

RELAZIONE DI STIMA

Il sottoscritto Piero de Bei, nato a Venezia il 10 marzo 1969, domiciliato nel proprio studio professionale in Venezia-Mestre, Via Miranese n. 21, c.a.p. 30173 (cod. fisc. DBE PRI 69C10 L736V), richiesto dal curatore di redigere la relazione di valutazione delle partecipazioni detenute da Laguna Murano Glass s.r.l. (in seguito anche “**LMG**” o la “**Società**”), dichiarata “fallita” dal tribunale di Venezia con sentenza in data 30 maggio 2023 n. 39 / 2023 con cui è stata aperta la Liquidazione Giudiziale, a conclusione degli accertamenti svolti, presenta la seguente relazione peritale, che si articola nel modo seguente.

Sommario

1.	DICHIARAZIONI PRELIMINARI (INDIPENDENZA E REQUISITI PROFESSIONALI)	1
2.	OGGETTO E FINALITÀ DELL'INCARICO	2
3.	IL “GRUPPO” DI APPARTENENZA	2
4.	DOCUMENTAZIONE ESAMINATA E DATA DI RIFERIMENTO	4
5.	I CRITERI VALUTATIVI: RICHIAMI METODOLOGICI.....	5
7.1	<i>Il metodo Patrimoniale.....</i>	5
7.2	<i>I metodi dei flussi.....</i>	7
7.2.1	<i>Metodo dei flussi finanziari.....</i>	7
7.2.2	<i>Metodo dei flussi finanziari unlevered.....</i>	7
7.2.3	<i>Metodo dei flussi finanziari levered.....</i>	8
7.2.4	<i>Metodo dei flussi reddituali.....</i>	8
7.3	<i>Il metodo dell'Economic Profit.....</i>	9
7.3.1	<i>Metodi Misti.....</i>	9
7.3.2	<i>Metodo EVA (economic value added).....</i>	9
7.4	<i>I metodi Comparativi.....</i>	11
7.4.1	<i>Metodo dei multipli di mercato</i>	11
7.4.2	<i>Metodo delle transazioni comparabili.....</i>	12
7.4.3	<i>Metodo di borsa</i>	12
7.5	<i>Vantaggi e limiti dei metodi più utilizzati.....</i>	12
7.6	<i>La scelta del criterio.....</i>	13
6.	EUGENIO FERRO & C. 1929 S.R.L.....	17
7.	VENEZIA SERVICES S.R.L.	18
8.	VECCHIA MURANO V.M. S.R.L.	22
9.	L'APPLICAZIONE DEGLI SCONTI	26
10.	CONCLUSIONI.....	26

1. Dichiarazioni preliminari (indipendenza e requisiti professionali)

Il sottoscritto dichiara preliminarmente:

- ✓ di essere iscritto i) all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili della circoscrizione del Tribunale di Venezia al numero 652 sez. A, ii) al Registro dei Revi-

sori legali al n. 113198, con Decreto Ministeriale del 31 dicembre 1999, G.U. n. 14 del 18 febbraio 2000 e di essere, quindi, legittimato a rilasciare le attestazioni previste dalla L.F.;

- ✓ di essere in possesso dei requisiti previsti dall'art. 2399 codice civile e di non trovarsi in una situazione di conflitto di interessi nei confronti della Società, dei suoi soci, dei dipendenti, dei creditori in genere e degli altri soggetti comunque interessati all'esito dell'accordo;
- ✓ di non aver mai prestato attività di lavoro subordinato o autonomo a favore della Società o di altre ad essa giuridicamente o anche solo sostanzialmente collegate, con l'eccezione della relazione di attestazione dell'accordo di ristrutturazione raggiunto dalla Fininven S.r.l. in liquidazione e omologato dal tribunale di Venezia il 16 giugno 2021, della perizia di valutazione delle partecipazioni di Fininven s.r.l. ex art. 2465 cod. civ. nonché della relazione di attestazione del concordato preventivo di Vecchia Murano – V.M. S.r.l. omologato dal tribunale di Venezia il 14 aprile 2022;
- ✓ di non vantare crediti verso la Società per il periodo anteriore al conferimento dell'incarico.

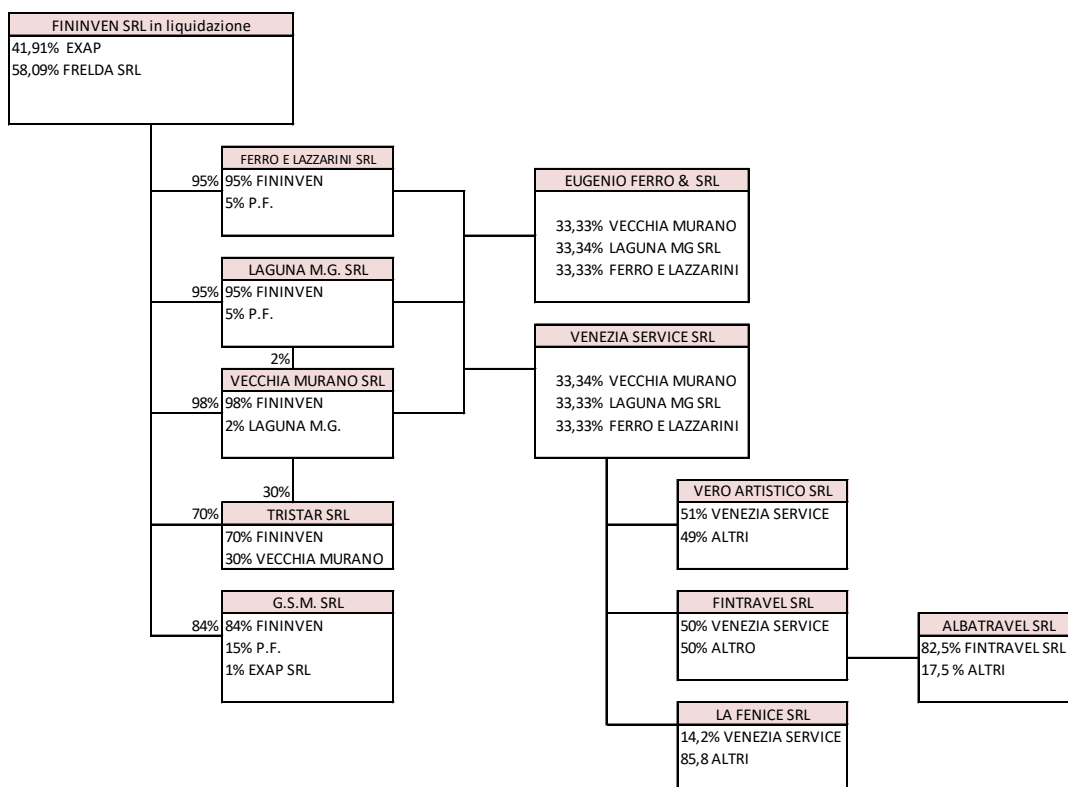
2. Oggetto e finalità dell'incarico

L'incarico ha per scopo l'individuazione, la descrizione e la valutazione delle partecipazioni detenute da LMG nel capitale delle seguenti società:

1. Eugenio Ferro & C. 1929 s.r.l. (33,34% del capitale sociale);
2. Vecchia Murano – V.M. S.r.l. (2% del capitale sociale);
3. Venezia Services s.r.l. (33.33% del capitale sociale).

3. Il “gruppo” di appartenenza

Il gruppo di cui fa parte Laguna Murano Glass s.r.l. in liquidazione giudiziale è piuttosto articolato ed è di seguito graficamente rappresentato:



Si tratta, nella maggior parte dei casi, di società che operano o operavano nella produzione e/o commercializzazione di vetro artistico che risultano esser state pesantemente colpite dal crollo del turismo, sia nazionale che internazionale, conseguente al susseguirsi di eventi eccezionali quali l'acqua alta di novembre 2019 e l'inizio della pandemia di marzo 2020.

Una residua parte è, invece, attiva nel settore turistico (Fintravel, Albatravel, La Fenice).

A quanto consta alcune delle società del "gruppo" sono interessate da procedure di regolazione della crisi oltre a Laguna Murano Glass che è stata dichiarata insolvente. In particolare:

- Fininven s.r.l. ha concluso un accordo di ristrutturazione ex art. 182-bis L.F. che è stato omologato;
- Vecchia Murano s.r.l. in concordato preventivo omologato ex art. 186-bis L.F.;
- Worldwide Hotel Link s.r.l. partecipata da Albatravel s.r.l. ammessa al Piano di Ristrutturazione soggetto ad omologazione ai sensi dell'art. 64-bis CCII.

Le società partecipate risultano prive di patrimonio immobiliare; atteso che le stesse hanno un attivo generalmente formato da rimanenze di prodotti in vetro artistico o crediti.

Nel bilancio contabile di Laguna Murano Glass estratto il 19 giugno 2023 (data di riferimento 31 maggio 2023) le partecipazioni così rappresentate (**sub doc. A**):

- "PARTECIPAZIONI VECCHIA MURANO" euro 44.230,77;
- "PARTECIPAZIONE VENEZIA SERVICE" euro 431.307,56;
- "PARTEC. EUGENIO FERRO" euro 14.320,00.

Per completezza si evidenzia che, nel medesimo bilancio contabile, sono anche iscritte le seguenti voci di credito:

- "VERS.C/CAP.EUGENIO F.1929" euro 66.680,00;
- "VERS.C/CAPIT.VE. SERVICES" euro 700.000;
- "CRED.COMMERC.V/CONTROLLATE: VECCHIA MURANO S.R.L." euro 8.500,00;
- "CRED.FINANZ.V/CONTROLLANTE: CRED.FINAN.VECCHIA M.NON FRUTT" euro 10.000,00;
- "ALTRI CREDITI V/COLLEGATE: CREDITI VS VECCHIA MURANO" euro 600.

Oltre alle seguenti voci di debito verso società partecipate (anche indirettamente):

- "VERO ARTISTICO S.R.L." euro 158.159,55;
- "EUGENIO FERRO & C.1929 SRL" euro 1.221,89;
- "ALBATRAVEL SRL" euro 10.829,73;
- "FT. DA RIC.VENEZIA SERVICES" euro 33.583,00
- "DEBITI COMMERC.V/ALTRE IMPRE[SE]: VENEZIA SERVICES SRL" euro 600.757,20
-

Un tanto è coerente con la situazione complessiva in cui versa il "gruppo" e con la forte interconnessione che appare sussistere la sue società appartenenti.

4. Documentazione esaminata e data di riferimento

L'attività di stima del sottoscritto è stata espletata sulla base della documentazione consegnata dalla struttura amministrativa del "gruppo", dei bilanci delle partecipate, della contrattualistica vigente e di quanto desumibile dal Registro delle Imprese.

Ai fini della valutazione si è ritenuto opportuno, per ragioni di praticità e significatività dei dati, fare riferimento al bilancio e, ove esso non è disponibile, alla situazione patrimoniale al **31 dicembre 2022** per tutte le società esaminate.

Come in ogni corretta procedura, è necessario che l'organizzazione del lavoro sia preceduta dalla formazione di un giudizio professionale sull'affidabilità e sufficienza della documentazione esaminata. Sotto questo profilo, è possibile affermare preliminarmente che la struttura del "gruppo" è apparsa di caratura piuttosto semplice e non del tutto adeguata.

Non vi sono tuttavia elementi che inducano a ritenere che esso non sia affidabile o non in grado di rappresentare in modo corretto i fatti di gestione.

Il sottoscritto ha verificato l'aggiornamento delle informazioni già disponibili e condotto le verifiche e gli approfondimenti necessari all'espletamento del presente incarico, esaminando la documentazione contabile, aziendalistica, sociale e contrattuale occorrente, incontrando e scambiando informazioni con:

- la responsabile amministrativa Anna Bastianello;
- il consulente aziendale dott. Federico Lisiola.

Dalle verifiche condotte il sottoscritto, anche in ragione dei precedenti incarichi relativi a società del “gruppo” ha maturato il convincimento di una realtà strutturata su sufficienti basi procedurali ma con un limitato presidio delle funzioni, probabilmente a causa della crisi che ha colpito il gruppo nel suo complesso.

Discorso parzialmente diverso deve essere fatto per Vecchia Murano VM s.r.l. che è stata oggetto di ampia revisione in funzione dell’accesso alla domanda di concordato preventivo di cui si dirà infra. Al riguardo, tenuto conto:

- della presumibile attendibilità del sistema informativo;
- dei giudizi formulati dagli attestatori (tra cui lo scrivente) in ordine alla affidabilità dei dati aziendali si può ritenere la base dati per Vecchia Murano VM sia affidabile.

Per il resto, invece, mette conto evidenziare come, anche a causa della diffusa crisi di gruppo di cui si dirà al capitolo che segue si registrano vistose mancanze nella redazione dei bilanci di alcune delle società considerate. Ci si riferisce in particolare a Venezia Services s.r.l. di cui è disponibile solo il bilancio contabile.

Ancora più critica è la situazione circa l’approvazione dei bilanci predetti.

5. I criteri valutativi: richiami metodologici

Dato l’obiettivo della presente perizia, si è ritenuto opportuno proporre una breve descrizione delle metodologie di analisi e di valutazione più diffuse e condivise nell’ambito dell’economia aziendale.

I modelli valutativi possono assumere come variabili esplicative per la quantificazione del valore economico dell’azienda (o dello specifico ramo aziendale) elementi riconducibili ai seguenti aggregati di valori:

- il patrimonio netto rettificato;
- i flussi economici o finanziari attesi;
- i multipli di settore o di soggetti comparabili.

I modelli differiscono fra loro in relazione alle variabili adottate ed al peso attribuito a ciascuna di esse. Di conseguenza, è possibile pervenire a risultati diversi anche in virtù dell’approccio metodologico che caratterizza ciascun modello.

Nel presente capitolo verranno brevemente descritti il metodo Patrimoniale (analitico e complesso), i metodi dei Flussi (Reddituale e Finanziario), il metodo dell’*Economic Profit* e alcuni metodi comparativi ⁽¹⁾.

7.1 Il metodo Patrimoniale

L’approccio analitico-patrimoniale consiste nella ri-espressione a valori correnti delle poste attive e passive che concorrono a determinare il capitale investito dell’azienda. Si sviluppa

¹ Per ulteriori approfondimenti si rinvia a GUATRI L., BINI M., *La valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2007.

attraverso la valutazione dei singoli elementi patrimoniali onde condurli ad un valore “rettificato” da intendersi quale valore “corrente”:

$$\begin{aligned} & \text{Patrimonio netto contabile} \\ & + \text{Rettifiche contabili in aumento} \\ & - \text{Rettifiche contabili in diminuzione} \\ & \text{Patrimonio netto contabile rettificato} \\ & + \text{Rettifiche extracontabili in aumento} \\ & - \text{Rettifiche extracontabili in diminuzione} \\ & \text{Patrimonio netto corrente} \end{aligned}$$

La valorizzazione quali-quantitativa del patrimonio d’azienda rappresenta un’operazione necessaria nel processo valutativo, indipendentemente dalla metodologia adottata.

Le informazioni su cui si sviluppa tale valorizzazione sono reperibili essenzialmente dalla seguente documentazione:

- stato patrimoniale contabile alla data di riferimento della valutazione;
- inventario degli elementi patrimoniali;
- evidenziazione per ciascun elemento patrimoniale della pertinenza (o meno) allo svolgimento dell’attività d’impresa.

Partendo dal bilancio contabile, il perito estimatore deve procedere alla verifica della corrispondenza fra i valori in esso riportati e la documentazione contabile ed extracontabile che si riferisce a ciascuno di essi. La procedura di inventariazione implica che il perito estimatore verifichi e ricostruisca analiticamente il contenuto delle singole voci dello stato patrimoniale, con l’obiettivo di distinguere i diversi beni in relazione al nesso/pertinenza che essi hanno nei confronti della realtà aziendale da valutare.

Il fine ultimo della metodologia in esame è di pervenire alla quantificazione del valore corrente del patrimonio che sarà sintetizzata nel Patrimonio Netto Rettificato (PNR).

L’approccio analitico-patrimoniale non può considerarsi – esso solo – adeguato alla stima del valore economico del capitale aziendale, fermo restando l’importanza di tale analisi, prope-
deutica all’applicazione di metodologie di valutazione aziendale più evolute.

Si ritiene che esso possa assolvere alla finalità della valutazione d’azienda solo nei limitati casi in cui il PNR possa riflettere, se pur indirettamente ma compiutamente, valori espressivi di potenzialità economiche.

Per rendere la stima del PNR più completa, si può ricorrere all’approccio patrimoniale complesso, il quale rappresenta un’integrazione del metodo analitico-patrimoniale. Partendo dal presupposto che il valore economico di un’azienda dipende dalla sua capacità di produrre benefici economici per gli investitori e che tali benefici dipendono dai fattori produttivi tangibili e intangibili che compongono l’azienda, il metodo patrimoniale complesso include nel valore d’azienda anche i beni immateriali di durata pluriennale che, sebbene non direttamente espressi in bilancio, sono da considerarsi parte integrante del patrimonio aziendale.

7.2 I metodi dei flussi

I metodi dei Flussi considerano l'azienda come complesso unitario organizzato e ne attribuiscono il valore in relazione ai frutti che essa sarà in grado di generare in futuro. Tali risultati devono essere ricondotti al momento della stima mediante il processo di attualizzazione.

I metodi dei Flussi si differenziano rispetto al metodo Patrimoniale in relazione alla natura dei dati sui quali si basano: il metodo Patrimoniale esprime il valore d'azienda in termini statici mentre l'analisi effettuata con il metodo dei flussi fornisce una visione "dinamica" di tale valore. In questa prospettiva, la valorizzazione del patrimonio aziendale diviene funzione anche della variabile temporale, dando maggior rilievo al futuro rispetto a quanto prodotto nel passato.

Il metodo dei flussi può essere espresso nel modo seguente:

$$W = f(R; t; r)$$

dove:

W = valore economico del capitale;

R = rendimento prospettico;

t = tempo;

r = rischio;

f = funzione di attualizzazione.

I metodi dei Flussi si distinguono in relazione alla natura assunta da R fra metodo Finanziario, quando R è rappresentato dal flusso di cassa periodico prospettico e metodo Reddituale quando R è rappresentato dal flusso del reddito medio prospettico. Comune ad entrambi i metodi valutativi è la scelta dell'orizzonte temporale cui riferire le analisi.

7.2.1 Metodo dei flussi finanziari

Questo processo valutativo porta alla determinazione del valore attualizzato dei flussi monetari complessivi disponibili nell'arco temporale preso in esame.

In particolare, fissato l'arco temporale di riferimento per l'analisi valutativa, si dovrà determinare la differenza tra il valore complessivo dei flussi monetari attualizzati - comprensivo del valore residuo esistente a fine periodo - e i debiti onerosi iscritti a bilancio. Il tasso di attualizzazione è pari al WACC (*Weighted Average Cost of Capital*).

A seconda che i flussi monetari siano assunti al netto o al lordo degli oneri finanziari, il valore d'azienda può essere definito *unlevered* o *levered*.

7.2.2 Metodo dei flussi finanziari unlevered

Il modello è definito *unlevered* se i flussi monetari vengono assunti al lordo degli oneri finanziari e vengono attualizzati per mezzo del costo medio ponderato del capitale WACC (*Weighted Average Cost of Capital*); tale metodo considera sia il costo-opportunità dei mezzi propri apportati dagli azionisti, sia il costo dei mezzi finanziari apportati da terzi.

Il costo medio ponderato del capitale (WACC) dipende da tre fattori:

- il costo del capitale di rischio, che equivale alla remunerazione domandata dagli investitori per il rischio derivante dallo svolgimento della gestione operativa;
- il costo del debito, che rappresenta la remunerazione da garantire ai finanziatori a titolo di debito per il rischio assunto in merito al rimborso del capitale concesso a prestito e all'incasso dei correlati proventi finanziari (al netto delle imposte dirette);
- il grado di leva finanziaria.

7.2.3 Metodo dei flussi finanziari levered

Se i flussi finanziari sono assunti al netto degli oneri finanziari, il modello viene definito levered. In tal caso, il costo del capitale proprio è determinato con il modello CAPM (Capital Asset Pricing Model).

7.2.4 Metodo dei flussi reddituali

Analogamente al modello finanziario, questo modello di analisi porta alla determinazione del valore attualizzato del reddito conseguibile nel lasso temporale considerato.

In genere, il metodo reddituale estende la propria valutazione ad un orizzonte temporale che tende all'infinito. Per tale ragione, si considera per la determinazione del capitale economico la formula del valore attuale della rendita perpetua.

L'utilizzo del valore attuale della rendita perpetua trova giustificazione nel fatto che, dopo un certo numero di anni e per tassi sufficientemente elevati, la differenza tra il valore attuale della rendita limitata a n anni e il valore attuale della rendita perpetua diviene trascurabile.

E' invece di fondamentale importanza effettuare la procedura di "normalizzazione" dei flussi reddituali al fine di pervenire ad una grandezza flusso che rappresenti, il più possibile, la consolidata capacità dell'azienda di generare reddito. La normalizzazione si concretizza nella rettifica dei valori storici del reddito, così da eliminare le distorsioni e ottenere quello che rappresenta il più probabile valore del reddito atteso conseguibile in futuro.

Principalmente, la procedura di normalizzazione interviene per apportare le seguenti rettifiche:

- eliminare le componenti straordinarie del reddito;
- eliminare le componenti di reddito afferenti i capitali accessori;
- eliminare le componenti non inerenti la produzione del reddito;
- neutralizzare le politiche di bilancio (comprese quelle fiscali);
- imputare le componenti di reddito rilevanti a livello gestionale;
- ma non rilevate contabilmente;
- rideterminare le imposte di competenza.

Si può notare, infine - come in questo modello - i flussi di reddito siano già al netto dei debiti onerosi iscritti a bilancio, contrariamente a quanto previsto nel modello finanziario.

7.3 Il metodo dell'Economic Profit

Il valore del capitale economico - quantificato con il metodo dell'*Economic Profit* - deriva dalla somma di due fattori: il valore attribuito alle attività aziendali in essere e il valore dei redditi eccedenti il rendimento atteso delle medesime.

Rientrano in questa famiglia di metodi valutativi: i metodi misti e il metodo dell'EVA.

7.3.1 Metodi Misti

Questi metodi rappresentano una mediazione tra il modello Patrimoniale e il modello dei Flussi, nella misura in cui si cerca di contemperare il contributo offerto dalle due componenti (patrimoniale e reddituale) fino ad ora lasciate separate.

In tal senso, sia il valore del reddito medio prospettico normalizzato, sia il patrimonio netto rettificato vengono messi in relazione affinché concorrano a determinare il valore del capitale economico dell'azienda.

La dottrina aziendalistica propone due differenti modelli di algoritmi:

(i) Metodo del valore medio;

(ii) Metodo della stima autonoma dell'avviamento (o dell'UEC).

Questo secondo metodo è largamente utilizzato, nella sua formulazione con attualizzazione limitata (nel tempo) del profitto medio ed è incentrato sulla nota formula:

$$W = K + (R - i K) a|n,i'$$

dove:

- K rappresenta il capitale netto rettificato;
- R rappresenta il reddito medio normale atteso per il futuro;
- n rappresenta il numero di anni per i quali si ritiene possano durare le condizioni generatrici del reddito.
- i rappresenta il tasso di capitalizzazione ovvero quel tasso che applicato al capitale netto rettificato (K) esprime una misura di rendimento giudicata soddisfacente, nei limiti della norma, tenuto conto del grado di rischio che l'azienda incontra.
- i' rappresenta il tasso di attualizzazione, ovvero quel tasso che consente di determinare il valore del capitale economico riportando i diversi flussi all'epoca di valutazione. Esso va inteso come il puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo. E' indipendente da problemi di rischio specifico dell'impresa e si collega a parametri finanziari "*free risk*" (es. al tasso di rendimento dei titoli di stato per corrispondenti durate).

7.3.2 Metodo EVA (*economic value added*)

Il metodo EVA è un criterio di determinazione e misura del valore economico di un'azienda fondato sul presupposto che il capitale degli azionisti deve essere remunerato come quello dei terzi e che un'azienda che produce utili contabili non necessariamente crea valore eco-

nomico. Si evince perciò che un'azienda crea valore se il rendimento del capitale investito è maggiore del costo del capitale investito.

Questo modello, quindi, si propone di valutare in senso lato la capacità del management di creare un valore durevole e stabile per l'azienda.

Il valore economico aziendale viene, quindi, stimato calcolando il valore attuale degli EVA futuri. Nella versione finanziaria, tale valore si somma al capitale operativo rettificato sottraendo l'indebitamento finanziario netto.

Il metodo misto patrimoniale-reddituale consente di esprimere il valore economico del capitale a partire dal valore corrente del patrimonio operativo aziendale, integrato dalla componente dell'avviamento (o disavviamento) che risulta generabile dalla combinazione aziendale a partire dall'attuale insieme di condizioni operative di funzionamento.

Il metodo misto è stato applicato in una particolare configurazione (oggi sovente utilizzata), che prevede la scomposizione del valore complessivo dell'azienda in due componenti: il valore corrente del capitale investito (di derivazione contabile) e il valore attuale dei sovraredditi attesi futuri (*Economic Profit* o *Economic Value Added*). Tali elementi, dedotta la posizione finanziaria netta, quantificano il valore economico del netto patrimoniale.

Tale metodo fa quindi riferimento iniziale al valore del patrimonio, rettificandolo in positivo (avviamento) o in negativo (disavviamento) alla luce della capacità di reddito dell'azienda, confrontata con la remunerazione congrua (costo) del capitale medesimo. In caso di "sotto-reddito" (reddito inferiore al costo del capitale), s'ipotizza, tipicamente, che esso tenda nel tempo ad annullarsi, prevedendo, quindi, che la redditività del capitale converga nel tempo ad eguagliare il suo costo.

Quest'assunzione può essere giudicata "ottimistica" per aziende in perdita economica (ovvero al netto del costo del capitale) "strutturale", dovuta cioè a una limitata attrattività del contesto competitivo di riferimento e/o a una posizione di svantaggio competitivo non colmabile, quale appare la condizione delle partecipate del settore del mobile nel nostro caso.

La formulazione del metodo misto (in versione EVA o EP) è sintetizzabile nella seguente

$$V_0 = EV_0 + PFN_0 + CA_0$$

Con:

$$EV_0 = CIN_0 + MVA_0$$

Dove:

$$MVA_0 = \sum_{t=1}^n \frac{EP_t}{(1 + WACC)^t}$$

E:

$$EP_t = NOPAT_t - WACC \times CIN_{t-1}$$

formula:

Dove:

- V_0 indica il valore economico del patrimonio alla data di valutazione;
- EV_0 è il valore delle attività operative nette;
- PFN_0 indica la posizione finanziaria netta;
- CA_0 indica il capitale accessorio costituito da componenti patrimoniali non impiegate nel ciclo produttivo e di natura non finanziaria;
- CIN_0 rappresenta il capitale investito netto di funzionamento;
- EP_t è l'*Economic Profit* nei periodi da 1 a n ;
- $NOPAT_t$ esprime il risultato operativo al netto delle imposte atteso normale;
- $WACC$ è il rendimento atteso (costo) del capitale investito di inizio periodo (CIN_{t-1}) pari al costo medio ponderato del capitale di rischio e del debito; $WACC * CIN_{t-1}$ rappresenta il costo del capitale (in valore assoluto);
- n rappresenta il numero di anni di permanenza del "sovra-reddito", o, nel caso in cui sia negativo, necessari per l'annullamento del "sotto-reddito" ovvero per la convergenza della redditività al costo del capitale.

7.4 I metodi Comparativi

I seguenti modelli di valutazione d'azienda hanno natura prettamente empirica e forniscono una quantificazione del valore aziendale che si basa, per lo più, su comparazioni e analogie tra aziende o settori analoghi.

7.4.1 Metodo dei multipli di mercato

Il valore dell'azienda viene definito come risultato di una stima effettuata sulla base di dati di mercato espressi sotto forma di coefficienti (multipli di mercato) riferiti a società quotate o operanti nel medesimo settore di riferimento. L'applicazione di questo approccio metodologico richiede che sia individuato un gruppo di aziende appartenenti allo stesso settore merceologico ed aventi le medesime caratteristiche operative (*peer group*).

Sulla base dei dati del campione così individuato si calcolano alcuni parametri economici e patrimoniali medi che verranno poi applicati alla realtà aziendale da valutare. Fra i parametri più utilizzati, si possono citare $EV/EBITDA$, $EV/EBIT$, P/E , $EV/Sales$ (dove EV è il valore economico aziendale; $EBITDA$ è il risultato economico ante ammortamenti, oneri finanziari e imposte; $EBIT$ è il risultato economico ante oneri finanziari e imposte; P è il prezzo dell'azione quotata; E è il reddito netto; $Sales$ è il fatturato).

Le difficoltà insite nella formazione di un campione di società comparabili limitano le potenzialità valutative di questo approccio e il perito estimatore ne consiglia l'impiego al solo scopo comparativo.

7.4.2 Metodo delle transazioni comparabili

L'applicazione di tale metodo consente di determinare il valore dell'azienda sulla base di prezzi effettivamente negoziati nell'ambito di transazioni private di quote del capitale economico di imprese comparabili.

7.4.3 Metodo di borsa

Questa modalità di analisi è analoga a quella precedente e vale per le società quotate in borsa. La valorizzazione economica dell'azienda si basa sul valore scambiato per aziende quotate appartenenti al medesimo settore merceologico ed aventi le stesse caratteristiche dimensionali, patrimoniali, economiche e finanziarie. Come si può desumere dalle indicazioni appena svolte, l'individuazione di casi concreti è alquanto difficile, essendo ciascuna realtà aziendale diversa dalle altre. Per tale ragione, sono molto più diffusi i metodi dei multipli di mercato.

7.5 Vantaggi e limiti dei metodi più utilizzati

Di seguito una rapida e tradizionale sintesi dei vantaggi e dei limiti dei metodi principali.

Metodi	Vantaggi	Limiti e criticità
Patrimoniali	Producono una valutazione più oggettiva rispetto ad altri metodi poiché non richiedono né stime su redditi o flussi di cassa futuri né l'utilizzo di tassi di sconto	Non considerano la capacità dell'impresa di generare reddito o flussi di cassa in futuro. Il processo di valutazione degli elementi patrimoniali a valori correnti di mercato, anziché di funzionamento, può essere complesso. Il metodo patrimoniale semplice non tiene conto di eventuali beni immateriali presenti in azienda ma non attivati a bilancio
Reddituali	L'utilizzo di un reddito medio prospettico permette di considerare nella valutazione quella che dovrebbe essere la stabile capacità futura dell'azienda di generare utili	Margine di errore, più o meno ampio, causato dalla soggettività nella definizione del tasso di attualizzazione e nella stima dei flussi di reddito futuri. Il reddito è sensibile a numerose manipolazioni come, ad esempio, la creazione di riserve occulte
Misti	Riducono il margine di errore del metodo reddituale, rafforzando la valutazione tramite una quantificazione del valore degli elementi oggettivi del patrimonio	La scelta del peso da attribuire alle due componenti (patrimoniale e reddituale) è soggettiva. Non eliminano completamente la soggettività introdotta dalla parte reddituale e risentono comunque della poca razionalità scientifica dei metodi patrimoniali
Finanziari	Razionalità elevata legata al fatto che si basano sulla logica di definizione del prezzo delle attività finanziarie e riflettono la teoria economica sulla corretta valutazione degli investimenti. Evidenziano la capacità dell'azienda di generare <i>cash flow</i> e di metterlo a disposizione dei propri investitori	Denotano una soggettività elevata legata alla stima dei flussi di cassa aziendali futuri. Per le aziende non quotate in borsa si presentano difficoltà nella determinazione di un <i>Ke</i> verosimile, principalmente a causa della difficoltà del processo di stima del coefficiente <i>Beta</i>

Multipli

Semplicità di utilizzo perché si basano su dati contabili e parametri economici oggettivi. Costituiscono un parametro di comparazione dei valori che scaturiscono dagli altri metodi di valutazione

Scarsa razionalità scientifica generale e in particolare, differenza tra concetto di prezzo e valore nel caso di valutazione effettuate tramite multipli di transazioni comparabili. Per le PMI è difficile identificare società realisticamente comparabili. Le quotazioni in borsa delle aziende sono influenzate da variabili soggettive e fenomeni straordinari

7.6 La scelta del criterio

Per i motivi che saranno chiari in sede di commento delle singole situazioni patrimoniali è preferibile, se non obbligatorio, utilizzare il **criterio patrimoniale**.

Lo scrivente deve stimare il “*valore effettivo*” della partecipazione. Tale valore potrebbe essere inteso come valore di mercato (*fair market value*); questa nozione di valore sconta, tuttavia, l’esistenza di un mercato di riferimento ove i diversi partecipanti possano operare in modo informato e razionale.

Data le caratteristiche e le dimensioni delle società e dei suoi soci, e data la situazione di generale crisi in cui si dibatte il gruppo pare opportuno applicare tarare le stime con adeguati “aggiustamenti”.

Pertanto, sulla base delle indicazioni metodologiche contenute nei paragrafi precedenti, si è proceduto a determinare il valore del patrimonio netto rettificato della singola partecipata operando le rettifiche che è stato possibile eseguire sulla base delle informazioni note.

Si tratta, in altri termini, di calcolare il valore corrente di mercato dell’attivo e del passivo aziendale la cui differenza esprime appunto la variabile in esame.

Tale valore è analiticamente stimabile sommando al patrimonio netto contabile al tempo della stima, le eventuali rettifiche positive e/o negative che si ottengono per differenza tra i valori correnti di mercato degli elementi patrimoniali ed i rispettivi valori contabili.

I criteri di valutazione adottati per la determinazione delle rettifiche patrimoniali sono informati a principi diversi da quelli utilizzati per il bilancio d’esercizio, in considerazione delle finalità proprie della presente stima.

L’analisi si deve necessariamente arrestare all’esame dei bilanci e il problema della “sinteticità” di esposizione in bilancio è in parte mitigato dalla scarsità di voci contabili.

Un tanto vale con particolare riguardo alle immobilizzazioni finanziarie ivi iscritte.

Come noto, posto che le *Immobilizzazioni* in generale sono beni “*destinati ad essere utilizzati durevolmente*” nell’attività dell’impresa, le differenze o perdite di valore tra valore contabile e valore recuperabile sono prese in considerazione per la rettifica del valore contabile solo se durevoli.

Qualsiasi bene iscritto all'attivo dello stato patrimoniale deve essere recuperabile, ovvero deve concorrere alla formazione di un flusso finanziario in entrata o "tradursi" in un flusso finanziario.

La recuperabilità del bene, quale condizione per la sua iscrizione in bilancio, è un postulato applicabile a tutti i beni, appartenenti al capitale immobilizzato o circolante, compresi quindi i beni strumentali, quelli destinati alla vendita e i crediti.

Il recupero avviene quindi, a seconda della natura o della destinazione del bene, attraverso l'uso, la vendita o la riscossione, se si tratta di un credito.

Il valore recuperabile è stato individuato nei documenti dei principi contabili nazionali per le *Partecipazioni* come emerge dal bilancio della società partecipata e da altre informazioni di natura patrimoniale, economica e finanziaria eventualmente acquisite.

La prospettiva obbligatoria di redazione del bilancio sulla quale ci si è appena dilungati è l'unica su cui può appoggiarsi nel caso di specie.

Il che rende limitato *ab origine* il processo valutativo poiché l'analisi fondamentale che è alla base del medesimo non può essere eseguita se non limitatamente ai dati di bilancio.

Analisi fondamentale che porta (o dovrebbe portare) al *valore intrinseco* (o appunto fondamentale) ⁽²⁾ definito dai Principi Italiani di Valutazione (PIV) redatti dall'Organismo Italiano di Valutazione ⁽³⁾. Esso è funzione della capacità di reddito corrente dell'azienda o del bene e delle opportunità di crescita concretamente realizzabili sulla base di azioni o progetti in cui l'impresa si è già impegnata, escludendo ogni tipo di potenzialità latente.

Il valore intrinseco esprime un valore recuperabile sulla base di flussi di reddito prospettici e, quindi, esclude premi e sconti potenzialmente riconoscibili in un contesto transattivo.

Il valore intrinseco differisce dal *valore di mercato* il quale invece esprime il miglior prezzo ragionevolmente realizzabile dal venditore e il prezzo più vantaggioso ragionevolmente realizzabile dall'acquirente ⁽⁴⁾.

Il valore di mercato non postula la razionalità dei prezzi fatti e presuppone che esso sia l'esito di un periodo di commercializzazione adeguato.

Un tanto rileva sotto due ordini di profili:

² PIV I.6.8 "il valore intrinseco esprime l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi"; esso esprime un valore "frutto di analisi fondamentale, poiché, pur tenendo presenti gli indicatori di mercato per la quantificazione degli input (in particolare del tasso di attualizzazione), richiede la stima dei benefici economici e la quantificazione del rischio ad essi associato"; ancora "riflette la realtà operativa dell'azienda nelle sue condizioni correnti (con l'attuale destinazione d'uso, l'efficienza manageriale od operativa corrente ecc.)"

³ Costituito 2011 (tra i soci fondatori vi sono BorsaItaliana, il CNDCEC e l'Università Bocconi) ha tra gli obiettivi quello di predisporre e mantenere aggiornati i Principi Italiani di Valutazione di aziende, di strumenti finanziari e di attività reali.

⁴ PIV I.6.3 "il valore di mercato di un'attività reale o finanziaria (o di un'entità aziendale) o di una passività è 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 (obblighi a comprare o a vendere)".

- l'utilizzo del Patrimonio Netto come riferimento del valore intrinseco, pur in assenza, come sopra evidenziato, della possibilità di eseguire approfonditamente l'analisi fondamentale;
- l'applicazione e in che misura di sconti.

Sul primo aspetto non c'è altro da dire rispetto a quanto già dedotto.

I premi e gli sconti, invece, rappresentano delle rettifiche in aumento o in diminuzione alla valutazione, effettuata con il metodo dei risultati attesi o del costo, al fine di avvicinare realisticamente il valore di stima ottenuto al valore di mercato. L'esperto deve utilizzare questi strumenti con cautela motivandone in relazione l'applicazione o l'eventuale mancata applicazione fornendo al committente le necessarie delucidazioni tecniche. I PIV prevedono che i premi e gli sconti possano essere utilizzati nei casi di transazioni con unità di valutazione differenti rispetto a quelle oggetto di valutazione oppure possano essere utilizzati per esprimere il valore di una specifica risorsa o per far conciliare valutazioni riferite a periodi differenti. Gli sconti possono essere utilizzati altresì per la valutazione di liquidazione forzata di un'attività. Considerato, che il valore economico è un *valore teorico* (calcolato per le azioni non quotate sull'astratto presupposto dell'uguaglianza tra prezzo e valore) risulta necessario verificare la possibilità, in sede negoziale, della formazione di un diverso valore effettivo (prezzo).

Si pone, quindi, il problema in capo al valutatore di decidere se il valore di una singola azione o quota ideale sia pari a un valore medio costante pari al rapporto tra il valore del patrimonio netto (solitamente definito *Equity value*) e il numero totale delle azioni o quote ideali, o se invece debba variare in ragione di:

1. premi di maggioranza, quando il valore unitario attribuito alle azioni o quote è maggiore del valore medio;
2. sconti di minoranza, quando il valore unitario attribuito alle azioni o quote è minore del valore medio.

La natura dei premi e degli sconti è solo parzialmente simmetrica e richiede una trattazione separata.

I PIV individuano 3 tipi principali di premi e sconti:

- premi di maggioranza/controllo;
- sconti di minoranza;
- sconti di illiquidità.

Il premio di maggioranza, nella letteratura dei PIV, è definito come il mezzo per tradurre "prezzi rilevati nell'ambito di transazioni aventi per oggetto unità di valutazioni differenti (ad esempio pacchetti di controllo) rispetto a quella oggetto di valutazione (pacchetti di minoranza)".

Lo sconto di minoranza, sempre nell'ambito dei PIV, è definito come il mezzo per tradurre "prezzi rilevati nell'ambito di transazioni aventi per oggetto unità di valutazioni differenti (ad esempio pacchetti di minoranza) rispetto a quella oggetto di valutazione (pacchetti di maggioranza o controllo)"; in altre parole, è un po' l'opposto del premio di maggioranza, anche se

non deve essere aritmeticamente visto come il suo complemento a 100. Anzi, vi sono situazioni in cui, pur in presenza di partecipazioni di minoranza, l'esistenza di clausole di salvaguardia o di condizioni particolari fa sì che la partecipazione non debba essere oggetto di applicazione di alcuno sconto, da cui deriverebbe una eccessiva penalizzazione.

Infine, lo sconto di illiquidità è di fatto il costo dell'illiquidità, ossia della difficoltà di trovare un mercato per quella partecipazione; riguarda di norma partecipazioni di scarso rilievo ai fini del controllo, ma non è detto che anche una partecipazione di maggioranza possa essere soggetta a uno sconto di illiquidità, quando l'esperto ne ravvisasse una scarsa negoziabilità sul mercato.

Vi sono poi nella prassi altri tipi di sconti a cui il valutatore può essere interessato nella prospettiva di pervenire alla rappresentazione del valore economico fondamentale della partecipazione; fra i più rilevanti si possono ricordare:

- lo sconto per l'assenza di diritti di voto, o per la sua limitazione;
- lo sconto per la perdita di persone chiave dell'impresa.

I Principi Italiani di Valutazione (PIV) definiscono premi e sconti come *“rettifiche, rispettivamente in aumento e in diminuzione, da applicare (eventualmente) ad una stima di valore ottenuta sulla base delle metodiche dei risultati attesi o del costo per tradurla in un prezzo fattibile, cioè per accostarla al valore di mercato”*.

L'attribuzione di un valore in caso di acquisizione dei pacchetti di minoranza (come nella specie) assume talvolta risvolti più complessi.

Al contrario, specie nell'attuale contesto di mercato, ci si chiede se la stima del potenziale prezzo di cessione di un pacchetto di minoranza debba incorporare anche uno sconto ulteriore legato alla illiquidità dell'*asset*.

La risposta è unanimemente considerata positiva ma deve essere letta nella congiuntura di mercato (congiuntura che perdura almeno da dieci anni) che è caratterizzata da scarsa liquidità e da un ridotto numero di operazioni, che rende di fatto assai difficile cedere pacchetti di minoranza di società controllate da altri.

L'Organismo Italiano di Valutazione ha individuato la misura degli sconti nei seguenti *range* percentuali.

Tipo di sconto	Minimo	Massimo
Minoranza	15%	40%
Illiquidità	13%	45%

I *range* percentuali vanno qui intesi come indicazioni di massima, posto che nella copiosa letteratura sul tema vi sono anche indicazioni di diversa ampiezza.

Resta il fatto che solamente i riscontri del mercato sono in grado di definire con puntualità la misura degli sconti afferenti alla negoziazione di una specifica partecipazione.

Se per lo sconto per mancanza di liquidità si rinvia a quanto precedentemente detto sulla necessità che siano i cedenti a doversi “creare” un mercato negoziale per lo sconto di minoranza vanno svolte diverse considerazioni.

I Principi Italiani di Valutazione nella gerarchia dei livelli di valore di una partecipazione indicano al quinto, ed ultimo posto, quello di partecipazioni di minoranza di società per la quale non esiste un mercato attivo di titoli azionari giustificando così la richiesta da parte di un investitore razionale dello sconto per mancanza di liquidità.

Nell'individuare le misure, tuttavia, occorre tenere conto delle già ricordate peculiarità della compravendita e principalmente l'assenza di terzietà tra le parti; i.e. se gli sconti devono pesare anche la difficoltà di cedere azioni di società controllate da altri, un tale peso non è individuabile nel contraente già azionista o socio.

Oltretutto, una volta superata l'attuale situazione congiunturale non vi è motivo per ritenere che in un contesto normale di mercato, un pacchetto azionario debba valere meno di quanto risulta dall'applicazione dei corretti modelli valutativi, eventualmente rettificati per tenere conto di premi di controllo, come definiti sopra ⁽⁵⁾.

6. Eugenio Ferro & C. 1929 S.r.l.

Essa ha sede legale in Venezia Murano, F.ta Navagero 75, Codice Fiscale, Partita IVA e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Venezia Venezia Rovigo P.IVA 03353740271. La società ha per oggetto la produzione, il commercio di oggetti in vetro, articoli artistici in vetro, bigiotteria, oggettistica per arredamento e articoli per l'illuminazione.

La società, partecipata in via sostanzialmente paritetica da Vecchia Murano V.M. S.r.l. (33,33%), Laguna Murano Glass S.r.l. (33,34%) e Ferro e Lazzarini S.r.l. (33,33%), è amministrata dall'Amministratore Unico Dario Ferro.

Le rimanenze non sono state oggetto di rettifica in assenza di dati aggiornati.

Parte dei crediti verso clienti sono verso la società Ferro e Lazzarini S.r.l., oggetto di svalutazione.

Qui di seguito il patrimonio rettificato (bilancio al 31 dicembre 2022 - **sub doc. B**):

⁵ Così M. BUONGIORNO, *Premi di maggioranza e sconti di minoranza nella valutazione delle partecipazioni: aspetti teorici ed ambiti di applicazione*, in La rivista delle operazioni straordinarie 11- 2013.

STATO PATRIMONIALE	2022		rettifiche		2022 adj	
Immobilizzazioni immateriali	1.109	0,1%	0	0,0%	1.109	0,1%
Immobilizzazioni materiali	16.997	1,4%	0	0,0%	16.997	1,6%
Immobilizzazioni finanziarie lorde	103	0,0%	0	0,0%	103	0,0%
Crediti finanziari a lungo termine	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Crediti non finanziari a lungo termine	95.145	8,0%		0,0%	95.145	9,0%
Totale attivo fisso (AF)	113.354	9,5%	0	0,0%	113.354	10,7%
Magazzino	671.874	56,5%	0	0,0%	671.874	63,7%
Crediti a breve termine	395.822	33,3%	(-133.784)	100,0%	262.038	24,8%
Ratei attivi	1.684	0,1%	0	0,0%	1.684	0,2%
Liquidità immediate	6.392	0,5%	0	0,0%	6.392	0,6%
Totale attivo corrente (AC)	1.075.772	90,5%	(-133.784)	100,0%	941.988	89,3%
Totale capitale investito (CI)	1.189.126	100,0%	(-133.784)	100,0%	1.055.342	100,0%
Capitale sociale	50.000	4,2%	0	0,0%	50.000	4,7%
Riserve	(-127.294)	-10,7%	(-133.784)	100,0%	(-261.078)	-24,7%
Utile (perdita) di esercizio	76.560	6,4%	0	0,0%	76.560	7,3%
Totale mezzi propri (MP)	(-734)	-0,1%	(-133.784)	100,0%	(-134.518)	-12,7%
Fondi rischi e oneri	1.293	0,1%	0	0,0%	1.293	0,1%
Fondo TFR	132.125	11,1%	0	0,0%	132.125	12,5%
Debiti finanziari (a lungo termine)	450.000	37,8%	0	0,0%	450.000	42,6%
Debiti non finanziari (a lungo termine)	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Totale passività consolidate (PML)	583.418	49,1%	0	0,0%	583.418	55,3%
Debiti finanziari (a breve termine)	0	0,0%	0	0,0%	-	0,0%
Debiti non finanziari (a breve termine)	589.468	49,6%	0	0,0%	589.468	55,9%
Ratei e risconti passivi	16.974	1,4%	0	0,0%	16.974	1,6%
Totale passività correnti (PC)	606.442	51,0%	0	0,0%	606.442	57,5%
Capitale di finanziamento (CF)	1.189.126	100,0%	(-133.784)	100,0%	1.055.342	100,0%

7. Venezia services S.r.l.

Essa ha sede legale in Venezia (VE), Sestriere San Marco 4779, Codice Fiscale, Partita IVA e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Venezia Venezia Rovigo 02650980275. Essa fu costituita il 24 novembre 1992 ed ha per oggetto: a) l'industria turistica in genere, la gestione di uffici e agenzie di viaggio e cambio valuta. b) l'assunzione e la gestione di partecipazioni in altre società attive nel settore dei servizi turistici, alberghieri, congressuali, assimilati e connessi quali, a titolo esemplificativo, agenzie di viaggio, uffici cambio, trasporti turistici. c) pianificazione e controllo della gestione imprenditoriale o finanziaria; attività promozionale dello sviluppo e dell'immagine, ricerca di mercato, marketing, progettazione pubblicitaria; pubbliche relazioni, assistenza e coordinamento vendite e acquisti; stipulazione di contratti in Italia e all'estero, coordinamento tecnico e amministrativo, servizi contabili, assistenza nella gestione del personale, servizi di logistica; manutenzione ordinaria e straordinaria dei cespiti mobiliari e immobiliari; servizi complementari e connessi, il tutto per società partecipate e non.

La compagine sociale, oltre che da Vecchia Murano VM s.r.l., è composta da Ferro e Lazzarini S.r.l. e da Laguna Murano Glass - S.r.l. in via sostanzialmente paritetica da Vecchia Murano V.M. S.r.l. (33,34%), Laguna Murano Glass S.r.l. (33,33%) e Ferro e Lazzarini S.r.l. (33,33%). La società è amministrata da un Amministratore Unico.

La situazione patrimoniale (bilancio contabile al 31 dicembre 2022 – **sub doc. C**) esprime quanto segue.

Gli importi del debito infragruppo trovano coincidenza con le opposte ragioni di credito della

controllante.

La società ha ancora iscritto tra le immobilizzazioni immateriali il valore residuo dell'avviamento dell'agenzia di viaggi Gran Canal, un tempo corrente in Calle del Lovo prima dell'apertura dell'attività di ristorazione; l'agenzia di viaggio è da tempo cessata e il valore di iscrizione residuo non appare più realizzabile.

Nell'accordo di ristrutturazione del debito ex art 182 bis L.F. di Fininven è previsto che la residua posizione debitoria di Fininven S.r.l. nei confronti di Venezia Service S.r.l. venga corrisposta, successivamente all'omologa, a seguito delle prime vendite previste e per le quali sono già state acquisite offerte irrevocabili d'acquisto. Tale importo è parte della maggior disponibilità di euro 3.000.000 che l'accordo prevede di destinare ad alcune partecipate con funzione di risanamento.

Tra i crediti (verso controllante, verso altre imprese, verso clienti e verso altre imprese) sono ricompresi crediti verso altre società del gruppo.

Analizzando gli importi di maggior rilievo occorre rilevare che:

- Laguna Murano Glass S.r.l. è stata dichiarata giudizialmente liquidata;
- Vecchia Murano S.r.l. ha omologato una domanda di concordato ai sensi dell'art 161 comma 6 L.F.;
- per Galleria San Marco G.S.M. S.r.l. non è disponibile un documento di bilancio;

A sua volta, Venezia services S.r.l. detiene partecipazioni in Vero artistico S.r.l., Fintravel S.r.l. e La Fenice S.r.l.

Vero Artistico S.r.l.

Società con sede a Scorzè (Ve) avente ad oggetto la produzione, la decorazione e la commercializzazione di vetri artistici.

Larga parte dei crediti verso clienti sono nei confronti di Laguna Murano Glass S.r.l. e Vecchia Murano S.r.l.

Do seguito la ri-espressione del suo patrimonio (bilancio contabile al 31 gennaio 2023).

STATO PATRIMONIALE	2022		rettifiche		2022 adj	
Immobilizzazioni immateriali	1.040	0,2%	(-1.040)	0,5%	0	0,0%
Immobilizzazioni materiali	1.703	0,3%	(-1.703)	0,8%	0	0,0%
Immobilizzazioni finanziarie	5	0,0%		0,0%	5	0,0%
Crediti finanziari a breve termine	0	0,0%		0,0%	0	0,0%
Crediti finanziari a lungo termine	0	0,0%		0,0%	0	0,0%
Crediti non finanziari a lungo termine	0	0,0%		0,0%	0	0,0%
Totale attivo fisso (AF)	2.748	0,5%	(-2.743)	1,3%	5	0,0%
Magazzino	205.867	40,0%		0,0%	205.867	67,4%
Crediti a breve termine	306.014	59,4%	(-206.531)	98,7%	99.483	32,6%
Ratei attivi	89	0,0%		0,0%	89	0,0%
Liquidità immediate	118	0,0%		0,0%	118	0,0%
Totale attivo corrente (AC)	512.089	99,5%	(-206.531)	98,7%	305.557	100,0%
Totale capitale investito (CI)	514.837	100,0%	(-209.274)	100,0%	305.563	100,0%
Capitale sociale	20.000	3,9%	0	0,0%	20.000	6,5%
Riserve	(-147.607)	-28,7%	(-209.274)	100,0%	(-356.881)	-116,8%
Utile (perdita) di esercizio	(-39.458)	-7,7%	0	0,0%	(-39.458)	-12,9%
Totale mezzi propri (MP)	(-167.066)	-32,5%	(-209.274)	100,0%	(-376.340)	-123,2%
Fondi rischi e oneri	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Fondo TFR	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti finanziari (a lungo termine)	276.080	53,6%	0	0,0%	276.080	90,4%
Debiti non finanziari (a lungo termine)	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Totale passività consolidate (PML)	276.080	53,6%	0	0,0%	276.080	90,4%
Debiti finanziari (a breve termine)	128.992	25,1%	0	0,0%	128.992	42,2%
Debiti non finanziari (a breve termine)	276.830	53,8%	0	0,0%	276.830	90,6%
Ratei e risconti passivi	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Totale passività correnti (PC)	405.822	78,8%	0	0,0%	405.822	132,8%
Capitale di finanziamento (CF)	514.837	100,0%	(-209.274)	100,0%	305.563	100,0%

Fintravel S.r.l.

Società con sede nel centro storico di Venezia con oggetto sociale l'assunzione di partecipazioni nel settore turistico, alberghiero, etc.

La società, con capitale sociale di euro 10.400, è posseduta paritariamente da Venezia Service S.r.l. e Ark S.r.l.; quest'ultima società è esterna al perimetro del gruppo Fininven.

L'attivo contabile evidenzia, in via del tutto prevalente, il valore di iscrizione nella controllata Albatravel S.r.l.

Quest'ultima con all'attivo patrimoniale terreni e fabbricati, costituiti da un immobile ad uso ufficio in San Marco, uffici e garage in Isola del Tronchetto e tre immobili ad uso uffici con posti relativi nell'area direzione di Viale Ancona a Mestre e partecipazione in Worldwide Hotel Link S.r.l. che ha ottenuto l'ammissione alla procedura ex art. 64bis CCII.

Ottenuto il bilancio di Albatravel s.r.l. al 31 dicembre 2022 (bilancio contabile al 31 dicembre 2022 – **sub doc. D**) è stata operata, nel bilancio di Fintravel (**sub doc. E**) la rettifica positiva adeguando il valore delle immobilizzazioni finanziarie di Fintravel al patrimonio netto corrispondente di Albatravel, pur nella consapevolezza che il valore di PN della medesima potrebbe scontare ulteriori rettifiche in ragione delle vicende di Worldwide Hotel Link S.r.l.

Di seguito la rappresentazione:

STATO PATRIMONIALE	2022		rettifiche		2022 adj	
Immobilizzazioni immateriali	0	0,0%	-	0,0%	0	0,0%
Immobilizzazioni materiali	0	0,0%	-	0,0%	0	0,0%
Immobilizzazioni finanziarie	170.431	48,0%	639.618	100,0%	810.048	81,4%
(Crediti finanziari a breve termine)	0	0,0%	-	0,0%	0	0,0%
Crediti finanziari a lungo termine	135.191	38,1%	-	0,0%	135.191	13,6%
Crediti non finanziari a lungo termine		0,0%	-	0,0%	0	0,0%
Totale attivo fisso (AF)	305.622	86,1%	639.618	100,0%	945.239	95,0%
Magazzino		0,0%	-	0,0%	0	0,0%
Crediti a breve termine		0,0%	-	0,0%	0	0,0%
Ratei attivi	36	0,0%	-	0,0%	36	0,0%
Liquidità immediate	49.326	13,9%	-	0,0%	49.326	5,0%
Totale attivo corrente (AC)	49.362	13,9%	0	0,0%	49.362	5,0%
Totale capitale investito (CI)	354.984	100,0%	639.618	100,0%	994.602	100,0%
Capitale sociale	10.400	2,9%	-	0,0%	10.400	1,0%
Riserve	339.000	95,5%	639.618	100,0%	978.618	98,4%
Utile (perdita) di esercizio	(-4.295)	-1,2%	-	0,0%	(-4.295)	-0,4%
Totale mezzi propri (MP)	345.105	97,2%	639.618	100,0%	984.723	99,0%
Fondi rischi e oneri	5.450	1,5%	-	0,0%	5.450	0,5%
Fondo TFR	0	0,0%	-	0,0%	0	0,0%
Debiti finanziari (a lungo termine)	0	0,0%	-	0,0%	0	0,0%
Debiti non finanziari (a lungo termine)	0	0,0%	-	0,0%	0	0,0%
Totale passività consolidate (PML)	5.450	1,5%	0	0,0%	5.450	0,5%
Debiti finanziari (a breve termine)	0	0,0%	-	0,0%	0	0,0%
Debiti non finanziari (a breve termine)	4.394	1,2%	-	0,0%	4.394	0,4%
Ratei e risconti passivi	35	0,0%	-	0,0%	35	0,0%
Totale passività correnti (PC)	4.429	1,2%	0	0,0%	4.429	0,4%
Capitale di finanziamento (CF)	354.984	100,0%	639.618	100,0%	994.602	100,0%

Alla luce di quanto rappresentato si ritiene che il valore di iscrizione della partecipazione di Fintravel S.r.l. in Venezia Service S.r.l. possa essere ritenuto recuperabile e che, anzi, un'eventuale dismissione potrebbe consentire di monetizzare almeno parte del plusvalore latente insito nella controllata (esito in parte legato alla procedura di regolazione della crisi di Worldwide Hotel Link S.r.l.).

La Fenice S.r.l.

Società con sede nell'Isola del Tronchetto avente ad oggetto il servizio di trasporto in navigazione; Il gruppo Fintravel, per il tramite di Venezia Service S.r.l., è socia minoritaria della società con il 14,2% essendo Alilaguna S.p.A socia al 50% e Bassani Holding S.p.A socia al 35,8%.

L'ultimo bilancio approvato, relativo all'esercizio 2021, presenta un Patrimonio netto positivo con attivo caratterizzato da elevata liquidità e modeste immobilizzazioni.

Il valore di iscrizione della partecipazione nel bilancio di Venezia Service S.r.l. è pari a euro 118mila e lo si ritiene, allo stato, essere ritenuto recuperabile; al riguardo andrà verificato l'andamento del bilancio 2022 di Fenice S.r.l. che non è disponibile.

*

Pertanto, nel patrimonio di Venezia Services s.r.l. sono stati rettificati i crediti verso società del "gruppo" nel modo seguente:

CREDITI		DI CUI FINANZIARI	ESIGIBILITA'
Laguna Murano Glass S.r.l.	654.240	20.000	0%
Vecchia Murano S.r.l.	271.345	50.000	10%
Galleria San Marco S.r.l.	682.313		50%
Ferro & Lazzarini S.r.l.	145.755		0%
Tristar s.r.l.	1.220		0%
Vero artistico S.r.l.	24.208		0%

La svalutazione operata appare peraltro ottimistica, considerato che la prospettiva di realizzo di tali beni non è quella nell'ambito di un mercato regolare ma nell'ambito di procedure liquidatorie anche giudiziali nelle quali il valore di realizzo potrebbe essere anche ben inferiore a quello ipotizzato.

Inoltre, il valore residuo dell'avviamento dell'agenzia di viaggi Gran Canal è stato eliso, per le motivazioni anzidette.

Infine, è stato considerato il maggior valore corrispondente alla partecipazione in Fintravel.

Alla luce di quanto espresso si può ricostruire il patrimonio di Venezia Services s.r.l. nel modo seguente:

STATO PATRIMONIALE	2022		rettifiche		2022 adj	
Immobilizzazioni immateriali	502.140	16,1%	(-502.140)	32,0%	0	0,0%
Immobilizzazioni materiali	7.038	0,2%	0	0,0%	7.038	0,5%
Immobilizzazioni finanziarie	172.948	5,5%	349.336	-22,3%	522.284	33,7%
Crediti finanziari a lungo termine	609.061	19,5%	(-25.000)	1,6%	584.061	37,7%
Crediti non finanziari a lungo termine	1.651.432	53,0%	(-1.338.443)	85,3%	312.989	20,2%
Totale attivo fisso (AF)	2.942.620	94,4%	(-1.516.247)	96,7%	1.426.373	92,1%
Magazzino	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Crediti a breve termine	113.947	3,7%	(-52.348)	3,3%	61.599	4,0%
Ratei attivi	3.500	0,1%	0	0,0%	3.500	0,2%
Liquidità immediate	57.320	1,8%	0	0,0%	57.320	3,7%
Totale attivo corrente (AC)	174.768	5,6%	(-52.348)	3,3%	122.420	7,9%
Totale capitale investito (CI)	3.117.387	100,0%	(-1.568.595)	100,0%	1.548.792	100,0%
Capitale sociale	100.000	3,2%	0	0,0%	100.000	6,5%
Riserve	2.095.100	67,2%	(-1.568.595)	100,0%	526.505	34,0%
Utile (perdita) di esercizio	(-438.928)	-14,1%	0	0,0%	(-438.928)	-28,3%
Totale mezzi propri (MP)	1.756.172	56,3%	(-1.568.595)	100,0%	187.578	12,1%
Fondi rischi e oneri	4.190	0,1%	0	0,0%	4.190	0,3%
Fondo TFR	(-455)	0,0%	0	0,0%	(-455)	0,0%
Debiti finanziari (a lungo termine)	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti non finanziari (a lungo termine)	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Totale passività consolidate (PML)	3.735	0,1%	0	0,0%	3.735	0,2%
Debiti finanziari (a breve termine)	798.969	25,6%	0	0,0%	798.969	51,6%
Debiti non finanziari (a breve termine)	551.332	17,7%	0	0,0%	551.332	35,6%
Ratei e risconti passivi	7.179	0,2%	0	0,0%	7.179	0,5%
Totale passività correnti (PC)	1.357.480	43,5%	0	0,0%	1.357.480	87,6%
Capitale di finanziamento (CF)	3.117.387	100,0%	(-1.568.595)	100,0%	1.548.792	100,0%

8. Vecchia Murano V.M. S.r.l.

Società con sede nel centro storico di Venezia attiva nella produzione e vendita di oggetti artistici di vetro.

La società, amministrata da un consiglio di amministrazione, ha visto omologato il ricorso per l'ammissione alla procedura di concordato preventivo ai sensi dell'art 186-bis L.F.

Il patrimonio netto contabile della società è ora positivo all'esito delle sopravvenienze attive dovute allo stralcio del debito conseguente all'omologa del concordato (bilancio al 31 dicembre 2022 – **sub doc. F**).

Al riguardo, mette evidenziare che:

- Le giacenze di magazzino sono valutate al costo e sono costituite essenzialmente da merci destinate alla vendita, già oggetto di inventario.

Il valore contabile complessivo è molto più elevato del valore di stima – eseguito con il criterio del *liquidation value* nel senso indicato dai PIV – attribuito dall'ing. Selvatico in sede di concordato preventivo (esso era pari ad euro 1.223.540,00) la svalutazione operata in quella sede fu del 70%.

Quest'ultimo valore è stato assunto anche dalla Società per costruire il business plan sottostante al Piano, *infra* commentato.

L'operatività sta performando in modo significativamente migliore rispetto alle attese. Per questa ragione si è ritenuto di ridurre la svalutazione operata in sede concordataria (utilizzando una decurtazione del 45%).

- La composizione della voce, che si riferisce a partecipazioni in società collegate, è la seguente:
 - o Eugenio ferro & C. 1929 s.r.l. 33,33%
 - o Palazzo Rota vetri d'arte s.r.l. 35,95%
 - o Venezia services s.r.l. 33,33%
 - o Tristar s.r.l. 30%

In particolare:

Per **Eugenio Ferro & C. 1929 S.r.l.** e **Venezia services S.r.l.** si veda quanto già espresso.

Palazzo Rota Vetri d'Arte S.r.l. ha sede legale in Venezia (VE), Sestriere San Marco 834, Codice Fiscale, Partita IVA e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Venezia Venezia Rovigo 04182460271. La partecipata svolge attività di vendita al dettaglio di vetro artistico e altri prodotti dell'artigianato veneziano presso le proprie sale espositive (condotte in locazione) site in Venezia a ridosso di Piazza San Marco. Palazzo Rota è una società costituita nel 2013, attualmente partecipata al 60,05% dal signor Roberto Aseo (socio di maggioranza e attuale Presidente del Consiglio di Amministrazione come da nomina intervenuta in data 28 aprile 2018) e per il residuo 35,95% da VM, che ha acquistato la relativa partecipazione nel luglio 2018. La società è stata dichiarata fallita in data 26 settembre 2022 dal tribunale di Venezia con sentenza n. 66/2022.

Tristar S.r.l. ha sede legale in Venezia (VE), Sestriere San Marco 4779, Codice Fiscale, Partita IVA e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Venezia Venezia Rovigo 03488800271. Essa fu costituita il 28 ottobre 2003 ed ha per oggetto la produzione ed il commercio di vetri artistici, specialità veneziane, bigiotteria, preziosi, antiquariato ed ogni altro oggetto con questi connesso o affine, inoltre potrà esercitare il commercio di ogni tipo di oggetti per la persona e per la casa e svolgere ogni tipo di attività nel campo turistico in genere. Il restante 70% del capitale sociale è detenuto da Fininven.

All'attivo sono iscritti avviamento per 30k euro e tra i crediti imposte anticipate per 24mila euro. Atteso che il patrimonio netto è già largamente negativo appare plausibile ritenere che anche le due voci dell'attivo sopra indicate debbano essere oggetto di integrale svalutazione così come le immobilizzazioni materiali.

Operate anche le rettifiche dovute sui valori dell'attivo, la situazione peggiora.

Di seguito la rappresentazione:

STATO PATRIMONIALE	2022		rettifiche		2022 adj	
Immobilizzazioni immateriali	31.049	24,1%	(-31.049)	32,7%	0	0,0%
Immobilizzazioni materiali	61.167	47,4%	(-61.167)	64,5%	0	0,0%
Immobilizzazioni finanziarie lorde	2.689	2,1%	(-2.689)	2,8%	0	0,0%
(Crediti finanziari a breve termine)	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Crediti finanziari a lungo termine	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Crediti non finanziari a lungo termine	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Totale attivo fisso (AF)	94.905	73,6%	(-94.905)	100,0%	0	0,0%
Magazzino	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Crediti a breve termine	33.986	26,4%	0	0,0%	33.986	99,8%
Ratei attivi	75	0,1%	0	0,0%	75	0,2%
Liquidità immediate	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Totale attivo corrente (AC)	34.061	26,4%	0	0,0%	34.061	100,0%
Totale capitale investito (CI)	128.966	100,0%	(-94.905)	100,0%	34.061	100,0%
Capitale sociale	50.000	38,8%	0,0%	0,0%	50.000	146,8%
Riserve	(-837.603)	-649,5%	(-94.905)	100,0%	(-932.508)	-2737,8%
Utile (perdita) di esercizio	(-121.630)	-94,3%	0,0%	0,0%	(-121.630)	-357,1%
Totale mezzi propri (MP)	(-909.233)	-705,0%	(-94.905)	100,0%	(-1.004.138)	-2948,1%
Fondi rischi e oneri	0	0,0%	0,0%	0,0%	0	0,0%
Fondo TFR	0	0,0%	0,0%	0,0%	0	0,0%
Debiti finanziari (a lungo termine)	0	0,0%	0,0%	0,0%	0	0,0%
Debiti non finanziari (a lungo termine)	0	0,0%	0,0%	0,0%	0	0,0%
Totale passività consolidate (PML)	0	0,0%	-	0,0%	0	0,0%
Debiti finanziari (a breve termine)	186.069	144,3%	0,0%	0,0%	186.069	546,3%
Debiti non finanziari (a breve termine)	852.129	660,7%	0,0%	0,0%	852.129	2501,8%
Ratei e risconti passivi	0	0,0%	0,0%	0,0%	0	0,0%
Totale passività correnti (PC)	1.038.199	805,0%	0	0,0%	1.038.199	3048,1%
Capitale di finanziamento (CF)	128.966	100,0%	(-94.905)	100,0%	34.061	100,0%

Mette altresì conto segnalare che la società ha ricevuta la notifica di un a cartella di pagamento da Agenzia delle Entrate per euro 3.037.385,47 (cartella di pagamento).

*

Trattandosi di partecipazioni in imprese collegate nei confronti delle quali la Società opera quasi fosse una *holding* (ovvero una *sub-holding*), il metodo più comunemente usato è quello del *Net Asset Value* (NAV); tale metodica prevederebbe che ogni partecipata sia previamente valutata attraverso il metodo più adatto al settore in cui la singola partecipata opera.

A tal fine si rende necessario, sulla base delle indicazioni metodologiche maggiormente utilizzate, determinare il valore del patrimonio netto rettificato di ogni singola partecipata.

Si tratta, in altri termini, di calcolare il valore corrente di mercato dell'attivo e del passivo aziendale la cui differenza esprime appunto la variabile in esame.

Tale valore è analiticamente stimabile sommando al patrimonio netto contabile al tempo della stima, le eventuali rettifiche positive e/o negative che si ottengono per differenza tra i valori correnti di mercato degli elementi patrimoniali ed i rispettivi valori contabili.

I criteri di valutazione adottati per la determinazione delle rettifiche patrimoniali sono informati a principi diversi da quelli utilizzati per il bilancio d'esercizio, in considerazione delle finalità proprie della presente stima.

Questo esercizio è possibile solo in parte. La “sinteticità” di esposizione in bilancio delle partecipate costringe, infatti, a optare per il criterio patrimoniale effettuando quelle rettifiche che sono ricavabili dalle informazioni a disposizione (i.e. verifica del patrimonio netto delle immobilizzazioni finanziarie delle partecipate e verifica delle posizioni creditorie infragruppo).

Come noto, posto che le *Immobilizzazioni* in generale sono beni “destinati ad essere utilizzati durevolmente” nell’attività dell’impresa, le differenze o perdite di valore tra valore contabile e valore recuperabile sono prese in considerazione per la rettifica del valore contabile solo se durevoli. Qualsiasi bene iscritto all’attivo dello stato patrimoniale deve essere recuperabile, ovvero deve concorrere alla formazione di un flusso finanziario in entrata o “tradursi” in un flusso finanziario. La recuperabilità del bene, quale condizione per la sua iscrizione in bilancio, è un postulato applicabile a tutti i beni, appartenenti al capitale immobilizzato o circolante, compresi quindi i beni strumentali, quelli destinati alla vendita e i crediti.

Il recupero avviene quindi, a seconda della natura o della destinazione del bene, attraverso l’uso, la vendita o la riscossione, se si tratta di un credito.

Il valore recuperabile è stato individuato nei documenti dei principi contabili nazionali per le *Partecipazioni* come emerge dal bilancio della società partecipata e da altre informazioni di natura patrimoniale, economica e finanziaria eventualmente acquisite.

La tabella che segue riassume le operazioni predette e il risultato ottenuto.

STATO PATRIMONIALE	2022		rettifiche		2022 adj	
Immobilizzazioni immateriali	0	0,0%		0,0%	0	0,0%
Immobilizzazioni materiali	23.886	0,4%		0,0%	23.886	0,7%
Immobilizzazioni finanziarie	1.080.073	18,6%	(-859.611)	36,1%	220.462	6,5%
(Crediti finanziari a breve termine)	0	0,0%		0,0%	0	0,0%
Crediti finanziari a lungo termine	0	0,0%		0,0%	0	0,0%
Crediti non finanziari a lungo termine	9.206	0,2%		0,0%	9.206	0,3%
Totale attivo fisso (AF)	1.113.165	19,2%	(-859.611)	36,1%	253.554	7,4%
Magazzino	3.375.151	58,3%	(-1.518.818)	63,9%	1.856.333	54,4%
Crediti a breve termine	249.136	4,3%		0,0%	249.136	7,3%
Ratei attivi	115	0,0%		0,0%	115	0,0%
Liquidità immediate	1.055.157	18,2%		0,0%	1.055.157	30,9%
Totale attivo corrente (AC)	4.679.559	80,8%	(-1.518.818)	63,9%	3.160.741	92,6%
Totale capitale investito (CI)	5.792.724	100,0%	(-2.378.428)	100,0%	3.414.296	100,0%
Capitale sociale	156.000	2,7%		0,0%	156.000	4,6%
Riserve (perdite pregresse)	(-1.374.807)	-23,7%	(-2.378.428)	100,0%	(-3.753.235)	-109,9%
Utile (perdita) di esercizio	3.668.406	63,3%		0,0%	3.668.406	107,4%
Totale mezzi propri (MP)	2.449.599	42,3%	(-2.378.428)	100,0%	71.171	2,1%
Fondi rischi e oneri	436.003	7,5%		0,0%	436.003	12,8%
Fondo TFR	17.806	0,3%		0,0%	17.806	0,5%
Debiti finanziari (a lungo termine)		0,0%		0,0%	0	0,0%
Debiti non finanziari (a lungo termine)	490.729	8,5%		0,0%	490.729	14,4%
Totale passività consolidate (PML)	944.538	16,3%	0	0,0%	944.538	27,7%
Debiti finanziari (a breve termine)	253.768	4,4%		0,0%	253.768	7,4%
Debiti non finanziari (a breve termine)	2.099.352	36,2%		0,0%	2.099.352	61,5%
Ratei e risconti passivi	45.467	0,8%		0,0%	45.467	1,3%
Totale passività correnti (PC)	2.398.587	41,4%	0	0,0%	2.398.587	70,3%
Capitale di finanziamento (CF)	5.792.724	100,0%	(-2.378.428)	100,0%	3.414.296	100,0%

9. L'applicazione degli sconti

Applicando ai valori di Patrimonio Netto delle singole partecipate di LMG ottenuti all'esito delle considerazioni sin qui svolte lo sconto di minoranza nella misura media del 25% e di illiquidità nella misura minima del 13% come espresso nel paragrafo dedicato si ottiene:

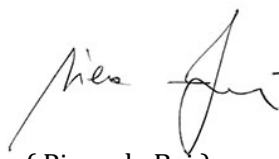
Partecipate	Quota capitale	Valore contabile	PN contabile Partecipata	PN rettificato Partecipata	Valore a PN	Sconto minoranza	Sconto illiquidità	Valore
VECCHIA MURANO VM s.r.l.	2,00%	44.231	2.449.599	71.171	1.423	356	285	783
VENEZIA SERVICES S.r.l.	33,33%	431.308	1.756.173	187.578	62.520	9.378	12.504	40.638
EUGENIO FERRO & C. 1929 S.r.l.	33,34%	14.320	(-134.518)	(-134.518)	(-44.848)	-	-	-
Totale		489.858		124.231	19.095	9.734	12.789	41.421

10. Conclusioni

In base ai metodi di valutazione ai quali si è ispirato nell'espletamento del presente incarico ed alle osservazioni sopra svolte e alla luce degli stati patrimoniali delle società partecipate da Laguna Murano Glass s.r.l. in liquidazione giudiziale, delle profonde interconnessioni tra le situazioni debitorie/creditorie delle partecipate e della scarsa patrimonializzazione delle stesse, il sottoscritto determina così i loro valori:

Partecipate	Valore	Arrotondamenti
VECCHIA MURANO VM s.r.l.	783	1.000
VENEZIA SERVICES S.r.l.	40.638	41.000
EUGENIO FERRO & C. 1929 S.r.l.	-	-
Totale	41.421	42.000

Venezia, 28 novembre 2023


(Piero de Bei)