

Metalsystem S.r.l.

Identificazione del più probabile valore attribuibile alle quote sociali del Sig.
..... rappresentanti il 15% del capitale sociale di
Metalsystem S.r.l.

Milano, 31 Gennaio 2022

Riservata e confidenziale

Egregia
Dott.ssa Maria Ida Piazza

Via Cesare Battisti n. 21
21100 Varese (VA)

Milano, 31 gennaio 2022

**Oggetto: Valutazione delle quote sociali detenute del [redacted] rappresentanti il
15% del capitale sociale di Metalsystem S.r.l.**

Egregia Dott.ssa Piazza,

con riferimento al suo incarico conferitoci in data 21 ottobre 2021, con il quale la nostra società è stata incaricata di procedere alla valutazione indicata in oggetto, Le trasmettiamo il nostro report di valutazione (nel seguito il "Parere" o la "Relazione") avente ad oggetto l'identificazione del più probabile valore attribuibile al 15% (nuda proprietà di [redacted]) del capitale economico di Metalsystem S.r.l. (di seguito "**Metalsystem**" o la "**Società**") alla data del 1° gennaio 2021.

Il nostro lavoro è stato completato il 14 Gennaio 2022: successivamente a tale data, non abbiamo svolto alcun lavoro o effettuato alcuna ulteriore verifica.

Le conclusioni esposte sono basate sul complesso delle indicazioni e considerazioni contenute nel presente documento, pertanto nessuna parte dello stesso potrà essere considerato o comunque utilizzato disgiuntamente dal documento nella sua interezza.

Nel rimanere a Vostra disposizione per qualsiasi ulteriore chiarimento, Vi porgiamo i nostri migliori saluti.

Audirevi Transaction & Advisory S.r.l.

Sommario

1. Oggetto e finalità dell'incarico	3
1.1. Premessa	3
1.2. Finalità ed oggetto della valutazione	3
1.3. Documentazione utilizzata	4
1.4. Ipotesi e limitazioni del lavoro	4
2. Descrizione della Società	6
2.1. Contesto di riferimento	6
2.2. Il Contratto d'Affitto d'Azienda	7
2.3. Dati economico patrimoniali	9
2.4. Business plan 2022-2025	10
3. Metodi di valutazione	11
3.1. La scelta del metodo	11
3.2. Metodo utilizzato	15
4. Considerazioni in merito al valore attribuibile alla partecipazione	17
4.1. Valore del 100% del capitale economico di Metalsystem	17
4.2. Valore delle quote detenute dal	18
5. Conclusioni	19

1. OGGETTO E FINALITÀ DELL'INCARICO

1.1. Premessa

Metalsystem S.r.l. ha sede a Gavirate (VA) in Via Rovera 42/A, ed è iscritta nel Registro delle Imprese di Varese, Codice fiscale e Partita IVA 02421890126. Il Capitale Sociale di Metalsystem (di seguito "Metalsystem" o la "Società"), pari a € 80.000 I.V., è interamente riconducibile alla _____ in particolare per una quota pari a nominali Euro 52.000,00 (65%) _____ per una quota, di nuda proprietà, pari a nominali Euro 16.000,00 (20%) _____ (con usufruttuaria la _____) e per una quota, di nuda proprietà, pari a nominali Euro 12.000,00 (15%) _____ (con usufruttuaria la _____).

In considerazione della specifica composizione societaria della Società, si evidenzia pertanto, che i diritti reali di godimento delle quote sociali di nuda proprietà (15%) del _____ spettano alla _____

Tale fattispecie, rileva ai fini della valorizzazione di tale quota, come meglio spiegato nel prosieguo.

A far data novembre 2019, Metalsystem assumeva in affitto (di seguito il "**Contratto d'Affitto d'Azienda**") l'Azienda Metalvar Div. Imp. S.a.s. _____ (di seguito "**Metalvar**"), società correlata nella quale _____ ricopriva il ruolo di amministratore e socio accomandatario e illimitatamente responsabile. Anteriormente tale data, Metalsystem svolgeva esclusivamente attività immobiliare relativa all'immobile di proprietà sito in Biandronno, nel quale Metalvar svolgeva, in via prevalente e in forza di un contratto di locazione immobiliare, la propria attività. A seguito di tale operazione, Metalsystem ha dunque in carico l'intera gestione caratteristica di Metalvar.

Le cause che hanno portato alla sottoscrizione del Contratto d'Affitto d'Azienda in favore di Metalsystem risiedono nella situazione di grave disequilibrio economico finanziario in cui versava Metalvar, sfociata poi nella richiesta di ammissione al concordato preventivo con riserva in data 19 novembre 2019, con deposito del piano in data 30 giugno 2020, e successivamente, in data 8 aprile 2021, nella dichiarazione di fallimento in proprio della stessa e contestualmente del suo socio accomandatario e illimitatamente responsabile _____

Alla luce della dichiarazione di fallimento in proprio della Metalvar, dichiarato dal Tribunale di Varese e pubblicata in data 8 aprile 2021 e, in quanto società semplice, del suo socio accomandatario e illimitatamente responsabile _____ si rende necessario, al fine di tentare di massimizzare l'attivo realizzabile dalla procedura Metalvar, la valorizzazione delle quote rappresentanti il 15% di Metalsystem detenute dal Sig. _____

1.2. Finalità ed oggetto della Valutazione

All'interno del contesto sinteticamente illustrato in precedenza, in data 21 ottobre 2021, la Dott.ssa Maria Ida Piazza, in qualità di curatore fallimentare della Società Metalvar Div. Imp. S.a.s. _____ (nel seguito il "**Curatore**" o la "**Curatela**") ha incaricato la nostra società, Audirevi Transaction & Advisory S.r.l.

(“ATA”) di identificare il più probabile valore attribuibile alle quote rappresentanti il 15% (nuda proprietà) del capitale sociale di Metalsystem di proprietà di

Tale attività di valutazione è stata realizzata mediante l’applicazione del criterio illustrato nel proseguo, in considerazione delle caratteristiche dell’Azienda, nonché delle specificità dell’attività svolta dalla Società.

1.3. Documentazione utilizzata

L’analisi svolta da ATA si è basata, principalmente, sui seguenti documenti pubblici o che sono stati forniti da Metalsystem e/o dal Curatore di Metalvar Dott.ssa Maria Ida Piazza:

- Visura Camerale della Società;
- Bilanci d’esercizio 2020 della Società;
- Situazione economico – patrimoniale infrannuale al 30 giugno 2021;
- Contratto di affitto d’Azienda tra Metalvar e Metalsystem;
- Business Plan 2020 – 2025 di Metalsystem datato giugno 2020;
- Memoria di deposito del Piano e della Proposta ex art. 161 L.F. di Metalvar S.a.s.;
- Sentenza del Tribunale di Varese avente ad oggetto la dichiarazione di fallimento della Metalvar S.a.s. e del suo socio accomandatario illimitatamente responsabile
- Altri dettagli e documenti utili allo svolgimento del lavoro forniti dal Curatore fallimentare;
- Perizia sull’immobile di Biandronno;

1.4. Ipotesi e limitazioni del lavoro

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo fatto pieno ed esclusivo affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza di tutti i dati disponibili e di tutte le informazioni scritte e verbali ricevute per l’espletamento dell’incarico, senza dar corso ad alcuna verifica indipendente sugli stessi. Pertanto, si declina ogni responsabilità ove i risultati presentati nella Relazione fossero inficiati dalla non completezza, non accuratezza, o non veridicità delle informazioni scritte e verbali fornite e degli altri elementi conoscitivi utilizzati nel presente lavoro.

L’incarico non ha previsto lo svolgimento di procedure di revisione contabile sulla situazione patrimoniale di riferimento di Metalsystem. Non sono state effettuate verifiche o accertamenti circa l’eventuale sussistenza di passività potenziali di natura fiscale, contrattuale o di altra natura, ulteriori rispetto a quanto riportato nella documentazione fornita.

Si precisa, inoltre, che non sono state altresì effettuate verifiche indipendenti, di alcuna natura, circa la consistenza fisica, la titolarità e la valorizzazione dei beni oggetto del Contratto d’Affitto d’Azienda (che alla luce di quanto sopra riportato, rappresenta il cd. *core business* della Società), pertanto, si declina ogni responsabilità ove i risultati presentati nella relazione fossero inficiati dalla non completezza, non accuratezza, o non veridicità delle informazioni scritte e verbali fornite. Più precisamente, in relazione a ciò, abbiamo fatto riferimento alle indicazioni e ai documenti forniti dalla Curatela ed anche alla relazione accompagnatoria

effettuata in data 25 maggio 2021, su incarico della Curatela stessa, dalla società Astexpo, nella persona della Dott.ssa Ciniltani.

Il presente lavoro è stato svolto esclusivamente nella misura necessaria al raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci, come indicato nel paragrafo 1, pertanto, non può essere utilizzata in tutto o in parte per scopi difformi.

Nell'utilizzo dei dati previsionali e delle analisi finanziarie fornite dalla Società, ATA ha supposto che tali informazioni siano state predisposte in modo obiettivo su elementi di ipotesi che riflettano le migliori previsioni attualmente disponibili in relazione ai futuri risultati e alle condizioni economiche della stessa. Tali informazioni non sono state assoggettate a procedure di *due diligence*, pertanto, ATA non fornisce alcuna rassicurazione circa la completezza delle stesse né è in grado di assicurare che gli eventi attesi dal management della Società si possano verificare.

Si segnala che il business plan predisposto dalla Società è stato predisposto a giugno 2020, con basi contabili di partenza riferite al bilancio chiuso al 31 dicembre 2019. Pertanto, in assenza di aggiornamenti al budget forniti dalla Società, tale documento è quello utilizzato per la stima dei redditi normalizzati medi prospettici necessari ai fini della nostra valutazione.

Il lavoro sotteso al Parere che ci si accinge a rassegnare è stato svolto esclusivamente nella misura necessaria al raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci, come indicato in precedenza e richiamato nel paragrafo 1: la presente Relazione è stata pertanto predisposta esclusivamente ai fini di quanto richiesto dall'incarico conferitoci dalla Dott.ssa Maria Ida Piazza, in qualità di Curatore del fallimento nr. 12/2021 della Metalvar nell'ambito specifico della valutazione di Metalsystem: essa, pertanto, non può essere utilizzata in tutto o in parte per scopi difformi.

Il presente Parere ha natura riservata e non può essere utilizzato per finalità al di fuori della Procedura Fallimentare senza il preventivo consenso scritto di ATA, fatte salve le fattispecie previste dalla normativa vigente o per espressa richiesta dell'Autorità Giudiziaria e/o delle Autorità competenti.

Resta inteso che, anche nel caso in cui il presente Parere fosse posto in circolazione, distribuito a terzi, pubblicato o, comunque, reso pubblico, chi scrive non potrà in alcun modo essere ritenuto responsabile per qualsiasi eventuale conseguenza pregiudizievole discendente dall'adozione di decisioni prese in conseguenza della lettura del presente documento.

Alla luce di quanto illustrato, si è proceduto, come argomentato nel prosieguo, all'identificazione del più probabile valore attribuibile al capitale economico di Metalsystem S.r.l. alla data del 1° gennaio 2021 e di conseguenza il valore attribuibile alle quote sociali detenute del _____ rappresentanti il 15% del capitale della Società.

2. DESCRIZIONE DELLA SOCIETÀ

2.1. Contesto di riferimento

Come già sinteticamente accennato in premessa, sino al mese di novembre 2019, data di sottoscrizione del Contratto d’Affitto d’Azienda Metalvar in favore di Metalsystem, quest’ultima svolgeva esclusivamente attività di gestione immobiliare relativa all’immobile sito in Biandronno, all’epoca in locazione a Metalvar e sul quale insisteva l’attività produttiva della stessa. Sin dalla sua fondazione negli anni ’60, Metalvar ha svolto attività di lavorazioni particolari, sia di grandi che di piccole dimensioni, per mercati di nicchia, in particolare sabbiatura, metallizzazione industriale e verniciatura rivolte a settori industriali eterogenei, tra cui edilizia, lavorazioni di cantiere, oil&gas, energetico, chimico, nucleare, meccanico. A seguito della sottoscrizione del Contratto d’Affitto d’Azienda in favore di Metalsystem, quest’ultima modificava, pertanto, la propria attività, adottando il codice Ateco 25.61 – Trattamento e rivestimento dei metalli.

Tale operazione si inserisce, pertanto, all’interno della più ampia procedura concorsuale promossa da Metalvar, volta alla salvaguardia dell’attività aziendale mediante ricorso per ammissione alla procedura di concordato preventivo con riserva ex art. 161 comma VI L.F., presentato in data 12 novembre 2019, con deposito della proposta ex art. 161 L.F. in data 30 giugno 2020.

Le cause della crisi che hanno portato alla sottoscrizione del Contratto d’Affitto d’Azienda in favore di Metalsystem e la successiva richiesta di ammissione al concordato preventivo da parte di Metalvar, possono essere ricondotte agli eventi verificatisi nel corso del 2019, a seguito rispettivamente del recesso dall’accordo quadro con il principale cliente aziendale (VRV S.r.l.), rappresentante circa 1/3 del fatturato totale e la contestuale perdita, a seguito della cessazione della collaborazione, dell’agente che ne seguiva i rapporti commerciali. Per maggiori dettagli circa la procedura e le cause della crisi di Metalvar si rimanda alla maggiormente esaustiva documentazione relativa al fallimento 12/2021 di “Metalvar Div. Imp. S.a.s. di

A seguito di ciò e per effetto delle perdite economiche subite nei mesi successivi, tali da determinare una situazione di grave disequilibrio economico e finanziario, Metalvar si attivava al fine di salvaguardare la continuità aziendale, attraverso l’attuazione delle seguenti principali azioni:

- Stipula, in data 22 ottobre 2019, del Contratto d’Affitto d’Azienda in favore di Metalsystem, con l’obiettivo di garantire, in maniera indiretta, la continuità aziendale di Metalvar. A seguito di tale operazione, Metalsystem ha dunque in carico l’intera gestione caratteristica di Metalvar;
- Deposito del ricorso per l’ammissione alla procedura di concordato preventivo, con riserva, ex art. 161, comma VI, L.F., in data 12 novembre 2019;

Nonostante le azioni intraprese, in ragione della manifesta irreversibilità dell’insolvenza, in data 8 aprile 2021, su istanza di fallimento in proprio depositata da _____ il Tribunale di Varese dichiarava il fallimento della Metalvar e contestualmente dello stesso socio accomandatario illimitatamente responsabile, nonché titolare di una quota di minoranza (15%) in Metalsystem.

Alla luce di ciò, al fine di tentare di massimizzare l'attivo realizzabile di Metalvar, la Curatela intende procedere alla valutazione delle quote sociali detenute del [redacted] rappresentanti il 15% del capitale sociale di Metalsystem.

2.2. Il Contratto d'Affitto d'Azienda

Come già descritto in precedenza, a far data novembre 2019, Metalvar concedeva in affitto a Metalsystem l'azienda (nel seguito l'"Azienda"), così come definita nel prosieguo.

Il Contratto d'Affitto d'Azienda sottoscritto tra le parti Metalvar Div. Imp. S.a.s. e Metalsystem S.r.l. in data 22 ottobre 2019, repertorio numero 67721, registrato a Varese in data 28 ottobre 2019 presso il [redacted] prevede, in estrema sintesi, quanto segue:

- Durata: 18 mesi, rinnovabile successivamente in periodi di 6 anni;
- Canone: Euro 24.000,00 annui nei primi 18 mesi; Euro 40.000,00 annui per i periodi successivi, con una rivalutazione su base inflattiva ogni anno.

L'accordo prevede anche il trasferimento del personale, ivi inclusi i debiti relativi al T.F.R., ad eccezione di una piccola quota relativa ad alcuni dipendenti in uscita, che pertanto, rimaneva all'interno del passivo di Metalvar.

Non formano invece oggetto di affitto, le scorte di magazzino e dei prodotti finiti, i crediti e i debiti afferenti all'Azienda sino alla decorrenza del contratto, ricompresi quindi nel passivo fallimentare Metalvar.

L'affitto prevede una durata di 18 mesi, a seguito del quale, in difetto di disdetta, il contratto si rinnova, tacitamente, per un periodo di 6 (sei) anni. Si segnala che, al termine del 18esimo mese, il contratto si è rinnovato tacitamente per ulteriori 6 anni, portando l'attuale scadenza al 30 aprile 2027.

Il corrispettivo annuo convenuto, che a partire dal terzo anno prevede la rivalutazione monetaria da applicarsi nella misura del 50% dell'indice ISTAT, prevede un canone di Euro 36.000,00 (pari ad Euro 2.000,0/mese) limitatamente ai primi 18 mesi di durata, incrementato a Euro 40.000,0 (pari € ad Euro 3,333,33/mese) a partire dal periodo successivo, come da tabella che segue:

Canoni di affitto d'Azienda Metalvar									
€/000	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25	FY26	FY27
Canone affitto annuo	4,0	26,0	34,7	40,7	41,5	42,2	43,0	43,7	14,8
Canone affitto annuo da contratto	4,0	24,0	34,7	40,0	40,7	41,5	42,2	43,0	14,6
Risconti passivi	-	2,0	-	-	-	-	-	-	-
Rivalutazione ISTAT	-	-	-	0,720	0,733	0,746	0,760	0,773	0,262
Mesi di applicazione (I periodo)	2	12	4	-	-	-	-	-	-
Mesi di applicazione (II periodo)	-	-	8	12	12	12	12	12	4

Fonte: BdV Metalvar; Contratto di affitto di azienda con impegno di acquisto;

Si precisa tuttavia che, in data 15 aprile 2021, a seguito della ricognizione effettuata dalla Curatela, in ottemperanza al punto n. 5 della sentenza di fallimento, nella persona della Dott.ssa Cinzia Ciniltani della società Astexpo S.r.l., avvenuta presso la sede della Società, le parti riscontravano una significativa discrepanza tra il numero dei beni forniti da [redacted] in qualità di legale rappresentante della società fallita, e l'elenco allegato al contratto di affitto d'Azienda Metalvar, riscontrando pertanto l'assenza di numerosi beni presenti nell'elenco fornito dal

Successivamente, in data 25 maggio 2021, Astexpo determinava il valore corrente dei beni di Metalvar in complessivi Euro 275.685,00, di cui Euro 152.574,00 relativi ai beni inclusi nel contratto di affitto d'Azienda, ed Euro 123.111,00 relativi ai Beni Esclusi (di seguito i "**Beni Esclusi**"), come da dettaglio che segue:

Valore beni inventariati Metalvar S.a.s			
€/000	Inclusi	Esclusi	Totale
Valore beni inventariati Metalvar	152,6	123,1	275,7
<i>Immobile Biandronno</i>	<i>107,6</i>	<i>8,1</i>	<i>115,7</i>
<i>Immobile Gavirate</i>	<i>45,0</i>	<i>115,0</i>	<i>160,0</i>

Fonte: "Relazione procedura Fallimentare 12/2021 - Metalvar" - Astexpo S.r.l.

Alla luce di ciò e in considerazione del rinnovo tacito del Contratto d'Affitto d'Azienda la cui scadenza è ora prevista per il 30 aprile 2027, si è reso necessario determinare il congruo canone di godimento relativo ai Beni Esclusi dall'inventario, da computarsi all'interno dell'attuale canone già corrisposto dalla Società.

Sulla base di quanto esposto sopra, si è proceduto alla determinazione del canone annuo di godimento d'Azienda relativamente ai Beni Esclusi, come da tabella che segue:

Canone affitto Azienda relativo ai Beni Esclusi	
Descrizione	€/000
Valore beni inclusi nel contratto di affitto	152,6
Valore beni esclusi dal contratto di affitto	123,1
Totale valore beni d'azienda	275,7
Valore beni esclusi dal contratto di affitto	123,1
<i>Tasso di remunerazione del capitale (i, %)</i>	<i>9,8%</i>
Canone annuo godimento Beni Esclusi	12,1

Al valore corrente complessivo dei Beni Esclusi pari ad Euro 123.100,00 è stato applicato un tasso di remunerazione del capitale di 9,8%, per coerenza lo stesso utilizzato per la determinazione del valore del capitale economico di Metalsystem (si veda il successivo paragrafo 3.2).

Sulla base di tale impostazione, si è giunti alla stima del canone annuo di godimento relativo ai Beni Esclusi e pari ad Euro 12.100,00.

Si precisa, che tale canone è integrativo di quello già contrattualmente determinato tra le parti nel Contratto d'Affitto d'Azienda, pertanto, da sommarsi sia retroattivamente agli importi già corrisposti, sia prospetticamente ai canoni d'affitto futuri fino alla scadenza del contratto.

Più in generale, la determinazione di tale canone si è resa necessaria ai fini della presente valutazione in funzione del metodo scelto, in quanto da considerare come principale rettifica delle stime di reddito netto incluse nel Piano pluriennale sviluppato dalla Società il quale, essendo stato predisposto in data antecedente alla constatazione dei Beni Esclusi da parte della Curatela, necessita di essere rettificato del suddetto canone integrativo come sopra stimato.

All'interno di tale contesto, si inserisce il nostro lavoro, il quale ha l'obiettivo, *inter alia*, di determinare il valore delle quote sociali detenute del _____ rappresentanti il 15% del capitale sociale di Metalsystem S.r.l.

2.3. Dati economico patrimoniali

Nelle tabelle seguenti si illustra la situazione economico patrimoniale della Società come risultante dal Bilancio d'esercizio 2020 e dalla situazione economico - patrimoniale provvisoria al 30 giugno 2021.

Si precisa che l'esercizio 2020 e i periodi seguenti recepiscono già il trasferimento in affitto dell'Azienda Metalvar a Metalsystem.

Conto Economico		
€/000	FY20A	1H21A
Ricavi delle vendite	1.022	445
Altri ricavi e proventi	10	1
Valore della produzione	1.032	446
Costi per materie prime, incl. var. delle rimanenze	(45)	(59)
Costi per servizi	(352)	(161)
Godimento beni di terzi	(60)	(26)
Costi per il personale	(530)	(180)
Oneri diversi di gestione	(30)	(11)
Ebitda	15	8
<i>Ebitda margin %</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,7%</i>
Ammortamenti	(12)	-
Accantonamenti	(38)	(1)
Ebit	(35)	7
Interessi passivi	(14)	(4)
Risultato prima delle imposte	(49)	3
Imposte d'esercizio	-	-
Risultato netto	(49)	3

Stato Patrimoniale		
€/000	FY20A	1H21A
Immobilizzazioni Immateriali	10	10
Immobilizzazioni Materiali	325	358
Immobilizzazioni Finanziarie	4	2
Capitale investito immobilizzato	338	370
Rimanenze	85.515	101
Crediti verso clienti	475	378
Altre attività correnti	158	145
Capitale circolante	718	624
Cassa e disponibilità liquide	28	4
Attivo	1.084	998
(Debiti verso fornitori)	155	125
(Altre passività correnti)	254	199
Debiti commerciali	409	323
(TFR)	133	132
(Fondo rischi e oneri)	44	44
Fondi rischi ed oneri	177	176
Debiti verso banche	208	204
Debiti vs banche	208	204
Capitale sociale	80	80
Riserve	386	386
Utili (perdite) portati a nuovo	(126)	(175)
Risultato d'esercizio	(49)	3
Patrimonio netto	291	294
Totale fonti	1.084	998

2.4. Business Plan 2022-2025

Nelle tabelle seguenti si illustra il business plan (nel seguito anche il "Piano") 2022-2025 di Metalsystem sviluppato dal Management della Società nell'ambito della proposta concordataria di Metalvar in data 25 giugno 2020 (si veda il file "BP Metalvar Sas").

In considerazione di ciò, si ritiene che esso sia stato predisposto sulla base di logiche improntate alla prudenza, pertanto, non disponendo di ulteriori dati e/o aggiornamenti successivi alla data di realizzazione dello stesso, il nostro lavoro è stato basato su tali risultanze, senza applicare rettifiche o integrazioni.

Per effetto di tale considerazione, rinvenente nell'andamento sostanzialmente costante dei ricavi del Piano, si è scelto quindi di non applicare nessun *execution risk* al calcolo del tasso di remunerazione del capitale (i) utilizzato ai fini della presente valutazione ed in particolare, nella determinazione dell'avviamento della Società, come meglio spiegato al paragrafo 3.2. Si evidenzia, che nella prassi professionale in materia valutativa, l'*execution risk*, rappresenta la componente, da includere eventualmente nel calcolo del congruo tasso di remunerazione, legata alla capacità dell'azienda di raggiungere, senza significativi scostamenti, i risultati stimati nelle proiezioni economico finanziarie prospettiche.

Si precisa, infine, che nell'utilizzo dei suddetti dati previsionali fornite dalla Società, ATA ha supposto che tali informazioni siano state predisposte in modo obiettivo su elementi di ipotesi che riflettevano le migliori previsioni disponibili al momento della loro stima (giugno 2020), in relazione ai futuri risultati e alle condizioni economiche della stessa.

Si segnala che, il Piano è stato redatto a giugno 2020, su base contabile aggiornata al 31 dicembre 2019.

Conto Economico				
€/000	FY22	FY23	FY24	FY25
Ricavi Italia	1.151	1.169	1.188	1.207
Ricavi Estero	9	9	9	9
Valore della produzione	1.160	1.178	1.197	1.216
<i>Var. YoY</i>	<i>66,6%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,6%</i>	<i>1,6%</i>
Costi industriali	(429)	(436)	(443)	(450)
Costo del lavoro	(480)	(484)	(489)	(494)
Costi commerciali	(65)	(66)	(67)	(68)
Costi generali e imposte	(145)	(147)	(191)	(109)
Ebitda	42	46	8	96
<i>Ebitda margin %</i>	<i>3,6%</i>	<i>3,9%</i>	<i>0,7%</i>	<i>7,9%</i>
Ammortamenti azienda in affitto	(6)	(8)	(10)	(12)
Ammortamenti materiali Metalsystem	(8)	(8)	(8)	(8)
Ebit	27	30	(10)	76
Interessi passivi	(5)	(5)	(5)	(5)
Risultato prima delle imposte	23	25	(15)	71
Imposte d'esercizio	(7)	(7)	4	(20)
Risultato netto	16	18	(11)	51

Stato Patrimoniale				
€/000	FY22	FY23	FY24	FY25
Immobile	170	162	154	146
Immobilizzazioni materiali	1	1	1	1
Immobilizzazioni finanziari	4	4	4	4
Avviamento acquisto azienda	-	-	-	245
Investimenti per azienda affittata	18	20	20	18
Capitale investito immobilizzato	193	187	178	413
Rimanenze	45	45	46	47
Crediti commerciali	278	282	287	291
Credito imposte anticipate	47	42	46	32
Crediti tributari	7	7	7	8
Crediti vs Metalvar (TFR)	36	36	36	-
Crediti vs Metalvar	26	26	26	26
Capitale circolante	439	439	448	404
Cassa	11	57	60	10
Attivo	643	683	687	827
Debiti commerciali	75	76	77	78
Debiti tributari	27	28	28	29
Debiti per imposte correnti	7	7	-	20
Debiti previdenziali	16	17	17	17
TFR azienda	-	-	-	47
TFR	52	71	91	111
Debiti vs dipendenti	37	38	38	39
Altri debiti	214	236	251	341
Nuova finanza a BT	135	135	135	135
Nuova finanza	135	135	135	135
Capitale sociale	80	80	80	80
Riserve	286	286	286	286
Utili a nuovo	(88)	(72)	(54)	(65)
Utile dell'esercizio	16	18	(11)	51
Patrimonio netto	294	312	301	352
Totale fonti	643	683	687	827

3. METODI DI VALUTAZIONE

3.1. La scelta del metodo

Come noto, non esistono formule o regole definite cui attenersi per effettuare valutazioni di aziende e/o di parti di esse. La dottrina e la prassi professionale hanno, tuttavia, sviluppato una molteplicità di metodologie e criteri che riscontrano generale accettazione presso gli operatori. Tali criteri si differenziano tra di loro in quanto pongono l'enfasi su aspetti diversi dell'azienda da valutare: la pluralità dei metodi impiegabili deve essere, quindi, declinata dal valutatore in funzione della finalità dell'analisi, della realtà in oggetto di valutazione e dei *driver* che, meglio di altri, permettono di apprezzarne il valore.

La scelta del criterio di valutazione da applicare nel caso di specie è stata dunque effettuata tenendo conto:

- dei peculiari obiettivi attribuiti alla valutazione, con riferimento a quanto descritto al par. 1 del presente documento;
- della finalità della valutazione;
- delle caratteristiche della Società il cui capitale economico è oggetto di valutazione.

I Metodi di valutazione analitici

I metodi di valutazione analitici si basano sull'ipotesi che il valore di un'azienda dipenda da fattori che caratterizzano la stessa in un determinato momento e/o in relazione alle sue prospettive in termini di redditi o di flussi di cassa futuri (attesi), e si suddividono in:

- Metodo finanziario (*Unlevered Discounted Cash Flow*): il valore dell'azienda è dato dalla somma algebrica del valore attuale dei flussi di cassa che essa sarà in grado di generare in futuro, attualizzati al costo medio ponderato del capitale. Detta metodologia si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa (*Unlevered Free Cash Flow*), generati alla data di riferimento, calcolati analiticamente su un arco temporale limitato. Al valore degli *asset*, calcolato lungo l'orizzonte di proiezione individuato, occorre sommare una stima del valore residuale dell'impresa (*Terminal Value*). Il Terminal Value può essere calcolato come valore attuale di un numero limitato di *Unlevered cash flow* (Ucf) oppure come valore attuale di una rendita illimitata di Ucf. Il valore del capitale economico dell'impresa viene ottenuto sommando al valore del capitale operativo la Posizione Finanziaria Netta ed il valore degli *asset* non facenti parte del *core business*.
- Metodo reddituale: il valore di un'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei redditi futuri (considerati per un periodo di tempo limitato o illimitato), attualizzati ad un tasso basato sul tasso di rendimento del capitale di rischio. Nel metodo reddituale, la stima del capitale economico dell'azienda dipende dalla specifica capacità prospettica di generazione di redditi per gli azionisti. La funzione che lega il valore dell'azienda ai redditi attesi consiste nell'attualizzazione dei redditi futuri. I flussi di reddito attesi possono essere espressi: con una serie di risultati annuali, con una media valida per un periodo futuro indeterminato o per un arco temporale definito, oppure con una fascia di grandezze espressiva della variabilità dei possibili risultati a seconda degli scenari che si presenteranno.
- Metodi patrimoniali: il valore dell'azienda è il risultato della stima, a valori di mercato e in ipotesi di continuità di gestione di tutte le attività materiali ed immateriali (nei casi in cui siano determinabili singolarmente), diminuite di tutte le passività. I metodi patrimoniali si suddividono, a loro volta, tra:
 - Metodo Patrimoniale semplice, basato sulla somma algebrica delle attività e passività esistenti definite analiticamente;
 - Metodo Patrimoniale complesso, rappresenta una variante del metodo patrimoniale semplice in quanto consente di attribuire un valore separato agli "*intangible assets*";
 - Metodi Misti Patrimoniali-Reddituali, nei quali il valore dell'azienda dipende sia dal valore del patrimonio, sia dalle sue prospettive reddituali; tra questi metodi rientra anche il Metodo Patrimoniale Misto con stima autonoma dell'avviamento (o del "*goodwill*") sulla base del reddito differenziale dei beni immateriali.

In estrema sintesi possiamo dire che, al fine di pervenire ad una stima del capitale netto rettificato, il metodo patrimoniale semplice prende in considerazione solo gli elementi contabilizzati, mentre il secondo ed il terzo

comprendono anche gli elementi non contabilizzati, tipicamente intangibili, dotati di un valore di mercato effettivo.

Metodi di valutazione empirici

I metodi di valutazione empirici si basano sull'ipotesi che il valore di un bene sia determinabile con riferimento al prezzo individuato in scambi di beni similari, avvenuti nel recente passato. L'assunto generale alla base di tali metodi è che i prezzi di mercato rappresentino la migliore approssimazione del valore dell'impresa: il riferimento al mercato consente di identificare, sul fondamento del grado di "comparabilità" del campione di riferimento, parametri medi (o mediani) ragionevolmente impiegabili per procedere ad una valutazione "per relazione", del Ramo d'Azienda di stima.

In assenza di un "mercato attivo", i metodi di mercato stimano il valore dell'impresa costruendo rapporti – "multipli" – fondati sugli effettivi prezzi dei titoli delle società comparabili, finalizzati ad individuare la relazione che lega il valore delle imprese con specifiche variabili aziendali (ad esempio economiche, patrimoniali e finanziarie quali: ricavi, utili, flussi di cassa, patrimonio netto e/o indicatori empirici specifici del particolare settore a cui appartiene l'azienda oggetto di stima), individuate come *value driver* dell'impresa stessa.

La stima del valore è, quindi, determinata senza il ricorso ad esplicite ipotesi del valutatore in merito ai flussi di risultato (reddituati o finanziari) prospettici dell'azienda in questione. Essi sono, di norma, applicati mediante l'utilizzo delle seguenti metodologie:

- **Metodo delle Quotazioni di Borsa:** consiste nel riconoscere ad un'azienda quotata un valore pari a quello attribuito dal mercato borsistico, a prescindere dagli effettivi valori patrimoniali e reddituali, storici e prospettici. Tale metodologia consente esprimere di valore economico dell'azienda o di una o più delle sue parti sulla base della capitalizzazione (prezzi di quotazione nel mercato ufficiale) dei titoli negoziati sul mercato borsistico, rilevata in un arco temporale sufficientemente ampio tale da depurare i corsi da eventuali congiunture di mercato. Detto criterio indica direttamente il valore di una quota del capitale di rischio investito nell'impresa, valore che si fonda sulle attese di crescita futura che gli investitori, nel loro complesso, stimano siano le più probabili con riferimento alla specifica impresa.
- **Metodo dei multipli di società comparabili:** stima il valore di un'impresa sulla base dei prezzi negoziati nei mercati organizzati per titoli rappresentativi di quote di capitale di imprese comparabili a quella oggetto dell'indagine estimativa; tale metodo è utilizzato per la valutazione di aziende non quotate su mercati regolamentati, ma che abbiano caratteristiche assimilabili a società quotate con riferimento ad una serie di parametri giudicati rilevanti, nel presupposto che il valore di un'azienda o un *asset* non si discosti, in modo significativo, dal valore rilevato sui mercati finanziari da un campione di aziende od *asset* ritenuti «comparabili» con la realtà oggetto di valutazione.

Il valore economico dell'azienda è quindi espresso dall'applicazione, con le opportune integrazioni, alle attività aziendali oggetto di valutazione di una serie di coefficienti - o "multipli", - costruiti come rapporti fra il valore assegnato dal mercato alla società comparabile (numeratore) ed una sua grandezza fondamentale (al denominatore) di norma in grado di riflettere una specifica misura di *performance*. Tali moltiplicatori, tipicamente desunti da un paniere di società *comparable* quotate, vengono poi utilizzati per esprimere il valore dell'azienda o Ramo d'Azienda oggetto di stima applicandoli alle medesime misure di performance utilizzate per costruirli della società oggetto di valutazione, al fine di stimare, in prima approssimazione, il valore che ad essa attribuirebbe il mercato.

Il richiamo al prezzo di Borsa non è mai effettuato con riguardo ad un prezzo puntuale tratto da una singola seduta di Borsa, bensì dal calcolo di una media di prezzi rilevati nel corso di un periodo giudicato significativo: risulta, infatti, evidente come, in caso contrario, la componente emotiva e i meccanismi tecnici di negoziazione potrebbero portare alla formazione di un prezzo poco significativo (scarsa efficienza dei meccanismi di pricing del mercato), e l'attendibilità degli indicatori aumenta al crescere dell'arco temporale di riferimento.

La natura dei flussi di risultato da utilizzare nella scelta dei multipli poi, può condurre a scelte alternative. A tale riguardo, fatta salva l'esigenza di coerenza, con riguardo alla dimensione temporale, tra le grandezze aziendali assunte ai fini del calcolo dei multipli delle società comparabili e le equivalenti grandezze dell'impresa da valutare, è infatti possibile distinguere tra:

- multipli storici: ottenuti, confrontando i prezzi correnti di Borsa con i risultati dell'ultimo bilancio disponibile;
 - multipli "trailing": ottenuti, confrontando i prezzi correnti di Borsa con i risultati riferibili ai dodici mesi precedenti la data di riferimento alla quale sono rilevati i prezzi stessi;
 - multipli "leading": ottenuti, confrontando i prezzi correnti di Borsa con i risultati attesi uno o più esercizi futuri (risultati attesi non sempre dimostrabili che devono essere applicati ai risultati previsti dall'impresa oggetto di stima, anch'essi non sempre adeguatamente dimostrabili).
- **Metodi dei multipli di transazioni comparabili:** tali criteri fanno ricorso ai prezzi determinati sulla base dei valori osservati in occasione di recenti transazioni di M&A, quali operazioni di fusione o acquisizione, aventi per oggetto imprese del tutto simili a quella oggetto di analisi. Le metodologie in questione consistono nel riconoscere all'azienda o ramo d'azienda oggetto d'analisi un valore pari al valore della singola quota azionaria desunto dal valore dell'impresa target individuato.

I metodi empirici si basano, in tutte le formulazioni illustrate, su grandezze che mutano di caso in caso (grandezze empiriche), in funzione delle particolari caratteristiche del settore a cui appartiene l'azienda oggetto di analisi, e presuppongono come assunto fondamentale il grado più o meno ampio di "comparabilità" (almeno in una certa misura) del campione di riferimento.

3.2. Metodo Utilizzato

In ragione dell'attività svolta dalla Società nonché della rilevanza sotto il profilo quantitativo e qualitativo dei beni, lo scrivente ha individuato nel Metodo Patrimoniale Misto con stima autonoma dell'Avviamento quello più appropriato al fine di addivenire alla stima del probabile valore attribuibile al capitale economico della Società. Tale metodo può essere sintetizzato nella seguente formula:

$$W = K' + G$$

dove:

W= Valore del capitale economico

K'= Patrimonio netto rettificato

G = Avviamento

Il metodo in oggetto prevede che il valore del capitale economico della Società venga determinato sommando al patrimonio netto rettificato della stessa il valore dell'avviamento, elemento immateriale non figurante tra le attività, ma empiricamente dotato di un valore economico.

Nell'applicazione della metodologia anzidetta alla fattispecie in esame, all'importo del **patrimonio netto contabile alla data del 31 dicembre 2020**, pari ad **Euro 291.000,00**, si è ritenuto di non apportare alcuna rettifica in ragione delle seguenti principali motivazioni:

- la società è considerabile alla stregua di una *startup*, in quanto l'effettivo avvio dell'attività in Metalsystem è riconducibile alla stipula del Contratto d'Affitto d'Azienda a novembre 2019, configurando, alla data della presente relazione, poco più di 2 anni di attività;
- dall'analisi dei documenti in nostro possesso (in particolare scadenziari clienti e fornitori), non risultano significative rettifiche da apportare al patrimonio netto (di cui al punto precedente);
- il bilancio 2020 recepisce già la rivalutazione dell'immobile di Biandronno, principale asset della Società;

Si precisa altresì, che la scelta di utilizzare l'importo del patrimonio netto alla data del 31 dicembre 2020 e non già a situazioni contabili più recenti, si basa sostanzialmente sulle seguenti principali motivazioni:

- rappresenta l'ultimo dato contabile completo e approvato ufficialmente dai competenti organi sociali;
- alla data delle presente Relazione non sono disponibili dati contabili completi, approvati, quindi ufficiali, relativi a periodi successivi.

Per quanto riguarda il valore dell'avviamento, esso è stato determinato attraverso la sommatoria del valore attuale dei sovra-redditi generati dalla gestione corrente dell'impresa oggetto di valutazione, così come risultante dalla seguente formula:

$$G = a n \gamma i (RNm - i * K')$$

dove:

G= Avviamento

RNm= Reddito medio normale atteso per il futuro

i= Costo del capitale, corrispondente altresì al tasso di rendimento medio normale dei sovraredditi dell'azienda oggetto di valutazione

K'= Patrimonio netto rettificato

n= numero definito e limitato di anni corrispondente alla durata del reddito differenziale.

Per il calcolo dell'avviamento è stato fatto riferimento al reddito netto medio annuo normalizzato, ottenuto dalla media dei risultati prospettici (2022 – 2025) rettificati delle seguenti poste, come da tabella che segue:

- canone di godimento relativo ai Beni Esclusi;
- canone d’Affitto d’Azienda corrente imputato fino al termine del periodo di previsione esplicita (2025);
- rivalutazione ISTAT sul canone di affitto corrente alla luce delle nuove aliquote aggiornate a novembre 2021;
- rettifica della quota di ammortamento relativa alla sola rivalutazione (Euro 104.000,00) dell’immobile di Biandronno effettuata nell’esercizio 2020;
- Imposte figurative calcolate sulla base del reddito netto annuo normalizzato.

€/000	FY22	FY23	FY24	FY25
Rettifiche:	(3)	(3)	27	(32)
Canoni affitto azienda integrativo (incl. riv. ISTAT)	(12)	(12)	(13)	(13)
Rettifica canone affitto d'Azienda corrente	-	-	41	(41)
Rivalutazione ISTAT su contratto di affitto corrente	(1)	(1)	(1)	(1)
Ammortamento imm.le Biandronno (quota rivalutata)	3	3	3	3
Imposte d'esercizio	7	7	(4)	20
Risultato normalizzato ante imposte	13	15	16	19
Imposte figurative	(4)	(4)	(5)	(5)
Reddito netto annuo normalizzato	9	11	12	14
Reddito netto medio annuo normalizz. 2022-2025		11		

Si precisa, che l’orizzonte temporale preso in considerazione è quello riferito al *business plan* predisposto dalla Società, cioè fino al 2025.

Tutto ciò premesso, l’importo del **reddito netto medio annuo normalizzato** utilizzato ai fini della valutazione è stimabile in **Euro 11.000,00**.

Successivamente, si è proceduto alla determinazione dei sovraredditi ($RNm - i \cdot K'$), al netto del relativo effetto fiscale. L’ammontare del **sovrareddito**, utilizzato ai fini della valutazione, **risulta negativo ed è pari a Euro -17.000,00**. La motivazione principale alla base della formazione di un avviamento negativo risiede nella ridotta capacità del business di generare marginalità adeguate o almeno pari a quelle registrate nel passato, le quali sono riflesse nelle riserve di patrimonio netto. In particolare, tale ridotta marginalità è dovuta principalmente all’importo del canone di affitto d’Azienda, il quale impatta, in maniera più significativa rispetto ad altre voci, l’Ebitda aziendale e più in generale la redditività del business.

Si precisa che il tasso di attualizzazione dei sovra-redditi, corrispondente all’equa remunerazione del capitale (o costo del capitale), è pari al 9,8%. Tale importo deriva dalla somma del tasso di rendimento per attività

finanziarie prive di rischio, pari all'0,79%¹ (determinato sulla base della media degli ultimi 9 mesi dei tassi di remunerazione dei BTP a 10 anni) e del coefficiente per il rischio dell'impresa, determinato moltiplicando il premio per il rischio di mercato, pari al 6,23%², per il *beta levered* della Società pari a 0,86³, a cui è stato sommato un premio pari al 3,67%⁴ in ragione delle ridotte dimensioni della Società.

Per ciò che riguarda il periodo di attualizzazione "n", lo scrivente ha ritenuto di far riferimento ad un periodo di 4 anni corrispondente al periodo di previsione esplicita predisposto dalla Società.

Una volta determinati i parametri anzidetti, lo scrivente ha proceduto alla stima dell'avviamento della Società, che, nel caso di specie, si configura come **Badwill ("G" o avviamento negativo)**, addivenendo ad un **"G" negativo pari a Euro -55.000,00**, come da tabella che segue:

Patrimoniale misto con stima autonoma del Godwill/(Badwill)	
Patrimonio netto al 31/12/2020	291
Rettifiche alle poste dell'Attivo/Passivo	-
Patrimonio netto rettificato (K')	291
Reddito medio annuo normalizzato (RN_m)	11
Tasso risk free (R _f , %)	0,79%
Premio per il rischio (ERP, %)	6,23%
Beta Levered (B _l)	0,86
Beta Unlevered (B _u)	0,78
Premio dimensionale (S _p , %)	3,67%
Tasso di remunerazione del capitale (i, %)	9,8%
Sovraredditi (RN _m - i*K')	(17)
Periodo di attualizzazione del RN _m (n, anni)	4,0
Goodwill/(Badwill) (G)	(55)
Equiy Value (W)	236

Il metodo di valutazione applicato giunge a determinare il capitale economico (W) della società come la somma algebrica del Patrimonio netto rettificato (K') e del Badwill.

In conclusione, la valorizzazione dell'intero capitale economico della Società tramite l'applicazione del **Metodo Patrimoniale Misto con stima autonoma dell'Avviamento ha reso un valore pari ad Euro 236.000,00**.

4. CONSIDERAZIONI IN MERITO AL VALORE ATTRIBUIBILE ALLA PARTECIPAZIONE

4.1. Valore del 100% del capitale economico di Metalsystem

Sulla base del lavoro svolto come precedentemente descritto, la stima del più probabile valore del capitale economico di Metalsystem, riferito alla totalità del capitale sociale della società medesima, con riferimento alla data del 1° gennaio 2021, è pari a **Euro 236.000,00** circa.

¹ Fonte: Dipartimento del Tesoro, rendimenti composti lordi all'emissione aggiornati a settembre 2021

² Fonte: Damodaran, NYU, "Total equity Risk premium for Italy", 1° luglio 2021 (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>)

³ Fonte: Orbis Bureau Van Dijk – media dei beta a 5Y settore "Nace 2561 - Trattamento e rivestimento dei metalli", Dicembre 2021

⁴ Fonte: Duff & Phelps - Valuation Guide Cost of Capital - 2017

4.2. Valore delle quote detenute dal

Come indicato in premessa, il _____ è titolare di una quota di nuda proprietà pari a nominali Euro 12.000,00, corrispondenti ad una partecipazione nel capitale sociale della Società pari al 15%.

Sulla base di ciò, al fine di calcolare il valore della nuda proprietà della partecipazione riferita a _____

- a) in considerazione della ridotta quota posseduta, si è ritenuto di applicare al valore del 100% del capitale di Metalsystem, sulla base della prassi professionale prevalente in materia (Guatri - Bini), uno sconto cd. di minoranza, rappresentativo della relativa illiquidità della partecipazione ad una porzione minoritaria del capitale di una società a capitale ristretto, pari al 15%, determinando quindi il **valore della partecipazione pari ad Euro 30.000,00**. La scelta di applicare tale rettifica risiede nella necessità "di adottare un approccio valutativo più orientato al breve termine e coerente con la prospettiva di un azionista di minoranza, cioè di un investitore che non ha possibilità di intervenire né sull'efficienza della gestione, né sulla destinazione delle risorse, né sul profilo di rischio d'impresa"⁵;
- b) in considerazione del limitato potere di utilizzo e godimento della partecipazione ad appannaggio di _____ la prassi valutativa contempla l'applicazione di uno sconto legato alla non piena proprietà della stessa, di cui _____ detiene la nuda proprietà e non già l'usufrutto, che spetta, come già indicato in premessa, alla _____

Sulla base di tali premesse, si è proceduto alla stima del valore dell'usufrutto, sulla base dei coefficienti stabiliti dal MEF in data 18 dicembre 2020, dal quale è stato desunto, per differenza con il valore della partecipazione calcolata come sopra menzionato, il **valore della nuda proprietà del _____** che risulta quindi **pari ad Euro 29.900,00**, come da tabella che segue.

Valore nuda proprietà partecipazione di _____	
in €/000	
Equity value 100% Metalsystem	236
% (nuda proprietà)	15,0%
Valore partecipazione	35,4
Sconto per quota di minoranza	15%
Valore partecipazione	30,1
Tasso interesse legale (2021)	0,01%
Coefficiente usufrutto (2021)	70
Valore usufrutto al 2021	0,2
Valore nuda proprietà	29,9

Fonte: "Adeguamento delle modalità di calcolo dei diritti di usufrutto e delle rendite o pensioni in ragione della nuova misura del saggio di interessi" - Decreto del MEF del 18 dicembre 2020

⁵ Fonte: La valutazione di azienda, 2019 –

5. CONCLUSIONI

Sulla base del lavoro svolto, come precedentemente descritto, sulla base delle considerazioni indicate nei precedenti paragrafi, tenuto conto della natura e della portata del nostro lavoro, nonché dei limiti specifici indicati al precedente paragrafo 1.4, in conseguenza dell'applicazione della metodologia valutativa illustrata, è nostra opinione che il più probabile valore economico attribuibile alla nuda proprietà di rappresentante il 15% del capitale di Metalsystem, con riferimento **alla data del 1° gennaio 2021,**

sia identificabile in Euro 30.000,00 (trentamila/00).

La presente Relazione è stata redatta esclusivamente per la finalità indicata in premessa e, pertanto, i risultati ottenuti devono essere letti ed interpretati unicamente in tale prospettiva.