

P. EFFE SRLS

Valutazione della quota del socio “Ronny Frigo”

ENRICO GRIGOLIN
DOTTORE COMMERCIALISTA E REVISORE LEGALE
VIA NICCOLÒ TOMMASEO N. 68 - 35131 PADOVA

1	PREMESSE	3
1.1.	COMMITTENTE ED OGGETTO.....	3
1.2.	DESCRIZIONE DELL’INCARICO	3
1.3.	PERIMETRO DI VALUTAZIONE	4
1.4.	DATA DI RIFERIMENTO.....	4
2	ESECUZIONE DELL’INCARICO	4
2.1.	PRESUPPOSTI E LIMITI.....	5
2.2.	DOCUMENTAZIONE ESAMINATA	5
3	LA REALTÀ OGGETTO DI VALUTAZIONE.....	6
3.1.	STORIA ED ANDAMENTO ECONOMICO DELLA SOCIETÀ.....	6
4	METODOLOGIE DI VALUTAZIONE	9
4.1.	IL METODO REDDITUALE	11
4.2.	IL METODO PATRIMONIALE	12
4.3.	IL METODO MISTO UEC	12
4.4.	IL METODO FINANZIARIO DEL DISCOUNT CASH FLOWS	13
4.5.	LA SCELTA DELLA METODOLOGIA DI VALUTAZIONE.....	15
5	LA VALUTAZIONE CON IL METODO MISTO	16
5.1.	DETERMINAZIONE DEL PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO	16
5.2.	DETERMINAZIONE DEL REDDITO MEDIO FUTURO ATTESO	17
5.3.	DETERMINAZIONE DEL TASSO NORMALE DI SETTORE	17
5.4.	DETERMINAZIONE DELL’ORIZZONTE TEMPORALE DI RIFERIMENTO.....	20
5.5.	DETERMINAZIONE DEL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE	20
5.6.	DETERMINAZIONE DEL VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO	21
5.7.	VALORE ECONOMICO PARTECIPAZIONE “RONNY FRIGO”	21
6	CONCLUSIONI.....	22

1 PREMESSE

1.1. COMMITTENTE ED OGGETTO

Il Dott. Giovanni Fonte, nominato liquidatore dal Tribunale di Padova nella procedura di liquidazione controllata del patrimonio n. 71/2024 riferita al Sig. Ronny Frigo, con autorizzazione del G.D. Dott. Vincenzo Cantelli resa in data 10 aprile 2025, affidava al sottoscritto Dott. Enrico Grigolin, nato a Padova il 25 novembre 1969 ed ivi domiciliato in via Niccolò Tommaseo n.68, C.F. GRG NRC 69S25 G224N, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Padova al numero 01159A, l'incarico di redigere una perizia di stima volta alla determinazione del capitale economico della partecipazione pari al 30% del capitale della società di P.Effe S.r.l.s. (d'ora innanzi, anche solo “Società”) detenuta dal Sig. Ronny Frigo.

1.2. DESCRIZIONE DELL'INCARICO

L'incarico conferito al sottoscritto professionista ha per oggetto la determinazione del valore economico della partecipazione detenuta dal Sig. Ronny Frigo nella società P. Effe S.r.l.s., con riferimento alla data del 31 marzo 2025.

In particolare, tale incarico si inserisce nell'ambito della procedura di liquidazione del patrimonio del Sig. Ronny Frigo, nei cui confronti il Tribunale di Padova, con sentenza n. 219/2024, depositata il 16 dicembre 2024, ha dichiarato l'apertura della liquidazione controllata ai sensi degli artt. 66 e 268 e ss. del C.C.I.I.

Il Sig. Frigo risulta titolare di una quota pari al 30% del capitale sociale della società P. Effe S.r.l.s. (C.F. 05352990286), operante nel settore della fabbricazione di oggetti di gioielleria ed oreficeria in metalli preziosi o rivestiti di metalli preziosi. La restante partecipazione, pari al 70%, è detenuta dalla moglie, Sig.ra Elena Pizzolato. Con perizia di stima del 26 settembre 2024, redatta dalla Dott.ssa Lisa Zausa, Dottore Commercialista iscritta all'Albo di Vicenza (n. 1333, sezione A), è stato attribuito alla suddetta quota un valore di € 3.368,10, calcolato sulla base di un metodo di valutazione patrimoniale puro.

Successivamente, la Sig.ra Elena Pizzolato ha formulato una proposta di acquisto della partecipazione del marito, offrendo un corrispettivo pari a € 3.846,00. Considerato che, ai sensi dell'art. 275, comma 2, C.C.I.L., la cessione del bene deve essere effettuata secondo le modalità previste per la liquidazione giudiziale dall'art. 216, commi 1 e 2, C.C.I.L., il liquidatore, Dr. Giovanni Fonte, ha richiesto la nomina del sottoscritto professionista affinché provveda alla redazione di una stima aggiornata del bene oggetto di liquidazione, necessaria per l'espletamento delle prescritte procedure di vendita.

1.3. PERIMETRO DI VALUTAZIONE

Il perimetro di valutazione cui è riferito il presente elaborato è costituito, *in primis*, dall'intera società P.EFFE S.r.l.s.; una volta determinato il valore economico della Società, verrà poi definito il valore di liquidazione della partecipazione del socio Sig. Ronny Frigo, costituendo questa l'effettiva unità oggetto di valutazione.

1.4. DATA DI RIFERIMENTO

La data di riferimento della presente valutazione è il giorno 31 marzo 2025, data di riferimento dell'ultima situazione economico patrimoniale della Società.

2 ESECUZIONE DELL'INCARICO

Nello svolgimento dell'incarico, il sottoscritto, con il supporto dei propri collaboratori, ha interagito con la Direzione Amministrativa e Commerciale della P. Effe S.r.l.s., acquisendo tutte le informazioni e la documentazione necessarie all'espletamento dell'attività affidata. Sono state inoltre organizzate diverse sessioni di confronto, finalizzate ad approfondire l'andamento storico e prospettico della gestione aziendale, nonché le principali dinamiche del settore di riferimento, alle quali ha partecipato attivamente l'Amministratore della società, Sig.ra Elena Pizzolato.

2.1. PRESUPPOSTI E LIMITI

La presente relazione di stima è stata predisposta secondo criteri di imparzialità, neutralità ed indipendenza; tutte le valutazioni espresse nel presente documento sono state formulate sulla base del presupposto che le prospettive della Società non subiscano mutamenti sostanziali (endogeni e/o esogeni) rispetto a quelli ragionevolmente prevedibili dall'esame della documentazione acquisita dalla Società, oltre che da quella indirettamente reperita da fonti terze.

Nello svolgimento dell'attività sono stati applicati in maniera limitata i principi di revisione emanati dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, i quali sono stati integrati dai documenti emanati e raccomandati dallo IAASB, tra cui, in particolare, il documento ISAE International *Standards on Assurance Engagements 3400 “The examination of prospective financial information”*.

Per quanto riguarda gli aspetti valutativi, si è, invece, fatto riferimento ai PIV – Principi Italiani di Valutazione emessi dall'OIV (Organismo Italiano di Valutazione), nella versione 2015.

2.2. DOCUMENTAZIONE ESAMINATA

In esecuzione dell'incarico conferito, sono stati acquisiti ed esaminati numerosi elementi informativi, sia di fonte interna che di fonte esterna; di seguito si fornisce un riepilogo di una parte della documentazione esaminata, giudicata di maggiore interesse.

Documentazione di fonte interna:

- Bilanci di verifica 2022, 2023, 2024, primo trimestre 2025;
- Proposta di acquisto quote società P.Effe S.r.l.s., 24/07/24;
- Ricorso per l'ammissione alla procedura di liquidazione controllata del patrimonio – sovraindebitamento ex art. 268 e ss. CCII;
- Atto costitutivo di società;

- Libro cespiti 2025;
- Centrale rischi maggio 2022 - aprile 2025;
- Relazione particolareggiata del professionista incaricato per la procedura di liquidazione controllata del sovraindebitamento ai sensi dell’art. 268 del D.Lvo 12 gennaio 2019, n. 14;
- Visura P.Effe S.r.l.s.;
- Estratto di ruolo – 18.06.2025.

Si precisa che, per quanto concerne l’acquisizione della documentazione sociale e contabile resasi necessaria per la stesura del presente elaborato, si è fatto riferimento alla competente struttura interna di P. Effe S.r.l.s..

Tutta la documentazione sopra elencata è stata utilizzata così come fornita dall’amministrazione della Società e pertanto il lavoro svolto e le conclusioni raggiunte si fondano sul presupposto della completezza, correttezza/accuratezza dei dati, informazioni e spiegazioni fornite ed utilizzate ai fini della presente valutazione.

Si osserva, inoltre, che lo svolgimento del processo di stima non ha richiesto lo svolgimento di un’attività di revisione contabile relativamente ai dati assunti ai fini della valutazione, bensì unicamente un’attività di verifica finalizzata all’ottenimento di un adeguato livello di “Assurance” circa la ragionevole correttezza degli stessi. Va in ogni caso precisato che tutte le informazioni di natura tecnico-contabile, amministrativa, contrattuale, legale, finanziaria necessarie alla valutazione sono state fornite dall’amministratore della Società che, dunque, rimane l’unico responsabile della veridicità, accuratezza e completezza delle stesse.

3 LA REALTÀ OGGETTO DI VALUTAZIONE

3.1. STORIA ED ANDAMENTO ECONOMICO DELLA SOCIETÀ

La società P. Effe S.r.l.s. è un’impresa artigiana costituita il 9 febbraio 2021 ad opera dei soci Elena Pizzolato e Ronny Frigo.

I medesimi soci, in data 3 gennaio 2011, avevano precedentemente avviato l'attività della P. Effe Consulting S.n.c. di Pizzolato Elena & C., con sede legale in Gazzo (Padova), Via Palladio n. 23 (C.F. 04497340283), avente ad oggetto servizi di consulenza imprenditoriale e amministrativo-gestionale nel settore dello sviluppo di nuovi prodotti orafi. Tale società è stata chiusa e cancellata dal Registro delle Imprese di Padova in data 1° marzo 2021.

Contestualmente alla cessazione della S.n.c., è stata costituita la P. Effe S.r.l.s. con un capitale sociale iniziale pari a € 1.000, così ripartito:

- Elena Pizzolato: 70%
- Ronny Frigo: 30%.

Al momento della costituzione, è stata nominata Amministratore Unico la Sig.ra Elena Pizzolato, carica che riveste tutt'oggi.

La società esercita principalmente attività di incastonatura di pietre preziose e fabbricazione di oggetti di gioielleria ed oreficeria in metalli preziosi o rivestiti di metalli preziosi. In data 23 settembre 2022, è stata inoltre aperta una sede secondaria a Vicenza (VI), Via Vecchia Ferriera n. 50, int. 27, destinata all'attività di incastonatura di pietre preziose. Nel novembre 2023 la sede sociale viene trasferita in Via Dal Ponte, 94 - 36040 Torri di Quartesolo (VI).

Nelle tabelle che seguono, vengono presentati in forma comparata i risultati di bilancio relativi agli esercizi 2021 – 2024.

CONTO ECONOMICO	31/12/2024 EUR	31/12/2023 EUR	31/12/2022 EUR	31/12/2021 EUR
A. TOT. VAL. DELLA PRODUZIONE	301.661	172.524	106.481	90.799
A.1. Ricavi vendite e prestazioni	300.663	172.494	106.469	90.795
A.5. Altri ricavi	998	30	12	4
B. COSTI DELLA PRODUZIONE	267.273	154.459	99.564	72.235
B.6. Materie prime e consumo	22.543	16.288	2.839	601
B.7. Servizi	161.569	101.305	90.429	70.435
B.8. Godimento beni di terzi	15.392	13.484	1.786	0
B.9. Totale costi del personale	54.872	14.077	0	0
B.9.a. Salari e stipendi	37.623	10.140	0	0
B.9.b. Oneri sociali	11.411	3.311	0	0
B.9.c. Tratt. fine rapporto	2.363	626	0	0
B.9.e. Altri costi	3.475	0	0	0
B.9.f. TFR + quiescenza + altri costi	5.838	626	0	0
B.10. TOT Ammortamenti e svalut.	7.285	3.701	1.536	394
B.10.a. Amm. Immob. Immat.	837	514	64	64
B.10.b. Amm. Immob. Mat.	6.448	3.187	1.472	330
B.10.a+b+c. Amm. e svalut. delle immob.	7.285	3.701	1.536	394
B.14. Oneri diversi di gestione	5.612	5.604	2.974	805
RISULTATO OPERATIVO	34.388	18.065	6.917	18.564
Valore Aggiunto	96.545	35.843	8.453	18.958
C. TOTALE PROVENTI E ONERI FINANZIARI	-3.472	-2.149	-631	-335
C.17. Totale Oneri finanziari	3.472	2.149	631	335
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	30.916	15.916	6.286	18.229
20. Totale Imposte	9.610	8.447	3.862	6.846
21. UTILE/PERDITA DI ESERCIZIO	21.306	7.469	2.424	11.383

STATO PATRIMONIALE	31/12/2024 EUR	31/12/2023 EUR	31/12/2022 EUR	31/12/2021 EUR
A. CREDITI VERSO SOCI	0	0	0	0
B. TOTALE IMMOBILIZZAZIONI sep.ind. Di quelle conc. In loc. Finanz.	48.207	34.927	17.145	3.682
B.I. TOTALE IMMOB. IMMATERIALI	1.417	1.179	193	258
B.II. TOTALE IMMOB. MATERIALI	46.790	33.748	16.952	3.424
B.III. TOTALE IMMOB. FINANZIARIE	0	0	0	0
C. ATTIVO CIRCOLANTE	90.740	68.047	37.464	35.966
C.II. TOTALE CREDITI	90.569	67.394	37.274	17.343
C.II. Crediti a breve	88.619	1.177	37.274	17.343
C.II. Crediti a oltre	1.950	66.217	0	0
C.III. TOTALE ATTIVITA' FINANZIARIE	0	0	0	0
C.IV. TOT. DISPON. LIQUIDE	171	653	190	18.623
D. RATEI E RISCONTI	2.621	527	1	1
TOTALE ATTIVO	141.568	103.501	54.610	39.649
A. TOTALE PATRIMONIO NETTO	32.581	11.277	3.808	12.384
A.I. Capitale sociale	1.000	1.000	1.000	1.000
A.IV. Riserva legale	2.179	685	200	0
A.VI. Altre riserve	8.096	2.123	184	1
A.IX. Utile/perdita di esercizio	21.306	7.469	2.424	11.383
C. TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO	1.783	313	0	0
D. TOTALE DEBITI	107.204	91.310	50.802	27.265
D. DEBITI A BREVE	62.718	33.199	42.149	27.265
D. DEBITI A OLTRE	44.486	58.111	8.653	0
Total debiti entro l'esercizio	62.718	33.199	42.149	27.265
Total debiti oltre l'esercizio	44.486	58.111	8.653	0
TOTALE PASSIVO	141.568	103.501	54.610	39.649

Nella tabella che segue, invece, vengono indicati i principali indicatori di redditività calcolati con riferimento a ciascuno degli esercizi considerati.

3. Indici di redditività				
- EBITDA	41.673	21.766	8.453	18.958
- EBITDA/Vendite	13,81	12,62	7,94	20,88
- Redditività del totale attivo (ROA)	24,29	17,45	12,67	46,82
- Redditività di tutto il capitale investito (ROI)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
- Redditività delle vendite (ROS)	11,40	10,47	6,50	20,45
- Redditività del capitale proprio (ROE)	65,39	66,23	63,66	91,92
- Incid. oneri/Proventi extrag. (%)	61,96	41,35	35,04	61,32

Per il periodo 1° gennaio 2025 – 31 marzo 2025, la Società ha messo a disposizione del sottoscritto un bilancio infrannuale dal quale emerge un utile in formazione pari a circa € 43.000. Ai fini della presente valutazione, tuttavia, si è ritenuto che tale risultato – riferito a un arco temporale troppo ristretto – non possa considerarsi rappresentativo nell’ambito di un processo previsionale volto a stimare la possibile evoluzione prospettica della Società.

Pertanto, la determinazione del reddito prospettico normalizzato è stata effettuata assumendo a riferimento esclusivamente i risultati economici conseguiti al 31 dicembre 2024.

4 METODOLOGIE DI VALUTAZIONE

Dal punto di vista metodologico, alla determinazione del valore economico di un’azienda o di una parte di essa, secondo la migliore dottrina ⁽¹⁾, si giunge mediante l’applicazione di differenti criteri espressivi di una funzione di valore. Le funzioni basate sui valori-stock o valori-fondo (patrimonio) legano il valore dell’azienda a quello delle attività patrimoniali, materiali od intangibili, al netto delle passività. Le funzioni basate sui flussi (redditi, flussi finanziari) postulano che il valore dell’azienda dipenda dai flussi di ricchezza che si ritiene verranno generati in futuro. Infine, i criteri di mercato (solitamente definiti anche criteri dei multipli) determinano il valore in relazione a specifici parametri moltiplicativi del fatturato, del reddito o del patrimonio, desunti dal mercato e derivanti da società comparabili a quelle da valutare, quotate sul mercato o recentemente oggetto di acquisizioni.

Fatta questa premessa, prima di illustrare il criterio ed il metodo che si è scelto di adottare nel caso in questione e le motivazioni che hanno fatto ricadere la scelta su di

¹ Tra cui L. Guatri, M. Bini, Trattato sulla valutazione delle aziende, Università Bocconi Editore, Milano, 2005.

esso, si ritiene opportuno delineare i tratti fondamentali dei metodi valutativi di generale applicazione come condivisi dalla dottrina e dalla prassi professionale.

- **il metodo patrimoniale**, che stima il valore economico di un'impresa in funzione del suo patrimonio netto rettificato, pari al valore corrente degli elementi attivi e passivi, iscritti e non iscritti a bilancio, che integrano il patrimonio aziendale;
- **il metodo reddituale**, che calcola il valore economico in funzione delle sole prospettive di reddito, considerate per orizzonti temporali limitati o illimitati, che l'azienda è in grado stabilmente di produrre. In particolare, il valore dell'azienda è ottenuto mediante la capitalizzazione illimitata o limitata nel tempo dei redditi che si prevede di conseguire in futuro
- **il metodo misto patrimoniale – reddituale**, che associa i principi essenziali sia dei criteri reddituali che di quelli patrimoniali. Tra questi il più diffuso è il cosiddetto criterio misto UEC, che procede alla stima autonoma del valore di avviamento in funzione del “differenziale di reddito” rispetto al rendimento giudicato congruo, sommandone algebricamente il valore a quello del patrimonio netto aziendale espresso a valori correnti;
- **il metodo finanziario, dei Discounted Cash Flow**, metodo che determina il valore del capitale economico di un'azienda sulla base della sommatoria del valore attuale dei flussi della gestione operativa caratteristica (depurati dell'impatto fiscale connesso alla deducibilità degli interessi passivi) attesi in un determinato periodo di tempo, e del valore attuale del valore terminale dell'azienda alla fine di detto periodo di previsione analitica dei flussi e della posizione finanziaria netta ad essa riconducibile alla data di riferimento della stima;
- **i metodi empirici**, i quali determinano il valore del capitale economico (ed il prezzo probabile di negoziazione) sulla base di taluni indicatori economici

moltiplicatori di grandezze quali, il valore annuo delle vendite (“Sales”), il risultato operativo (“Ebit”), il margine operativo (“Ebitda”). Tali moltiplicatori sono oggetto correntemente di determinazione e monitoraggio per le aziende quotate in mercati regolamentati e la relativa applicazione in alcuni casi può essere estesa alle aziende non quotate presenti nel medesimo settore di attività.

4.1. IL METODO REDDITUALE

Secondo il metodo reddituale il valore economico dell'azienda viene determinato mediante la capitalizzazione nel tempo, ad un tasso stimato, di un flusso di reddito che in base alle attese, l'azienda è in grado di produrre. La formulazione normalmente adottata corrisponde all'ipotesi di “durata indefinita” dell'azienda e si esprime con:

$$W = R/i$$

dove:

W = Valore del capitale economico dell'azienda ricercato;

R = Reddito medio normalizzato atteso;

i = Tasso di capitalizzazione.

Il Reddito medio normalizzato atteso è determinato come una media dei redditi annuali attesi, stimati:

- supponendo la conservazione dei risultati storicamente ottenuti in tempi recenti (metodo dei risultati storici);
ovvero,
- assumendo, oltre ai risultati storici, i risultati economici previsionali per definiti periodi di tempo (metodo dei risultati storico-prospettici).

I redditi annuali storici considerati vengono “normalizzati” per eliminare eventuali componenti straordinarie di reddito o politiche di bilancio e per escludere picchi sia positivi che negativi.

Il **tasso di capitalizzazione** viene determinato sulla base del concetto di tasso opportunità, cioè scegliendo un tasso equivalente al rendimento offerto da investimenti alternativi a parità di rischio.

4.2. IL METODO PATRIMONIALE

Il metodo patrimoniale determina il valore economico dell'azienda (W) in funzione del suo patrimonio netto rettificato (K), ottenuto riesprimendo in termini di valore corrente i valori contabili degli elementi patrimoniali attivi e passivi.

4.3. IL METODO MISTO UEC

Secondo questo metodo, il valore di un'azienda è calcolato mediante la sommatoria di due addendi: il patrimonio netto rettificato e l'avviamento, inteso come valore del sovra reddito rispetto ad un reddito giudicato normale nel settore merceologico di riferimento.

Questo metodo viene applicato considerando la capitalizzazione limitata nel tempo del sovra reddito e si basa sulla seguente formula:

$$W = K + a_{ni'} \cdot (R - i \cdot K)$$

dove:

- W** = Valore dell'azienda;
- K** = Patrimonio netto rettificato;
- R** = Reddito medio normale atteso;
- i** = Tasso di rendimento normale di settore;
- (R - iK)** = Sovrareddito;
- n** = Numero definito e limitato di anni;
- i'** = Tasso di attualizzazione del sovrareddito.

Il **Patrimonio Netto Rettificato** è inteso come il patrimonio netto contabile alla data di riferimento della valutazione, opportunamente rettificato per ri-esprimere in termini di

valori correnti gli elementi attivi non monetari e riaggiornare i valori passivi per tener conto di eventuali rischi non espressi nei valori contabili.

Il **Reddito medio normale atteso** è accolto come nella formulazione del criterio reddituale.

Il **tasso di rendimento normale i** , applicato al patrimonio netto rettificato, esprime una misura di rendimento giudicata soddisfacente nel settore, tenuto conto del grado di rischio che l'azienda incontra.

Il **numero limitato di anni n** esprime il concetto di durata limitata del sovra-reddito in quanto si suppone che le condizioni generatrici di reddito non possano durare indefinitamente e siano quindi destinate ad estinguersi nel corso di alcuni anni. Assumere un arco temporale limitato porta quindi ad una valutazione prudentiale dell'avviamento.

Il **tasso di attualizzazione i'** è inteso come compenso finanziario per il trascorrere del tempo ed è perciò indipendente dai problemi di rischio specifici dell'impresa. Tale tasso si collega a parametri finanziari “senza rischio”.

4.4. IL METODO FINANZIARIO DEL DISCOUNT CASH FLOWS

Il metodo dei *Discounted Cash Flows* (DCF) utilizza i dati relativi ai risultati attesi in un orizzonte temporale di medio - lungo periodo (di solito 3-5 anni), così da determinare il valore attuale dei flussi di cassa che saranno disponibili per la remunerazione dei finanziatori dell'impresa, sia a titolo di capitale di rischio che di capitale di debito.

Tale metodo, generalmente applicato nella versione “unlevered” - i cui flussi di cassa sono determinati prima degli oneri finanziari -, determina il valore dell'azienda (capitale economico) come differenza tra il valore economico del capitale investito (EV o *Enterprise Value*) e la posizione finanziaria netta alla data di riferimento della valutazione. Pertanto:

$$W = I - \text{Passività nette}$$

dove:

W = Valore dell'azienda;

I = Valore economico del capitale investito o *Enterprise Value* (EV), è determinato come sommatoria del valore attuale dei flussi di cassa attesi ($CF \times vt$) prima degli oneri finanziari e del valore finale dell'azienda ($Vf \times vn$) alla fine del periodo di riferimento (serie di annualità t comprese tra l'annualità iniziale 1 e quella finale n). In particolare:

$$I = \sum (CF_t \times vt) + (Vf \times vn)$$

Passività nette = sono relative ai debiti onerosi, al netto dei crediti che generano interessi attivi, alla data di riferimento della valutazione.

I Flussi di cassa attesi (Cft) = Utile prima degli interessi e delle imposte (EBIT) - imposte sull'EBIT + Ammortamenti ed altri costi differiti – flussi per investimenti fissi stimati – flussi di circolante stimati.

Il tasso di attualizzazione, da impiegare nel calcolo del valore attuale dei flussi di cassa attesi, è rappresentato dal “Costo medio ponderato del capitale ($Wacc$)”, determinato come somma del costo dei mezzi propri e di quello del capitale di debito, come segue:

$$WACC = [D/(D+C)]id + [C/(D+C)]ic$$

dove:

D = ammontare dei debiti onerosi netti;

C = ammontare del capitale proprio;

id = tasso di interesse dei debiti onerosi, al netto delle imposte;

ic = tasso di capitalizzazione assunto come costo dei mezzi propri e determinato quale costo opportunità.

Il Valore finale dell'azienda (V_f), o *Terminal Value*, può essere determinato, come afferma la dottrina aziendalistica più quotata, sia con criteri finanziari che con criteri reddituali.

La somma del valore attuale dei flussi di cassa attesi nell'orizzonte temporale di riferimento e del valore finale, determina il valore attribuibile all'intero attivo aziendale (*Enterprise Value*), al quale, per determinare il valore attribuibile al capitale economico dell'azienda, andrà quindi sottratto l'indebitamento finanziario netto alla data di riferimento della stima.

4.5. LA SCELTA DELLA METODOLOGIA DI VALUTAZIONE

La scelta del metodo di valutazione nasce da un ragionato accostamento del procedimento di stima alla specificità della situazione aziendale oggetto di valutazione. Nel caso di specie la scelta dei metodi di valutazione si è basata sulle seguenti considerazioni, derivanti dagli scopi della valutazione, dall'analisi “quali - quantitativa” dell'azienda, oltre che dai possibili scenari futuri.

In particolare:

- lo scopo del presente elaborato è quello di valutare il più probabile valore di mercato della Società, al fine di quantificare il valore della partecipazione del socio Sig. Ronny Frigo;
- rispetto ai volumi di fatturato realizzati ed in corso di formazione, la Società dispone di un patrimonio sociale di una certa consistenza, formato prevalentemente da immobilizzazioni e crediti commerciali;
- l'indisponibilità di un piano industriale pluriennale non consente l'applicazione di metodologie valutative che facciano riferimento ai flussi di cassa scontati (Discounted Cash Flow), dovendosi piuttosto considerare, ai fini che qui interessano, i risultati storici come indicativi (in ipotesi di continuità) degli scenari dei futuri esercizi.

Alla luce di tali considerazioni si è deciso di privilegiare metodologie di valutazione ancorate a valori di tipo patrimoniale ed alle redditività attuali, seppur normalizzate, ed ai possibili scenari futuri. In particolare, il metodo valutativo ritenuto maggiormente appropriato è stato considerato il metodo Misto UEC nell'applicazione del quale si è optato per prendere in considerazione i risultati economici effettivamente realizzati nei periodi 2021, 2022, 2023 e 2024, la cui media rappresenta, ad oggi, il risultato medio normale atteso anche per il futuro, ed il Patrimonio Netto Rettificato al 31 dicembre 2024.

5 LA VALUTAZIONE CON IL METODO MISTO

Il metodo misto patrimoniale - reddituale rappresenta la sintesi dei due principali metodi di valutazione e cioè il metodo patrimoniale ed il metodo reddituale portando alla determinazione del Capitale Economico in funzione del patrimonio e del reddito.

La metodologia di valutazione in esame si estrinseca nelle seguenti fasi:

- 1) determinazione del patrimonio netto rettificato al 31 marzo 2025;
- 2) determinazione del reddito medio atteso;
- 3) determinazione del tasso di rendimento normale di settore;
- 4) definizione dell'orizzonte temporale di riferimento;
- 5) determinazione del tasso di attualizzazione del *Goodwill - Badwill*;
- 6) determinazione del valore del capitale economico.

5.1. DETERMINAZIONE DEL PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO

La determinazione del Patrimonio netto rettificato, in presenza dei presupposti necessari, comporta la rielaborazione dello stato patrimoniale e la riespressione a valori correnti delle singole poste di cui si compone. Nella tabella che segue si riporta la sintesi dello stato patrimoniale alla data del 31 marzo 2025.

Sulla base delle interlocuzioni intercorse con l'Amministratore e dei chiarimenti da questi forniti, è possibile affermare che i valori contabili esposti nella situazione

economico-patrimoniale alla medesima data rappresentino, con ragionevole approssimazione, i corrispondenti valori correnti.

Posto quanto sopra, il Patrimonio netto rettificato di P.EFFE S.r.l.s. al 31.03.2025 risulta, pertanto, essere pari ad **€ 63.961,98**.

5.2. DETERMINAZIONE DEL REDDITO MEDIO FUTURO ATTESO

Ai fini della determinazione del reddito medio futuro prospettico sono stati indagati i risultati storici relativi agli esercizi 2021 – 2024, esaminati i risultati infrannuali al 31.03 con riferimento all'esercizio in corso, e le aspettative economiche per gli esercizi a venire. In esito a tali analisi e verifiche, che qui di seguito verranno illustrate, si è ritenuto che il reddito medio prospettico da assumere ai fini della valutazione del Capitale Economico della Società possa essere bene e ragionevolmente rappresentato dalla media storica dei redditi conseguiti negli esercizi 2021 e 2024.

Sulla base di tali considerazioni, il reddito medio prospettico assunto ai fini della valutazione risulta essere pari ad **€ 10.646,00**.

5.3. DETERMINAZIONE DEL TASSO NORMALE DI SETTORE

Il tasso di capitalizzazione, o costo del capitale proprio, applicato nella valutazione secondo il metodo misto patrimoniale - reddituale esprime la misura del rendimento giudicato soddisfacente da un generico investitore, tenuto conto del grado di rischio correlato all'attività tipica svolta dalla società oggetto di valutazione.

Tale definizione riconduce al concetto di tasso opportunità che descrive il rendimento di investimenti alternativi a parità di rischio.

Il costo del capitale proprio scaturisce dalla sommatoria di due elementi:

- il tasso di rendimento su investimenti privi di rischio, tasso *free risk*;
- il premio per il rischio; tale premio è calcolato come premio per il rischio generale. nell'investimento in capitale proprio, moltiplicato per il coefficiente di rischio sistematico dell'impresa o del settore di riferimento.

La teoria del **CAPM** (**Capital Asset Pricing Model**) afferma che il costo opportunità del capitale proprio è uguale al rendimento dei titoli senza rischio, più il rischio sistematico dell'impresa o del settore di riferimento (beta) moltiplicato per il prezzo di mercato del rischio (o premio di rischio di mercato). L'equazione che esplicita in modo formale questa definizione è la seguente:

$$i = R_f + \beta [E(R_m) - R_f]$$

dove:

- i** = tasso di capitalizzazione (o costo opportunità)
- R_f** = tasso di rendimento dei titoli senza rischio
- E(R_m)** = tasso atteso di rendimento del mercato azionario
- E(R_m) - R_f** = premio di rischio di mercato
- Beta** = rischio sistematico dell'impresa o del settore di riferimento

Determinazione del tasso free-risk: R_f

Nella valutazione si è ritenuto opportuno assumere un tasso free-risk del 3,35% pari alla media dei tassi dei titoli di Stato a 10 anni (Italiani, dell'area Euro e degli Stati Uniti) riferiti alla data del 25.04.2025, come si evince dai dati indicati nella seguente tabella:

Paese	Descrizione	Rendimenti	Fonte
Italia	10 Year Government bond Yields	3,61%	Bloomberg
Germania	10 Year Government bond Yields	2,50%	Bloomberg
Francia	10 Year Government bond Yields	3,23%	Bloomberg
Spagna	10 Year Government bond Yields	3,16%	Bloomberg
Stati Uniti	10 Year Government bond Yields	4,26%	Bloomberg
Media		3,35%	

Determinazione del tasso di rendimento atteso del mercato azionario: E(R_m)

L'intensità del rischio d'impresa è composta da un rischio sistematico r_p pari ad $(r_e - r_f)$ e da un coefficiente di rischio specifico β e può essere meglio illustrata dalla seguente formula:

$$\text{premio per il rischio} = (r_e - r_f) * \beta$$

- r_e = tasso di rendimento degli investimenti azionari;
- r_f = rendimento dei titoli privi di rischio.

Il rischio sistematico è proprio di ciascun mercato azionario e viene stimato nella misura del differenziale, rispetto al rendimento degli investimenti privi di rischio, del rendimento degli investimenti azionari per periodi di tempo anche molto prolungati.

Molteplici studi ed analisi, su serie storiche anche molto lunghe, hanno segnalato l'esistenza di differenze anche molto rilevanti tra i diversi mercati azionari. Nella prassi degli ultimi anni, il premio per il rischio di mercato viene assunto in una misura compresa tra il 5% ed il 6%. Il sottoscritto, sulla base di una serie studi ed analisi afferenti alla determinazione dell'“Equity Risk Premium”², ha ritenuto congruo assumere detta variabile nella misura del **6,2%**.

Stima dell'errore sistematico (beta)

Beta, β , è la sensibilità del rendimento di un investimento (nel nostro caso il capitale riconducibile alla società) ai movimenti del mercato azionario; è quindi una misura del rischio sistematico del settore e dell'azienda.

Nel caso specifico si è proceduto rilevando il beta levered del macrosettore di riferimento della Società. Più in particolare, avuto riguardo al tipo di attività, si è ritenuto opportuno considerare il beta levered del macrosettore “Metal & mining”⁽³⁾ pari a **0,85**.

Correttivi - (Firm Size Premium e Execution Risk)

Nella definizione del tasso di capitalizzazione lo scrivente ha ritenuto opportuno introdurre un correttivo all'algoritmo di quantificazione in ragione delle ridotte dimensioni del complesso aziendale (Firm Size Premium) pari al **3,0%**.

Determinazione del tasso di capitalizzazione (i)

² “Market Risk Premium and Risk-Free Rate used in 96 countries in 2024” (Pablo Fernandez, Alberto Ortiz and Isabel Fernandez Acín IESE Business School University of Navarra).

³ Aswath Damodaran - http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html.

Sulla base dei suddetti input il tasso di capitalizzazione i , o tasso di rendimento normale di settore, è risultato pari al **12,11%**, come si evince dalla seguente tabella.

VARIABILI DETERMINANTI	VALORI	NOTE
R_f Tasso di rendimento free risk	3,35%	Rendimento medio titoli di Stato (lungo termine).
$E(R_m) - R_f$ Premio di rischio	6,20%	Differenziale tra rendimento medio azioni e titoli di Stato free risk.
Beta Unlevered Coefficiente di rischio sistematico	0,85	Stima del coefficiente di rischio sistematico non tenendo conto della struttura finanziaria.
Additional Premium (Pad) Coefficiente di rischio	3,50%	Stima coefficiente rischio dimensionale
i Tasso di capitalizzazione	12,11%	$i = R_f + \text{beta} \cdot (E(R_m) - R_f) + \text{Pad}$

5.4. DETERMINAZIONE DELL'ORIZZONTE TEMPORALE DI RIFERIMENTO

Tenuto conto delle condizioni di rischiosità che caratterizza il settore in cui opera l'impresa, delle caratteristiche del mercato competitivo, nonché del contesto di riferimento in cui si inserisce la valutazione e le condizioni di incertezza ad esso connaturate, si ritiene ragionevole definire un orizzonte temporale, pari a **3** anni.

5.5. DETERMINAZIONE DEL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE

Tale tasso è inteso come compenso finanziario per il trascorrere del tempo e si ricollega generalmente ai parametri finanziari senza rischio, tipici dei Titoli di Stato. La misura del tasso di rendimento delle attività finanziarie senza rischio, viene assunto in misura pari alla media dei tassi delle obbligazioni europee con scadenza a 10 anni come rilevati in data 25.04.2025 e dunque pari all'**3,35%** ⁽⁴⁾.

⁴ Vedi supra, par. 5.3.

5.6. DETERMINAZIONE DEL VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO

Tenuto conto delle considerazioni sopra esposte, si dispone ora di tutti i parametri applicativi del metodo misto UEC, necessari per il calcolo del valore della società. Applicando la relativa formula,

$$W = K + a_{ni'} \cdot (R - i \cdot K)$$

si ottengono i seguenti valori:

METODO MISTO PATRIMONIALE - REDDITUALE		
Patrimonio netto rettificato	K	63.962
Reddito medio normale atteso rettificato	R	10.646
Tasso di rendimento normale di settore	i	12,11%
<i>Goodwill/ Badwill</i>	R - i • K	2.902
Numero definito e limitato di anni	n	3
Tasso di attualizzazione	i'	3,35%
Valore attuale del Goodwill / Badwill	Van S	8.154
VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO	W	72.116

5.7. VALORE ECONOMICO PARTECIPAZIONE “RONNY FRIGO”

Ai fini della determinazione del valore della partecipazione del 30% detenuta dal Sig. Ronny Frigo nella società P. Effe S.r.l.s., occorre tenere conto delle caratteristiche intrinseche di tale quota e del contesto in cui la stessa risulta inserita.

In primo luogo, si tratta di una partecipazione di minoranza, priva di poteri di controllo e di influenza significativa sull'attività sociale. Tale condizione, secondo la prassi valutativa consolidata, comporta una riduzione del valore rispetto a quello proporzionalmente derivante dalla valutazione dell'intero capitale economico, in ragione della minore appetibilità per potenziali acquirenti. In secondo luogo, la particolare composizione della compagine sociale rafforza tale considerazione: la restante quota, pari al 70%, è detenuta dalla moglie del socio, Sig.ra Elena Pizzolato, la quale riveste altresì la carica di Amministratore Unico. Ne deriva che il trasferimento sul mercato della quota di minoranza risulterebbe difficilmente collocabile, data la

sostanziale chiusura della governance e la probabile assenza di interesse da parte di terzi a subentrare in una posizione di minoranza in una società a forte connotazione familiare. Inoltre, va considerato che la cessione in esame si colloca nell’ambito di una procedura competitiva di liquidazione controllata, la quale, pur garantendo la trasparenza del processo, non elimina i fattori di illiquidità sopra evidenziati, che incidono negativamente sul valore realizzabile della partecipazione. Alla luce di tali elementi – i) assenza di controllo, ii) compagine a base familiare e iii) limitata trasferibilità della quota sul mercato – si ritiene congruo applicare uno sconto di minoranza pari al **50%** al valore proporzionale del 30% della società precedentemente determinato. Tale riduzione consente di ricondurre la valutazione a un importo più realistico e coerente con le effettive condizioni di mercato e con il contesto giuridico-economico di riferimento.

P.EFFE	CS	%	VE	SCONTO	VE 1
Ronny Frigo	300	30%	21.635,00	50%	10.818,00
Elena Pizzolato	700	70%			
TOTALE	1.000	100%	21.635,00		10.818,00

6 CONCLUSIONI

Il sottoscritto, con riferimento alla natura e alle finalità dell’incarico illustrate nel par. 1.2, con le precisazioni e limitazioni indicate ai paragrafi 1.3 e 2.1, sulla base della documentazione esaminata come indicata nel paragrafo 2.2, relativamente alla società P.EFFE S.r.l.s. è giunto a determinare il valore del Capitale Economico in **€ 72.116,00**. Ciò posto, il valore della partecipazione del 30% al capitale di P.EFFE S.r.l.s. detenuta dal socio Ronny Frigo, avuto riguardo a quanto precisato al precedente paragrafo 5.7, risulta conseguentemente pari ad € 10.818,00, valore che si arrotonda in **€ 11.000,00**.

* * * * *

Padova lì 26 agosto ‘25

(Enrico Grigolin)