(2.934)</i>
-	<i>valore contabile immob. da subentro</i>	<i>(161)</i>
=	<i>Plusvalenza lorda</i>	<i>3.893</i>
-	<i>Imposte latenti (IRES+ IRAP)</i>	<i>(1.086)</i>
B =	Plusvalenza netta su asset in locazione fin.	2.807
A+B	Capitale investito netto rettificato al 31.12.2020	3.252

Fonte: Elaborazioni proprie e documentazione societaria

Più precisamente, la grandezza in commento corrisponde al valore contabile del capitale investito al 31 dicembre 2020 (Euro 445 mila) incrementato del valore della plusvalenza netta sugli *asset* in locazione finanziaria (Euro 2.807 mila)²³.

Tale plusvalenza è stata calcolata muovendo dal valore di mercato, stimato dall' Arch. Dallera, degli *asset* immobiliari di cui Maba dispone in virtù dei citati

²³ L'impostazione seguita nello stimare la plusvalenza implicita risulta coerente con l'approccio utilizzato nella prassi contabile e fiscale per stimare il valore di subentro qualora vi sia una cessione del contratto di leasing. Nel caso specifico l'ammontare complessivamente stimato risultava così composto: i) Euro 1,7 milioni per la porzione dell'immobile adibita a magazzino; ii) Euro 912 mila per la porzione dell'immobile adibita ad uffici; iii) Euro 163 mila per il terreno.



contratti di leasing sottoscritti nel 2004 (immobile) e nel 2007 (terreno), complessivamente pari a Euro 6,9 milioni²⁴ e, sottraendo allo stesso: **(i)** il valore attuale delle rate di leasing rimanenti (Euro 2,9 milioni)²⁵; **(ii)** il valore contabile dell'onere capitalizzato relativo al subentro nel contratto di leasing dell'immobile²⁶ (Euro 161 mila); **(iii)** l'ammontare della fiscalità latente (27,9%) alla Data di riferimento (Euro 1.086 mila). **La plusvalenza stimata alla Data di riferimento implica un valore di mercato dei citati immobili più elevato rispetto al valore attuale delle rate ancora da corrispondere;**

2) **in merito alle valutazioni propedeutiche al calcolo dell'avviamento** (positivo o negativo) generato dalla gestione aziendale, si riporta quanto segue:

- **con riferimento alla stima del reddito operativo della Società al netto delle imposte (NOPAT)** relativamente al periodo gennaio 2021 – febbraio 2030 vengono riepilogati nella tabella seguente i passaggi algebrici condotti ai fini della stessa:

²⁴ Alla data del 31 dicembre 2020 i valori attribuiti dall'Architetto Dallera agli asset immobiliari corrispondono a: i) Euro 3,9 milioni per la porzione dell'immobile adibita a magazzino; ii) Euro 1,9 milioni per la porzione dell'immobile adibita ad uffici; iii) Euro 1,1 milioni per il terreno. Per quanto concerne il terreno, la ^{relativa} valorizzazione è stata effettuata sulla base dell'attuale destinazione d'uso (area industriale), non essendo possibile allo stato attuale, identificare, sulla base degli strumenti urbanistici in vigore, una destinazione d'uso definitiva. Per una disamina puntuale dei criteri valutativi e dei parametri di mercato e finanziari utilizzati dall'Architetto Dallera per stimare i valori degli immobili si rimanda alla perizia dallo stesso redatta ed allegata al presente elaborato.

²⁵ Per quanto concerne il valore attuale delle rate di leasing si è fatto riferimento agli attuali piani di ammortamento finanziario. Si rileva che per il magazzino e gli uffici il contratto di leasing è unico e pertanto si è ritenuto di dovere suddividere il valore attuale delle rate di leasing sulla base dello specifico valore di mercato.

²⁶ Tale onere emerge in sede di cessione di un contratto di leasing allorché il valore corrente dell'immobile è superiore al valore attuale delle rate di leasing ancora da corrispondere.



Tabella 3.2 – Reddito operativo al netto delle imposte da gennaio 2021 a febbraio 2030

Importi in Euro/000										
Descrizione	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Reddito operativo (a)	(6,2)	(3,7)	(1,2)	1,3	3,8	6,3	8,9	11,5	14,2	16,8
+ <i>Canoni di leasing</i>	243	243	243	243	243	243	243	243	243	243
- <i>Ammortamenti (magazzino + uffici)</i>	(80)	(80)	(80)	(80)	(80)	(80)	(80)	(80)	(80)	(80)
= Reddito operativo rettificato	157	159	162	164	167	169	172	174	177	180
= <i>Reddito operativo rettificato imponibile*</i>	197	199	202	204	207	209	212	214	217	220
- <i>Imposte - IRES + IRAP dell'esercizio (corr. + diff)(b)</i>	(57)	(58)	(58)	(59)	(60)	(60)	(61)	(62)	(63)	(63)
= NOPAT (c) = (a) -(b)	100	102	103	105	107	109	111	113	115	19

(*) Al netto delle riprese fiscali in aumento

Fonte: Elaborazioni proprie

A commento e integrazione di quanto riportato in tabella si precisa che:

- sulla base dei dati di conto economico della Società al 31 dicembre 2020, la stima del **Reddito operativo** per gli anni successivi tiene conto dell'incremento annuo dei ricavi da affitti (stimata nell'1%) e dei costi operativi (medesima percentuale), con l'esclusione delle quote di ammortamento;
- muovendo dai suddetti valori stimati del Reddito operativo, si è poi proceduto al calcolo annuale del **reddito operativo rettificato**, aggiungendo i canoni di leasing (Euro 243 mila) e sottraendo il valore complessivo degli ammortamenti annui della suddetta plusvalenza netta sugli *asset in locazione finanziaria* (- Euro 80 mila)²⁷;
- il risultato operativo è stato poi espresso al netto della fiscalità della società (c.d. **NOPAT**), contraddistinta da significative riprese in aumento sia ai fini IRES che IRAP;

²⁷ Considerata la natura delle plusvalenze relative al magazzino e agli uffici, che in sostanza riflettono il maggior valore degli *assets*, le stesse (Euro 1,7 milioni per la porzione dell'immobile adibita a magazzino ed Euro 912 mila per la porzione dell'immobile adibita ad uffici) sono state ripartite, attraverso un processo di ammortamento, lungo la loro vita utile residua. Tenuto conto di quanto riportato nella relazione dell'Architetto Dalleria circa la vita utile residua delle due porzioni di fabbricato stimata in 33 anni, le quote di ammortamento in commento sono risultate pari a Euro 52 mila per il magazzino e Euro 28 mila per gli uffici, per un valore complessivo pari, appunto, a circa Euro 80 mila.



- il **costo medio ponderato del capitale (WACC)** al 31 dicembre 2020 è stato stimato per un percentuale pari al 6,69%, come dettagliato nella tabella seguente:

Tabella 3.3 – WACC al 31 dicembre 2020

WACC - 31/12/2020	
Costo del capitale proprio	
<i>Risk Free USA</i>	1,51%
<i>Inflazione USA</i>	2,00%
<i>Risk Free reale</i>	-0,48%
<i>Inflazione Paese</i>	1,00%
<i>Risk Free Inflational Adjusted</i>	0,52%
<i>CDS Spread</i>	1,80%
Risk Free Adj	2,32%
<i>Beta Unlevered</i>	0,57
<i>D/E</i>	1,65
<i>Aliquota Fiscale</i>	24,00%
Beta Levered	1,29
Premio per il rischio di mercato	5,50%
Size Premium	3,21%
<i>Company Specific Risk Premium</i>	0,00%
Costo del capitale proprio	12,63%
Costo del capitale proprio	
<i>Base</i>	
Spread	0,00%
Costo del debito (lordo imposte)	4,06%
<i>Aliquota Fiscale</i>	24,00%
Costo del debito (netto imposte)	3,09%
Costo del capitale proprio	
<i>E/(D+E)</i>	37,80%
<i>D/(D+E)</i>	62,20%
WACC	6,69%

Fonte: Bloomberg

Per quanto concerne la stima dei singoli parametri riportati in tabella, si precisa quanto segue: (i) il **costo del capitale proprio** è stato determinato in base al modello del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*)²⁸; (ii) il costo

²⁸ in particolare: (i) il **tasso di rendimento privo di rischio** (nel seguito anche "*tasso risk free adjusted*") utilizzato è stato ottenuto sommando al tasso di rendimento reale dei titoli di Stato di un Paese benchmark AAA (i.e. Stati Uniti d'America) le



del capitale di debito è stato stimato sulla **base del costo effettivo dei contratti di leasing**, pari al 4,06%; **(iii) il rapporto Equity / Totale Fonti** (nel seguito anche "E / (D + E)") e **Posizione Finanziaria Netta / Totale Fonti** (nel seguito anche "D / (D + E)") sono stati stimati **prendendo a riferimento la struttura finanziaria media dei Panel delle società comparabili**;

- 3) nel periodo da gennaio 2021 a febbraio 2030 sulla base del confronto tra i suddetti valori del NOPAT ed il rendimento del CIN rettificato (Euro 3.352 mila), stimato applicando allo stesso capitale il sopra citato tasso di rendimento del 6,69%, è emerso annualmente un **sotto reddito**, che, attualizzato²⁹, porta alla stima di **un avviamento negativo o *Badwill* pari a Euro 904 mila**, come riportato nella tabella seguente:

previsioni di inflazione di medio-lungo periodo attese per il Paese di riferimento ed il relativo *Country Risk Premium* (determinato sulla base del differenziale tra il CDS del Paese di riferimento ed il benchmark CDS del Paese). **Il tasso privo di rischio *adjusted* così stimato è risultato pari al 2,32%**. Tale parametro è stato stimato in linea con quanto stabilito dal *Discussion Paper* OIV secondo il quale occorre considerare "il rendimento privo di rischio con il tasso di rendimento dei titoli di Stato a scadenza, *inclusivo quindi del rischio paese*"; **(ii) il coefficiente Beta**, rappresentativo del grado di rischio non diversificabile della Società rispetto al settore di riferimento, è stato stimato prendendo a riferimento **la media dei Beta di società quotate in Borsa e operanti nel settore di riferimento della Società nei due anni precedenti la data del 31 dicembre 2020** (fonte: Bloomberg). Tale parametro è stato stimato in linea con quanto stabilito dal Documento di discussione OIV il quale prevede che "Il coefficiente beta può essere ricavato sulla base del beta unlevered medio di un gruppo di società comparabili, dopo averlo riespresso in forma levered sulla base di una struttura finanziaria obiettivo. In questi casi è necessario prevedere se il coefficiente beta così calcolato sia appropriato per la specifica impresa, considerati gli scostamenti (negativi) di natura sistematica tra dati di bilancio/piano e dati di consuntivo eventualmente registrati dall'entità."; **(iii) il premio per il rischio di mercato in Italia è stato stimato pari al 5,5%** (fonte: consensus di mercato); **(iv) il *size premium* è stato stimato pari al 3,21%** al fine di riflettere il maggior rischio connesso ad un investimento in una società di dimensioni ridotte rispetto al Panel di riferimento.

²⁹ Il sotto reddito in commento è stato attualizzato sulla base di un tasso di sconto allineato al *risk free rate* (pari al 2,32%).



Tabella 3.4 – Badwill generato dalla gestione aziendale da gennaio 2021 a febbraio 2030

Importi in Euro/000								
Anno	Periodo*	NOPAT	CIN	WACC	REMUNERAZIONE	Sovra/(sotto)	Fattore	Sovra/(sotto)
		(a)	(b)	(c)	CIN	reddito	di sconto	reddito attualizzato
					(d) = (b)*(c)	(e) = (a)- (d)	(f)	(g) = (e)*(f)
2021	1	100	3.252	6,69%	218	(118)	0,98	(115)
2022	2	102	3.252	6,69%	218	(116)	0,96	(111)
2023	3	103	3.252	6,69%	218	(114)	0,93	(107)
2024	4	105	3.252	6,69%	218	(112)	0,91	(102)
2025	5	107	3.252	6,69%	218	(110)	0,89	(99)
2026	6	109	3.252	6,69%	218	(109)	0,87	(95)
2027	7	111	3.252	6,69%	218	(107)	0,85	(91)
2028	8	113	3.252	6,69%	218	(105)	0,83	(87)
2029	9	115	3.252	6,69%	218	(103)	0,81	(84)
2030	9,17	19	3.252	6,69%	36	(17)	0,81	(14)
GOODWILL/(BADWILL)								(904)

(*) Da scontare

Fonte: Elaborazioni proprie

- 4) **il valore operativo o l'«enterprise value» (EV)** della Società al 31 dicembre 2020, calcolato come somma algebrica del CIN rettificato (Euro 3.252 mila) e del *Badwill* (Euro 904 mila) di cui ai puti precedenti, **è risultato, dunque, pari a Euro 2.348 mila**. Conseguentemente tramite la somma algebrica di tale valore e della PFN alla data del 31 dicembre 2020 (Euro 71 mila), è stato calcolato **il valore economico o equity value della Società pari a Euro 2.277 mila** alla Data di riferimento. Al riguardo nella tabella sottostante vengono riepilogati i calcoli relativi alle due grandezze in commento

Tabella 3.5 – Stima del valore economico della Società al 31 dicembre 2020

Importi in Euro/000		
Descrizione	Importi	
	Capitale investito netto (CIN)	3.252
+/-	GOODWILL/(BADWILL)	(904)
=	Enterprise value	2.348
+/-	Posizione finanziaria netta (PFN)	(71)
=	Equity value - EV - (100%)	2.277

Fonte: Elaborazioni proprie e Bilancio Maba S.r.l. al 31 dicembre 2020



4. VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE DEL SIG. GIAN PAOLO BRUSCHIERI

L'ultimo *step* del processo valutativo in commento riguarda la stima del valore di mercato della partecipazione del Sig. ██████████ nel capitale sociale della Società. A livello metodologico tale stima si è articolata in due fasi:

- stima del valore della partecipazione applicando il valore percentuale della partecipazione (12,33%) al valore complessivo attribuito alla società (Euro 2.277 mila). Tale prima fase ha comportato una **stima del valore pro quota della partecipazione pari a Euro 280,8 mila**;
- rettifica del valore di cui alla fase precedente tenuto conto delle peculiarità/caratteristiche della partecipazione. Nel caso specifico, trattandosi di una partecipazione di minoranza, chi scrive ha ritenuto doveroso applicare il c.d. sconto di minoranza, calcolato in modo indiretto, stimando la percentuale di sconto da applicare alla corrispondente quota del capitale sociale.

Più precisamente la suddetta percentuale di sconto è stata determinata in considerazione delle due componenti dello sconto di minoranza, ossia lo sconto per mancanza di:

- **controllo**, da intendersi unicamente quale sconto per la mancanza dei benefici privati associabili alle partecipazioni di maggioranza. Tale componente è stata **assunta nella percentuale dell'1,22%**, sulla base delle più recenti ricerche svolte in Italia in ambito accademico³⁰;

³⁰ Cfr.: Antonio Salvi, "Premi di maggioranza e sconti di minoranza. Metodi di stima ed evidenze empiriche in Europa, Giuffrè Editore, 2019. Al riguardo la percentuale in commento è da intendersi quale valore medio di premi e sconti rilevati dal Professor Salvi nella sua indagine empirica relativa a società quotate.



- **liquidità**, quale penalizzazione applicata alla valutazione di una partecipazione a causa dell'assenza o della carenza di un mercato pronto e attivo delle quote societarie. Anche la componente in commento è stata stimata sulla base delle risultanze di indagini empiriche, per lo più statunitense³¹. Al riguardo i valori evidenziati dalle citate indagini mostrano **valori medi dello sconto di liquidità**, a seconda che si consideri il campione totale analizzato o ristretto (solo post 1990), **rispettivamente pari al 25% e al 16%**.

In sintesi, lo sconto di minoranza è risultato pari al 26,22% (campione allargato) o al 17,22% (campione ristretto), quale somma delle due componenti innanzi descritte. **Ai fini della presente analisi si è ritenuto di considerare un valore (20%) compreso nella forchetta di tali valori.**

Ciò detto, ad esito del processo valutativo condotto, **il valore corrente attribuibile alla partecipazione detenuta dal Sig. [REDACTED] nella società MABA s.r.l. alla data del 31 dicembre 2020, è stato stimato in Euro 225 mila**, come riportato nella seguente tabella

Tabella 4.1 – Valore di mercato della partecipazione detenuta dal Sig. Bruschieri

<i>Importi in Euro/000</i>		
	Descrizione	Importi
	Equity value - EV - (100%)	2.277
<i>EV *12,33%</i>	Valore partecipazione - pro quota	280,8
-	Sconto di minoranza/liquidità (20%)	(56)
=	Valore corrente partecipazione	225

Fonte: Elaborazioni proprie

³¹ Cfr Olga Ferraro) The role of premiums and discounts in business valuation. Evidence from the Italian context., Olga Ferraro, Franco Ernesto Rubino, 2017.



5. CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

A conclusione degli approfondimenti condotti e sulla base dell'approccio metodologico adottato, fondato sulla documentazione di riferimento in precedenza indicata, nonché sui limiti e sulle ipotesi esposte, **si ritiene che al 31 dicembre 2020 il valore di mercato di MABA S.r.l., propedeutico ai fini della valutazione della partecipazione del Sig. [REDACTED] nella stessa Società, possa corrispondere ad un valore pari a Euro 2.277 mila.**

Si ritiene altresì che il valore economico della suddetta partecipazione, calcolata applicando sostanzialmente il valore percentuale della partecipazione stessa (12,33%) al suddetto valore complessivo attribuito alla Società, possa essere stimato (al netto del c.d. sconto di minoranza) in Euro 225 mila.

I valori individuati, in virtù delle specifiche esigenze imposte dalla natura dell'incarico ricevuto, devono essere interpretati e utilizzati solo per le finalità in precedenza riportate.

Milano, 29 ottobre 2021

DELOITTE FINANCIAL ADVISORY S.r.l.

Antonio Cattaneo
Socio

