

Relazione di valutazione della partecipazione detenuta dal

**Fallimento Edria S.p.A.**

in

**MATISSE S.r.l.**

A cura dell'esperto

**Dott. Carlo Ciardiello**

Dottore Commercialista e Revisore Contabile



30 luglio 2021

## INDICE

1) Definizioni	3
2) Premessa normativa e incarico ricevuto	3
3) Finalità della valutazione e limiti	3
4) Documentazione e fonti utilizzate	4
5) Data di riferimento della valutazione	5
6) La Società Oggetto di Valutazione	5
7) La compagine azionaria e il capitale di MATISSE	5
8) Analisi storica della situazione economico finanziaria di MATISSE	6
9) Considerazioni sull'andamento del mercato immobiliare e delle locazioni in Francia	8
10) Metodi di valutazione:	9
a. generalità ed aspetti teorici	10
b. la scelta del metodo	11
11) Difficoltà di valutazione	12
12) Stima del valore di MATISSE e della partecipazione detenuta dal Fallimento EDRIA	12
13) Considerazioni sui dati utilizzati per la stima del valore di MATISSE e della partecipazione detenuta dal Fallimento Edria S.p.a.	13
14) Sintesi e conclusioni	14

## 1) DEFINIZIONI

Nell'ambito della presente relazione di valutazione i termini utilizzati con lettera maiuscola devono intendersi così definiti:

**Curatela:** Curatela del Fallimento Edria, rappresenta dal collegio dei curatori composto da Dott.ssa Luisa Primatesta, Dott. Alfredo Imperato Avv. Edoardo Palma Camozzi

**Esperto o Scrivente:** Dott. Carlo Ciardiello, [REDACTED], [REDACTED], Dottore Commercialista e revisore contabile, iscritto nell'Albo dei Dottori Commercialisti e degli esperti contabili al n. [REDACTED] e nel Registro dei Revisori Contabili al n. [REDACTED] con [REDACTED]

**Fallimento Edria:** Fallimento Edria S.p.A. società sottoposta a procedura fallimentare dal tribunale di Milano

**Partecipazione:** la partecipazione pari al 30% del capitale di Matisse s.r.l. detenuta dal Fallimento Edria

**Relazione:** la presente relazione di stima del valore della Partecipazione

**Matisse o la Società:** Matisse s.r.l.

## 2) PREMESSA NORMATIVA E INCARICO RICEVUTO

### Premessa

Il Tribunale di Milano -sezione Fallimentare su istanza della Curatela ha conferito in data 20 novembre 2019 al sottoscritto Dott. Carlo Ciardiello ("Esperto") l'incarico di stima del valore della partecipazione pari al 30%, detenuta dal Fallimento Edria S.p.A. nella società Matisse s.r.l.

## 3) FINALITÀ DELLA VALUTAZIONE E LIMITI

La stima effettuata e le considerazioni riportate nel seguito, devono essere prese in esame esclusivamente in relazione alle finalità dell'incarico ricevuto al fine di indicare alla Curatela, su basi di ragionevolezza, il valore attribuibile alla Partecipazione detenuta dal Fallimento Edria, con riferimento alla data del 30 luglio 2021.

Considerate le finalità della presente perizia, per l'espletamento dell'incarico ricevuto, lo Scrivente, acquisiti i dati dei bilanci degli esercizi chiusi dal 31.12.2015 al 31.12.2019 approvati dall'assemblea dei soci, il progetto di bilancio dell'esercizio al 31 dicembre 2020 predisposto dall'[REDACTED] e le altre informazioni economiche e finanziarie fornite da Matisse per il tramite della Curatela del Fallimento Edria, ha svolto processo di valutazione. La presente Relazione va letta tenendo presente quanto segue:

- i risultati rappresentano una stima di valori aziendali basata su ipotesi e criteri valutativi generalmente accettati e applicati nella fattispecie, attraverso le metodologie di valutazione ritenute più appropriate nel rispetto dell'incarico conferito;

- il valore di scambio, o prezzo di un pacchetto azionario, dipende sia da stime tecnico-finanziarie del valore intrinseco, sia da valutazioni soggettive delle parti interessate, dalla loro forza contrattuale o da loro particolari attese ed interessi. La Relazione e le stime di valore qui riportate sono basate esclusivamente su stime tecnico-finanziarie e non riflettono altri aspetti;
- la Curatela del Fallimento Edria, nel caso in cui prendesse in considerazione i contenuti della presente relazione per decisioni di cessione o acquisizione di partecipazioni nella Società, dovrà analizzare e valutare nelle forme ritenute più appropriate le informazioni contenute nella stessa. Il contenuto della Relazione non può, pertanto, costituire in alcun modo una raccomandazione a concludere compravendite, né indicazioni sulle condizioni delle stesse;
- si ritiene che le valutazioni effettuate siano accurate e complete nei limiti dell'incarico conferito e delle informazioni fornite. Il contenuto della relazione è basato esclusivamente su informazioni fornite da Matisse e dagli organi amministrativi della Società per il tramite del Fallimento Edria, per le quali nessuna dichiarazione espressa o implicita né alcuna garanzia relativa alla loro accuratezza e alla loro completezza è resa dal sottoscritto Esperto;
- il procedimento di valutazione è stato discusso con il Dott. Alfredo Imparato, componente del Collegio dei Curatori della procedura ed i risultati del lavoro non possono essere assunti per finalità diverse da quelle dell'Incarico.
- la Società, date le caratteristiche dimensionali, predispone il proprio bilancio di esercizio in forma micro. Conseguentemente l'informativa disponibile relativa alla composizione e natura delle voci del prospetto di bilancio risulta carente, e ciò rappresenta una limitazione all'attività che l'Esperto può effettuare.

#### 4) DOCUMENTAZIONE E FONTI UTILIZZATE

Nello svolgimento del proprio lavoro, l'Esperto ha ottenuto dalla Curatela informazioni e documenti relativi a Matisse ritenuti utili per lo svolgimento dell'incarico:

- Visura camerale aggiornata al mese di novembre 2020;
- Fascicoli di bilancio della Società degli esercizi chiusi al 31 dicembre 2015, 2016, 2017, 2018 e 2019;
- Progetto di Bilancio al 31 dicembre 2020;
- Verbale dell'assemblea dei soci del 06.07.2021 nel corso del quale è stata rinviata l'approvazione del bilancio relativo al 31.12.2020;
- Comunicazione denominata "*Point sur la commercialisation de votre appartement – A23 Rue Denfert -Rochereau + offre d'achat*" datata 18.01.2021, ricevuta dalla Curatela
- Comunicazione, corredata da allegati, ricevuta dall'Esperto il 18/06/2021 da parte [REDACTED] per il tramite del [REDACTED]
- Comunicazione del 27 luglio 2021 del [REDACTED] relativa alla stima del valore degli immobili di proprietà di Matisse

L'accuratezza dei risultati della valutazione dipende significativamente dalla attendibilità e completezza delle informazioni e dei dati ricevuti dalla Società e dai suoi consulenti, per il tramite della Curatela. Gli autori delle informazioni trasmesse all'Esperto sono i responsabili di quanto comunicato.

Lo scrivente ha, inoltre, richiesto, tramite la Curatela, la disponibilità perizie di professionisti del mercato francese sul valore corrente del patrimonio immobiliare della Società, previsioni economiche e finanziarie di medio lungo periodo (Business Plan) di Matisse, nonché i rapporti contrattuali di locazione con gli

affittuari esistenti alla data di riferimento della valutazione. Tali informazioni non sono state rese disponibili dalla Società alla Curatela di Edria e, quindi, all'Esperto.

#### 5) DATA DI RIFERIMENTO DELLA VALUTAZIONE

La presente relazione peritale si riferisce alla data del 31.12.2020 (data corrispondente a quella della ultimo bilancio annuale redatta da Matisse) e tiene conto delle informazioni ricevute dallo Scrivente sino alla data 30.07.2021.

#### 6) LA SOCIETÀ OGGETTO DI VALUTAZIONE

Come anticipato nei precedenti paragrafi, oggetto della presente valutazione è il valore della partecipazione detenuta dal Fallimento Edria che rappresenta il 30% del capitale di Matisse.

Matisse è stata costituita in data 22/12/2009, e risulta iscritta nella sezione ordinaria del Registro imprese di Milano, il 28/12/2009 al n. 06827980969 (codice fiscale e partita iva 06827980969) e REA MI – 1918081 ed ha per oggetto sociale tra l'altro:

- *l'acquisto, la vendita, la permuta, la gestione e l'amministrazione per proprio di beni immobili e diritti immobiliari in genere;*
- *l'acquisto, la gestione, l'affitto, la vendita di aziende alberghiere, residence ed assimilati, nonche' l'attività di assistenza per agevolare ed organizzare le predette operazioni ove compiute da terzi;*
- *la somministrazione di alimenti e bevande in pubblici esercizi, ivi compresi gli esercizi alberghieri sopradetti;*
- *l'organizzazione e la gestione di strutture d'ufficio, la prestazione di tutti i relativi servizi e di ogni conseguente o inerente assistenza tecnica ed organizzativa ....*

La Società opera prevalentemente nel settore Real Estate effettuando l'acquisto, la cessione e la gestione di proprietà immobiliari. Il patrimonio immobiliare attualmente posseduto dalla Società è situato in Francia a Parigi ed è costituito da n. 11 unità immobiliari e proprietà accessorie (parcheggi) site in un unico edificio in zona Saint Denis. La proprietà immobiliare è stata acquisita nel 2011 dalla TIA S.p.A.

#### 7) LA COMPAGINE AZIONARIA E IL CAPITALE DI MATISSE:

La composizione del capitale azionario della Società, alla data di riferimento della stima, è la seguente:

**Tabella 1:** Matisse composizione del capitale sociale

Capitale Sociale MATISSE SRL (dati in euro)		
Azionisti	Totale sottoscritto	% partecipazione
LCL SRL	10.500	21,0%
SGL SRL	7.700	15,4%
DIBIVI SRL	16.800	33,6%
Edria S.p.A.	15.000	30,0%
<b>Totale</b>	<b>50.000</b>	<b>100,0%</b>

## 8) ANALISI DELLA SITUAZIONE PATRIMONIALE ED ECONOMICO FINANZIARIA DI MATISSE

Di seguito si procede al commento dei principali rilievi emergenti dall'analisi degli ultimi bilanci approvati (2014-2020). Come già indicato la Società predispose il bilancio in formato micro: pertanto non sono riportate note e dettagli dei dati esplicitati. Le analisi effettuate sull'andamento aziendale storico sono quindi inficiate da tale situazione.

### a. STATO PATRIMONIALE PERIODO 2014-2020

Tabella 2: Stato Patrimoniale storico riclassificato periodo 31/12/2014- 31/12/2020

MATISSE SRL															
STATO PATRIMONIALE - IMPIEGHI							STATO PATRIMONIALE - FONTI								
(dati in Euro)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	(dati in Euro)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ATTIVITA' IMMOBILIZZATE								DISPONIBILI* LIQUIDE	(20.597)	(30.213)	(10.970)	(888)	(8.951)	(8.466)	(7.288)
Immobilizzazioni Immateriali	7.375							Debiti Banche Quota a breve	124.749		42.632				
								Debiti fornitori e fiscali		56.070	112.423	11.971	15.002	18.157	10.654
Immobilizzazioni materiali	1.147.505	1.105.547	1.063.589	1.021.631	979.673	952.195	920.434	Debito deposito cauzionale a breve	400.000	400.000	400.000	400.000	400.000	400.000	400.000
Immobilizzazioni finanziarie	30.000	30.000	30.000	30.000	30.000	30.000	30.000	Altri debiti banche	463.684	253.158					
<b>IMMOBILIZZAZIONI NETTE</b>	<b>1.184.880</b>	<b>1.135.547</b>	<b>1.093.589</b>	<b>1.051.631</b>	<b>1.009.673</b>	<b>982.195</b>	<b>950.434</b>	Altri debiti Quota a medio lungo	990.000	990.000	990.000	990.000	990.000	990.000	990.000
CREDITI ES OLTRE L'ESERCIZIO SUCCESSIVO	770.000	770.000	770.000	770.000	770.000	770.000	-	<b>TOTALE DEBITI</b>	<b>1.957.836</b>	<b>1.669.015</b>	<b>1.534.085</b>	<b>1.401.083</b>	<b>1.396.051</b>	<b>1.399.691</b>	<b>1.393.366</b>
ALTRI CREDITI								TFR	12.450	12.166					
CREDITI ES ENTRO L'ESERCIZIO SUCCESSIVO	440.145	338.106	353.913	341.255	10.645	48.309	58.353	CAPITALE SOCIALE	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000
CREDITI TRIBUTARI					5.001	3.728	3.728	RISERVA LEGALE	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000
RATEI E RISCOINTI	(5.521)	(1.539)	(294)			7	55	RISERVA STRAORDINARIA	239.935	359.219	500.933	623.124	701.803	339.267	344.575
								UTILE (PERDITA) D'ESERCIZIO	119.283	141.714	122.190	78.679	(362.535)	5.281	(785.371)
<b>TOTALE CAPITALE INVESTITO NETTO</b>	<b>2.389.504</b>	<b>2.242.114</b>	<b>2.217.208</b>	<b>2.162.886</b>	<b>1.795.319</b>	<b>1.804.239</b>	<b>1.012.570</b>	<b>TOTALE PATRIMONIO NETTO</b>	<b>419.218</b>	<b>560.933</b>	<b>683.123</b>	<b>761.803</b>	<b>399.268</b>	<b>404.548</b>	<b>(80.796)</b>
								<b>TOTALE CAPITALE INVESTITO NETTO</b>	<b>2.389.504</b>	<b>2.242.114</b>	<b>2.217.208</b>	<b>2.162.886</b>	<b>1.795.319</b>	<b>1.804.239</b>	<b>1.012.570</b>

L'analisi dello stato patrimoniale evidenzia nella voce immobilizzazioni la proprietà immobiliare nel quartiere St. Denis a Parigi acquisito dalla società collegata TIA S.p.A. partecipata anch'essa dal Fallimento Edria. Il valore contabile degli immobili detenuti, al netto degli ammortamenti effettuati, è pari a circa 920 mila Euro, mentre il prezzo di acquisto riportato nell'atto di compravendita dell'11 marzo 2011 è pari a 1.237 mila Euro. La proprietà immobiliare è compresa nell'immobile denominato "Les Docks de Saint-Denis" situato in 2 Rue Denfert Rochereau, ed è composta dai seguenti lotti: n.11, n. 114 (parking), n.32,n. 234 (parking), n. 41, n. 36, n. 121(parking), n. 122 (parking),n. 73, n. 193 (parking) e n. 194 (parking), per un totale di 361 mq. circa.

La voce immobilizzazioni finanziarie presenta un investimento pari a 30 mila Euro, non movimentato dal 2015. L'informativa di bilancio non fornisce alcuna specifica circa la partecipazione in oggetto. Il [REDACTED] ha fatto pervenire allo Scrivente una comunicazione dell'[REDACTED] di Matisse che include il progetto di bilancio al 31/12/2020 della società francese ALTIA Environment (di seguito "ALTIA"), quale società partecipata da Matisse. La società ALTIA ha un capitale sociale di 30.000 Euro che corrisponde all'ammontare dell'investimento di Matisse. ALTIA opera nel settore dell'ambiente ed intrattiene operazioni con il Gruppo TIA.

ALTIA nel 2020 ha sviluppato ricavi per circa 2,9 milioni di Euro con un Ebitda negativo pari a circa 30 mila Euro e con un risultato di esercizio corrispondente ad una perdita netta di 62 mila Euro.

Il patrimonio netto al 31/12/2020 è pari a 64 mila Euro.

Limitatamente alle informazioni a disposizione il valore di iscrizione della partecipazione in ALTIA può essere confermato.

L'attivo circolante ha incluso sino al 2017, tra le partite esigibili entro l'esercizio, un credito pari a 330 mila Euro verso Edria. Tale credito è stato totalmente svalutato nel 2018 con l'apertura della procedura concorsuale della stessa Edria.

Inoltre, sino al 31 dicembre 2019 è stato iscritto a bilancio un credito per 770 mila Euro <sup>1</sup>nei confronti della società TI&A Italia s.r.l. acquisito nel 2009 da TIA S.p.A. Si evidenzia che il debitore era una società che risulta cancellata dal registro imprese in data 19 giugno 2012. I soci di TI&A Italia erano Edria e TIA S.p.A. L'operazione che aveva generato l'insorgere di tale credito è relativa al 2009, con l'acquisto da parte di Matisse da TIA S.p.A. del credito nominale pari a circa 1,3 milioni di Euro, da questa vantato verso TI&A Italia ad un prezzo pari a 1,1 milioni di Euro. Il piano di rientro prevedeva un incasso annuale pari a 110 mila Euro da parte di Matisse. Dopo le prime tre tranche il credito non è stato più movimentato sino alla sua integrale svalutazione avvenuta solo con il bilancio al 31/12/2020.

Il passivo riporta tra le voci più rilevanti un ammontare pari a 400 mila Euro quale deposito cauzionale, e un debito per 990 mila Euro verso TIA S.p.A., quale quota residua del debito sorto con l'acquisto delle proprietà immobiliari. Entrambe le poste debitorie non risultano movimentate tra il 2014 e il 2020.

La situazione debitoria verso il sistema bancario non è rilevante negli ultimi quattro esercizi.

La Società, nel periodo osservato non ha mai distribuito dividendi. Il patrimonio netto si è incrementato sino al 2017 grazie agli utili di esercizio. Successivamente, in conseguenza delle perdite straordinarie generate dalle ingenti svalutazioni per 1,1 milioni di Euro apportate alla voce crediti (rispettivamente verso Edria nel 2018 e verso TI&A Italia nel 2020), **il patrimonio netto si è decrementato significativamente, e presenta al 31 dicembre 2020 una situazione di deficit (saldo negativo) per circa 381 mila Euro per effetto delle perdite sofferte per svalutazioni effettuate per complessivi 785 mila Euro.**

In merito alla situazione di deficit patrimoniale verificatasi, la normativa emergenziale vigente, in deroga alle previsioni codicistiche (artt. 2482 bis C.C. e segg.)

Sotto l'aspetto finanziario a partire dal 2017 la Società non è stata in grado di generare flussi di cassa significativi. Qualora dovesse far fronte nel breve periodo al pagamento dei debiti iscritti in bilancio alla voce depositi cauzionali e debiti verso TIA S.p.A. non disporrebbe di risorse finanziarie a pronti.

## b. CONTO ECONOMICO PERIODO 2014-2020

**Tabella 3: Conto Economico riclassificato periodo 31/12/2014- 31/12/2020**

MATISSE SRL										
CONTO ECONOMICO <i>(dati in Euro)</i>	2014	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020	consuntivi		
<b>VALORE DELLA PRODUZIONE</b>	<b>510.000</b>	<b>510.000</b>	<b>338.111</b>	<b>234.362</b>	<b>35.442</b>	<b>67.027</b>	<b>44.247</b>	100%	100%	100%
Costi per servizi	(95.820)	(94.657)	(77.749)	(19.649)	(21.913)	(17.091)	(16.742)			
Godimento beni di terzi	(1.000)	(1.000)	(1.000)	(1.000)						
Oneri diversi di gestione	(35.235)	(35.233)	(41.993)	(54.994)	(8.505)	(8.877)	(8.876)			
Personale	(150.604)	(136.253)								
<b>EBITDA</b>	<b>227.341</b>	<b>242.857</b>	<b>217.369</b>	<b>158.719</b>	<b>5.024</b>	<b>41.059</b>	<b>18.629</b>	48%	64%	68%
ammortamento immob. Materiali	(50.907)	(49.333)	(41.958)	(41.958)	(41.958)	(34.505)	(34.000)			
ammort. Immobilizz. Immateriali										
Svalutazione del circolante					(330.000)		(770.000)			
<b>EBIT</b>	<b>176.434</b>	<b>193.524</b>	<b>175.411</b>	<b>116.761</b>	<b>(366.934)</b>	<b>6.554</b>	<b>(785.371)</b>	38%	52%	50%
Oneri finanziari	(16.977)	(11.863)	(4.576)	(116)			(191)			
saldo proventi/oneri straordinari	20.005	23.140								
<b>RISULTATO ANTE IMPOSTE</b>	<b>179.462</b>	<b>204.801</b>	<b>170.835</b>	<b>116.645</b>	<b>(366.934)</b>	<b>6.554</b>	<b>(785.562)</b>	40%	51%	50%
imposte nette sul reddito	(60.179)	(63.087)	(48.646)	(37.966)	4.399	(1.273)				
<b>UTILE (PERDITA) DELL'ESERCIZIO</b>	<b>119.283</b>	<b>141.714</b>	<b>122.189</b>	<b>78.679</b>	<b>(362.535)</b>	<b>5.281</b>	<b>(785.562)</b>	28%	36%	34%

<sup>1</sup> Dalla analisi dei bilanci dal 2014 al 2020 (progetto di bilancio) l'importo del credito è iscritto nell'attivo circolante alla voce Crediti esigibili oltre l'esercizio successivo e non è stato mai movimentato.

La tendenza storica evidenzia un andamento del **valore della produzione** in deciso calo nel periodo osservato (2015- 2020). Soprattutto a partire dal 2018, con le criticità manifestate da Edria e dalle società del gruppo TIA, per il quale Matisse ha operato sostanzialmente in maniera "captive", la contrazione dei ricavi da locazione appare significativa (-85% tra l'esercizio 2017 e il 2018). Nel 2019 si assiste ad un lieve recupero del valore della produzione, non confermato nell'anno successivo, causa anche il repentino diffondersi della crisi pandemica a livello globale ed al protrarsi della stessa.

La Società nel corso degli anni ha modificato il proprio modello operativo intervenendo con azioni volte alla riduzione e contenimento della propria struttura organizzativa e dei costi. Dal 2016 Matisse non ha personale proprio. I margini operativi (EBITDA) sono sempre stati positivi anche se, con la importante contrazione dei ricavi a partire dal 2018, si sono ridotti sino a livelli di break-even.

Sui risultati netti del periodo osservato, successivamente al 2017, hanno inciso significativamente le perdite dovute alla svalutazione, avvenuta nel 2018, del credito per 330 mila Euro vantato nei confronti di Edria, entrata in procedura concorsuale, e alla svalutazione apportata nel bilancio al 31 dicembre 2020, del credito per 770 mila Euro, nei confronti di TI&A Italia, società che era cessata nel 2012. Si precisa che l'operazione che aveva generato l'insorgere di tale credito è relativa al 2009, con l'acquisito da parte di Matisse da TIA S.p.A. del credito nominale pari a circa 1,3 milioni di Euro da questa vantato verso TI&A Italia ad un prezzo pari a 1,1 milioni di Euro. Si trattava pertanto di un'operazione con parti correlate.

Non tenendo conto delle poste straordinarie di svalutazione il risultato d'esercizio sarebbe stato di equilibrio.

#### 9) CONSIDERAZIONI SULL'ANDAMENTO DEL MERCATO IMMOBILIARE E DELLE LOCAZIONI IN FRANCIA

La crisi pandemica ha condizionato pesantemente sia a livello nazionale che internazionale il contesto economico e sociale, con impatti globalmente negativi, pur se con incidenza diversa in alcuni settori.

La Francia, mercato di riferimento per Matisse, ha subito una riduzione del PIL prossima al -9,4% nel 2020. Il comparto immobiliare ha visto in generale un crollo delle transazioni nel primo quadrimestre dell'anno cui è seguito, ma solo in alcune aree del paese, un progressivo recupero. A Parigi, ove si trovano le proprietà immobiliari della Società, secondo uno studio realizzato per l'anno 2020 dal quotidiano "Le Figaro" gli agenti immobiliari e i siti di compravendita hanno registrato una crescita di richieste, e il numero di annunci è tornato agli stessi livelli di prima della crisi, "con un'attenzione particolare per gli immobili con spazi esterni".

Gli effetti del Covid sul mercato residenziale di Parigi hanno penalizzato gli appartamenti di maggiori dimensioni, che fino a gennaio 2020 erano i più ricercati. Il lockdown ha quindi fatto invertire il trend di mercato. L'offerta di case con una superficie superiore ai 90 mq è aumentata in maniera molto considerevole, mentre gli acquirenti di immobili dei tagli più grandi sono diminuiti di 10 volte. Tra le ragioni di questa repentina inversione di tendenza si annoverano da un lato gli acquirenti stranieri, che fino a un anno fa si contendevano i grandi appartamenti della zona Ovest di Parigi; dall'altro le scelte delle famiglie parigine, anche quelle numerose, che hanno congelato i progetti di cambiare casa: l'incertezza economica, e, quindi quella sul futuro lavorativo, ha imposto scelte prudenti e conservative.

A tutto questo si aggiunge un ulteriore elemento di criticità nel sostenere la domanda di appartamenti di oltre 90 mq, ovvero l'accesso ai finanziamenti, che è diventato più complesso: nonostante i tassi di interesse



si siano mantenuti bassi, le banche in Francia hanno posto ulteriori strette per le condizioni di concessione del credito. Inoltre, si è assistito anche ad un cambiamento delle esigenze abitative emerso durante il periodo di lockdown: si ricercano maggiormente, ed hanno prezzi più elevati, le unità residenziali che abbiano anche balconi o terrazzi o che si affaccino su un patio interno.

L'emergenza coronavirus ha inevitabilmente avuto effetti sugli affitti. Anche in questo caso i lockdown applicati, con criteri disomogenei, nei vari Paesi della Ue, hanno influito negativamente sui mercati immobiliari locali facendo di fatto crollare la domanda degli affitti, ed in particolare quella estera, che si basava molto su lavoro e turismo. Il calo più drastico ha riguardato in primis il segmento degli affitti brevi, in un quadro determinato anche dalla fuga degli studenti universitari tornati nelle loro città di residenza, e dall'interruzione dei trasferimenti lavorativi di manager e professionisti, sostituiti dalle attività in smart working.

Per quanto riguarda la città Parigi, in alcune limitate aree il calo dei canoni di affitto è arrivato fino al 70%, mentre più generalmente si è assistito ad un ribasso compreso tra il 3% e il 10%. Secondo uno studio pubblicato sul quotidiano economico *Les Échos*, il 1 marzo 2021 "...nonostante l'avvio delle vaccinazioni nei Paesi Ue, le ipotesi di una robusta ripresa si sono allungate verso la seconda parte dell'anno e per quanto riguarda il mercato immobiliare residenziale non si prefigurano differenti scenari. Sul fronte del mercato degli affitti, probabilmente, ci sarà un primo semestre 2021 ancora debole, per poi assistere nella seconda parte dell'anno ad una stabilizzazione dei canoni e ad una ripresa della domanda".

La zona di Seine-Saint-Denis dove sono collocate le proprietà immobiliari di Matisse, è tra quelle che ha registrato una maggiore resilienza all'andamento del mercato e all'evoluzione erratica dei prezzi e nel 2021 si sta assistendo ad una ripresa dei prezzi.

## 10) METODI DI VALUTAZIONE:

### a. GENERALITÀ ED ASPETTI TEORICI

Il valore del capitale economico di un'azienda può essere desunto sia in via diretta o empirica - sulla base quindi di valori e prezzi espressi dal mercato - che in via indiretta, ovvero analitica ricorrendo ad elaborazioni e stime di natura peritale applicate a dati patrimoniali, reddituali e finanziari.

L'utilizzo di tali criteri va, pertanto, effettuato con cautela, cercando, laddove le circostanze lo consentano, di ottenere un conforto dei risultati raggiunti, con l'uso di entrambi gli approcci per verificarne la ragionevolezza.

**I criteri empirici o diretti**, definiti anche **di mercato**, stimano valori con riferimento a operazioni di compravendita di beni con le stesse o similari caratteristiche. Tuttavia, tali operazioni sono limitate sul mercato e non sempre i prezzi e gli indicatori specifici sono pubblicamente disponibili. A questo si aggiunga che le informazioni che potrebbero costituire una base per comparazioni dirette, sono infrequenti e i parametri possono essere influenzati da considerazioni soggettive, differenti di volta in volta tra i diversi contraenti.

È, quindi, evidente che il ricorso a valori di mercato è possibile solo in presenza di determinate condizioni, che possono essere sintetizzate, in ordine decrescente di importanza, nella effettiva confrontabilità dell'azienda valutata col campione di società comparabili analizzate, nei requisiti della disponibilità delle

informazioni sottostanti le transazioni prese a riferimento, della significatività dei parametri di performance e della stabilità dei prezzi esaminati.

In base a quanto esposto, la presenza/assenza di possibili situazioni realmente comparabili per settore di appartenenza, modello di business, struttura operativa e finanziaria, situazione congiunturale è un requisito fondamentale.

L'attributo della disponibilità costituisce altresì una condizione irrinunciabile, in quanto fa riferimento all'esistenza stessa di un prezzo di mercato. Tale requisito è quindi soddisfatto quando l'azienda sia quotata, esista un mercato attivo per i suoi titoli, o quanto meno, quando, pur in mancanza di prezzi effettivi di scambio, siano individuabili dei prezzi realmente fattibili.

L'attributo della significatività sta ad indicare l'idoneità del prezzo rilevato ad esprimere il reale valore del capitale economico di un determinato pacchetto azionario. Di conseguenza, il rispetto di tale requisito è legato da un lato al livello di efficienza del mercato; dall'altro all'esigenza di far riferimento a contesti qualitativi analoghi. Il primo concetto non necessita di particolari approfondimenti: è ben noto, infatti, che non di rado, nei mercati finanziari poco evoluti, i prezzi di borsa tendono a discostarsi in misura anche significativa e, per periodi non brevi, dal valore intrinseco attribuibile al capitale di un'azienda; in tal caso, i prezzi di mercato non sempre risultano significativi al fine di esprimere il valore del capitale economico dell'impresa.

Il requisito della stabilità, infine, fa riferimento all'esigenza che i prezzi rilevati non assumano una variabilità eccessiva. A tale problema – il più delle volte legato, a ben vedere, a questioni di efficienza del mercato – è possibile ovviare ricorrendo a rilevazioni estese a orizzonti temporali non brevi, tipicamente compresi tra i 6 e i 12 mesi.

In assenza delle condizioni citate, non è possibile trarre utili indicazioni dai valori espressi dal mercato, neanche ricorrendo al metodo dei multipli con finalità "di controllo" dei valori ottenuti svolte con altri metodi, allo scopo di verificarne l'attendibilità.

**I criteri analitici o indiretti** premiano alternativamente gli aspetti patrimoniali reddituali o finanziari intrinseci della società valutata valorizzandone gli investimenti effettuati, la capacità di generare reddito, flussi finanziari, o la rendita di posizione dell'azienda ricorrendo ad elaborazioni analitiche storiche e prospettive e stime di parametri di natura valutativa.

Le metodologie di natura analitica che si rifanno all'impostazione consolidata della dottrina e della prassi valutativa, includono:

- **I metodi patrimoniali:** mirano ad accertare la consistenza effettiva del capitale netto aziendale, attribuendo a tutte le attività e alle passività un valore di mercato riferito ad un specifico momento. L'approccio che sottostà al metodo patrimoniale è di tipo statico, irrilevanti le performance storiche o prospettive di un'azienda. Nella formulazione "complessa", il metodo patrimoniale include altresì la valutazione delle attività immateriali.
- **I metodi finanziari:** si basano sulla considerazione che i flussi di cassa che un'impresa sarà in grado di generare in futuro costituiscano la migliore rappresentazione del suo effettivo valore. Il valore dell'azienda è, quindi, pari alla somma del valore attuale dei flussi di cassa che la società sarà in grado di generare in futuro, scontati al tasso di rendimento del capitale di rischio, ovvero il costo medio ponderato del capitale, a seconda della configurazione di flusso di cassa utilizzato. I metodi dei flussi si articolano in metodo dei flussi di cassa unlevered e metodo dei flussi di cassa levered.
- **I metodi reddituali:** stimano il valore dell'azienda in funzione della redditività che quest'ultima è in grado di generare in chiave prospettica. Tale approccio individua nella contrapposizione di ricavi e costi

di competenza dell'esercizio e quindi nella redditività degli stessi, il driver fondamentale per il valore aziendale. Il valore è pari alla somma del flusso dei redditi normali attesi (per un periodo di tempo limitato, ovvero illimitato), attualizzati al tasso di rendimento del capitale di rischio.

- **I metodi misti:** si fondano sull'ipotesi che il valore di un bene dipenda sia dal suo costo di sostituzione (o di riproduzione), sia dalla sua capacità di produrre benefici economici futuri.

#### **b. LA SCELTA DEL METODO**

La selezione del metodo si basa necessariamente sulle risultanze dell'analisi delle caratteristiche dell'azienda valutata del settore in cui opera, del modello di business, del ciclo di vita e delle performance finanziarie ed economiche.

In base a tali considerazioni l'adozione di criteri basati su metodi diretti o di mercato (multipli di Borsa o di Transazioni) non si ritiene appropriato in quanto è difficile una reale comparabilità di Matisse con altre aziende sotto l'aspetto dei mercati presidiati e del fattore dimensionale.

Possono essere invece considerate le metodologie analitiche in quanto basate prevalentemente su indicatori di performance e parametri intrinseci propri dell'attività.

Tra i criteri citati analitici occorre, altresì, selezionare esclusivamente quelli ritenuti maggiormente appropriati nella fattispecie.

Il metodo patrimoniale, che segue un approccio di tipo statico valutando la Società quale valore netto o differenza tra valori i correnti dell'attivo e del passivo in un dato momento, si ritiene il più appropriato per le società immobiliari qual è Matisse, dove l'investimento più rilevante è rappresentato dagli immobili di proprietà situati a Parigi, assets che possono avere una prospettiva di vendita e quindi di realizzo.

L'entità del patrimonio di un'azienda ha una propria influenza sul valore e l'appetibilità della stessa, nonché, in una certa misura, sulla sostenibilità del business in funzione della struttura finanziaria relativa. In secondo luogo, perché i valori emergenti da tale criterio di stima, se non hanno il pregio della totale validità sul piano concettuale, hanno almeno quello della sicurezza e affidabilità, in quanto non derivano da previsioni ed elaborazioni soggettive (che possono essere successivamente disattese), ma da dati certi ed oggettivi quali i valori di mercato degli assets sottostanti.

I metodi reddituali e finanziari, che apprezzano il valore d'azienda rispettivamente in base ai redditi netti o ai flussi di cassa prospettici producibili dalla stessa sono invece generalmente il criterio più appropriato per fornire indicazioni del valore di aziende industriali e di servizi.

In condizioni di normalità operativa e di mercato anche tali metodi possono essere utilizzati anche per la stima di società immobiliari in quanto il reddito generato dai contratti di locazione rappresenta un parametro di valutazione. Nel caso di specie il contesto di riferimento condizionato dal protrarsi della pandemia, la difficile prevedibilità dell'evolversi della situazione congiunturale, unitamente alle criticità evidenziate nella gestione aziendale della Società e alla carenza di visibilità sui contratti di locazione in essere, non consentono di ipotizzare redditi e/o flussi finanziari sostenibili nel tempo della Società e pertanto non si ritengono applicabili tali criteri di stima.

## 11) DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE

Nell'affrontare la stima sono state riscontrate le seguenti difficoltà di valutazione:

- a. **Emergenza COVID-19:** Le misure restrittive adottate per il contenimento della diffusione della pandemia non hanno consentito lo svolgimento "in presenza" presso la Società di approfondimenti e verifiche dei dati e delle informazioni utilizzate. Tutte le informazioni ottenute sono state inviate all'Esperto tramite posta elettronica dalla Curatela, dal professionista della società e anche dagli organi amministrativi del socio di Matisse, TIA Spa.

Le conseguenze del protratto lockdown hanno creato radicali cambiamenti nei comportamenti sociali, comportando forti discontinuità operative nelle attività economiche. Tali criticità hanno interessato anche Matisse aggravando una situazione che già a partire dal 2018 ha evidenziato volumi di attività ridotta in conseguenza delle procedure concorsuali relative al socio Edria e delle ricadute operative sulle società del gruppo TIA, da Edria partecipato. Durante la pandemia molti siti operativi sono stati chiusi per positività di alcune maestranze e ai ritardi nei lavori si sono aggiunte cancellazione di alcuni ordini.

- b. **Carenze informative delle informazioni disponibili.** I bilanci di Matisse sono redatti in forma sintetica (formato micro): pertanto non sono riportate note e dettagli dei dati esplicitati e non risultano motivate alcune impostazioni adottate nella redazione dei bilanci stessi.

Non sono state, inoltre, svolte dalla società analisi effettuate da professionisti locali, sul valore corrente di mercato degli immobili detenuti.

Tali difficoltà hanno inciso sul processo valutativo limitando la sfera di azione dell'Esperto quanto alla scelta della metodologia di valutazione da applicare e di alcuni parametri, dovendo necessariamente effettuare assunzioni di ragionevolezza per le stime.

## 12) STIMA DEL VALORE DI MATISSE E DELLA PARTECIPAZIONE DETENUTA DAL FALLIMENTO EDRIA

Per le considerazioni sopra esposte il metodo più appropriato per la stima del valore della società e quindi della partecipazione detenuta dal Fallimento Edria è quello patrimoniale al valore corrente. L'analisi della struttura del capitale investito individua nell'attivo immobilizzato l'unica voce il cui valore di mercato può generare una rettifica rispetto al valore contabile di iscrizione.

L'Esperto ha, pertanto, richiesto alla Società, tramite la Curatela, di poter analizzare una stima del valore corrente di mercato delle proprietà immobiliari di Parigi al fine di verificare l'eventuale esistenza di plusvalori latenti delle suddette immobilizzazioni materiali.

La Società in proposito ha fornito della documentazione relativa ad un'attività di verifica di mercato affidata ad agenti immobiliari francesi nel gennaio 2021. L'agenzia ha inserito annunci di vendita per una delle proprietà corrispondente al lotto n. 11 (appartamento trilocale al secondo piano di circa 65 mq. con incluso box). Il prezzo richiesto tramite agenzia è tra 266 mila Euro e 346 mila Euro, comprensivo del compenso di intermediazione) ed è all'interno dell'intervallo (tra 180 e 380 mila Euro) riscontrato nella medesima zona.

Le risultanze del sondaggio commissionato dalla Società sono da intendersi meramente indicative di un riscontro di larga massa dei prezzi di mercato. La verifica è parziale in quanto è relativo ad una sola delle unità immobiliari di proprietà, non è stata attivata alcuna trattativa effettiva con potenziali controparti, e il

riscontro di potenziale interesse all'immobile è stato limitato: su circa 140 visitatori dell'annuncio solo 5 hanno approfondito l'opportunità di acquisto.

Come esposto in precedenza non sono state fornite dalla società stime di professionisti locali sul valore delle proprietà.

In conseguenza di ciò l'Esperto ha ritenuto di richiedere un ulteriore supporto per la valutazione, incaricando il [REDACTED], professionista del settore immobiliare accreditato presso il Tribunale di [REDACTED]

Il [REDACTED] ha effettuato uno studio del valore delle proprietà immobiliari, senza approfondimento in loco e fisico, per definire un possibile valore di riferimento. In base alle analisi effettuate le conclusioni del tecnico sono di seguito riportate: *"... il palazzo è degli anni '80 ed è situato in zona periferica per quanto sia vicino alla Senna; I 4 locali hanno una superficie complessiva di circa mq. 360 e sono stati acquisiti ad un prezzo pari a Euro 1.237 milioni nel 2011 per un prezzo d Euro/mq. 3.445 circa.*

*Avendo constatato l'andamento del mercato immobiliare parigino anche nelle zone periferiche, rispetto al periodo dell'atto di compravendita, si può stimare un incremento del valore nella misura del 7-9% per un incremento di valore complessivo da un minimo di € 1.323.000 ad un massimo di € 1.348.000."*

Le conclusioni confermano le indicazioni rivenienti dalle fonti pubbliche analizzate dallo scrivente.

In base alle considerazioni sopra esposte, rispetto al valore netto contabile di iscrizione di 920 mila Euro il plusvalore lordo riscontrabile è pari a 428 mila Euro. Tenendo conto di un teorico effetto fiscale sul plusvalore rispetto al valore di libro possibile calcolato in base all'aliquota corrente del 27,9%, il valore netto della potenziale rivalutazione sarebbe pari a circa 308 mila Euro.

Come indicato nel paragrafo 8.a) il **patrimonio netto al 31 dicembre 2020 di Matisse presenta una situazione di deficit (saldo negativo) per circa meno 381 mila Euro.**

**La rettifica per recepire il plusvalore netto degli immobili di proprietà è pari a 308 mila, pertanto il valore corrente del patrimonio di Matisse risulta pari ad un deficit (saldo negativo) meno 73 mila Euro.**

Oltre a quanto sopra esposto si evidenzia che:

- il bilancio presenta una **significativa situazione debitoria**, cui la Società non potrebbe non essere in grado autonomamente di far fronte, se richiesto il rientro nel breve periodo considerando l'indisponibilità di risorse liquide, e che un eventuale realizzo del patrimonio immobiliare comporterebbe necessariamente tempi lunghi per raggiungere obiettivi di massimizzazione del prezzo di vendita: l'attuale fase di mercato è maggiormente favorevole ai compratori.
- I risultati economici derivanti dalla mera attività di locazione, non considerando le svalutazioni straordinarie dei crediti iscritti, sono prossimi al breakeven, e non consentono di ipotizzare recuperi di valore basati sulla redditività.

Il valore attribuibile a Matisse è pertanto pari a zero, se non negativo. Conseguentemente alle analisi ed elaborazioni effettuate la quota detenuta dal Fallimento Edria in Matisse, pari al **30% del capitale della Società è stimata pari a zero.**

### **13) CONSIDERAZIONI SUI DATI UTILIZZATI PER LA STIMA DEL VALORE DI MATISSE E DELLA PARTECIPAZIONE DETENUTA DAL FALLIMENTO EDRIA S.P.A.**

La stima del valore di Matisse e della partecipazione detenuta dal Fallimento Edria è stata sviluppata secondo le condizioni operative della Società, alla data di riferimento della valutazione.

La richiamata indisponibilità di informazioni del valore di mercato degli immobili detenuti dalla Società e dei contratti di locazione in essere e di dati previsionali all'azienda potrebbe avere un impatto anche significativo sui dati presentati e sulle stime effettuate.

Il contenuto della presente Relazione che si basa sulle informazioni ad oggi ricevute è, quindi, valido alla data di emissione della stessa. Qualsiasi valutazione effettuata in passato o eventuali stime future di valore potrebbero, conseguentemente risultare divergenti e difficilmente confrontabili con le stime effettuate per il presente incarico, per effetto di una diversa disponibilità e qualità delle informazioni.

Si ricorda che nulla del contenuto di questo documento potrà essere ritenuto una promessa o un'indicazione sui risultati futuri della Società ed i risultati del lavoro non possono essere assunti per finalità diverse da quelle dell'Incarico. Inoltre, il contenuto della presente Relazione non potrà essere utilizzato per finalità diverse da quelle per cui è stata rilasciata.

#### **14) SINTESI E CONCLUSIONI**

Il sottoscritto Esperto estimatore, sulla base delle considerazioni, elaborazioni e valutazioni condotte nei precedenti paragrafi stima:

- **il valore della società Matisse s.r.l. è pari a ZERO.**
- **il valore della quota pari al 30% del capitale di Matisse posseduta dal Fallimento Edria, pari a ZERO.**

L'ambito di valori individuato rappresenta, comunque, un valore intrinseco teorico diverso per natura dal concetto di prezzo che deriva da una negoziazione tra parti interessate ed è necessariamente influenzato da elementi di soggettività dei contraenti.

Il sottoscritto, nel rassegnare la propria relazione, porge cordiali saluti

Milano, 30 luglio 2021



*Dott. Carlo Ciardiello*