



TRIBUNALE DI NAPOLI -XIV SEZIONE CIVILE

PROCEDURA ESECUTIVA N° 6350-23

Giudice dell'Esecuzione: **Dott.ssa Federica D'Auria**

Custode ed esperto stimatore: **Dott. Giovanni Esposito**

Creditore procedente: **Tahiti Administration service s.r.l.**

Contro



PERIZIA DI STIMA DEL VALORE MONETARIO DELLE QUOTE SOCIALI

TAHITI ADMINISTRATION SERVICE S.R.L.

Sommario	Pagina
Premessa	3
1. Attività, accessi e corrispondenza	4
2. Data di riferimento della stima	4
3. Documentazione utilizzata e loro affidabilità	5
4. Informazioni sulla procedura	6
5. Analisi della realtà oggetto della perizia	6
6. Il settore di riferimento	11
7. I criteri di valutazione	16
8. Sconti e premi	19
9. Il metodo prescelto	25
10. Valutazione finale	38
11. Conclusioni	38
Replica alle note di parte	40
Allegati	43





Il sottoscritto Dott. Giovanni Esposito, nato a Napoli il 16 gennaio 1973; iscritto all'albo dei Consulenti tecnici d'ufficio del Tribunale di Napoli al numero 3131, al registro dei Revisori Contabili al numero 126145 dal 23/07/2002 con D.M. del 23/07/2002 pubblicato in G.U. del 30/07/2002 supplemento n. 60 - IV Serie Speciale nella sezione A Commercialisti dell'albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Napoli al numero 3805/3823A dal 13/01/2003; pec: giovanni.esposito3@odcecnapoli.it, con studio in Napoli, via Stefano Barbato n. 11 (Presso Sacces) e in Pomigliano d'Arco (Na), via G. Mazzini n. 55.

Premesso che

in data 16/06/23 veniva notificato atto di pignoramento sulla proprietà delle quote nominali di € 18.617,16 della sig.ra [REDACTED] (C.F. [REDACTED]) nella società Tahiti Administration service s.r.l. (C.F. 03477791218);

in data 21/01/25 l'Illustrissimo Giudice dell'Esecuzione, dott.ssa Federica D'Auria emetteva decreto di nomina del custode e dell'esperto stimatore nella persona dello scrivente, disponendo si procedesse alla stima delle quote societarie in titolarità del debitore della società Tahiti Administration service s.r.l.;

Ciò premesso, anche in considerazione delle eventuali note di parte, il sottoscritto deposita la presente relazione e i relativi allegati con le osservazioni e i rilievi di seguito elencati.

1. Attività, accessi e corrispondenza

Il **24/01/24** veniva richiesto alla società atto costitutivo, statuto e visura camerale aggiornata, ultimi tre bilanci contabili con relazione dichiarazione dei redditi, estratto delle ultime annotazioni effettuate sui libri societari (verbali assemblee, inventari, ecc.), situazione economico/patrimoniale aggiornata, relazione sull'andamento della gestione ed estratto di regolarità contributiva e fiscale (**all. 1**).

Il **05/02/25** veniva inviata richiesta ai relativi Enti circa la Centrale Rischi, la lista delle cartelle e degli avvisi non pagati o pagati parzialmente, certificato di regolarità fiscale, certificato di regolarità contributiva, per le ultime due annualità disponibili dichiarazione reddituale, Irap e Iva, nonché comunicazioni e dichiarazioni periodiche, cui faceva seguito riscontro negativo di Banca d'Italia (**all. 2**).

La società forniva riscontro documentale, tramite il proprio consulente il **13/02/25** e il **19/02/25** (**all. 3**).

In data **13/02/25** si estraeva dalla banca dati CCIAA fascicolo storico (**all. 4**), statuto e bilancio 2023 (ultimo depositato).

In data **14/02/25** veniva effettuata verifica sulla partita Iva della società (**all. 5**).

Da una visura effettuata sia al catasto fabbricati che a quello terreni, al **14/02/25** emergeva la piena proprietà di n. 1 fabbricato (**all. 6**).

Lo scrivente acquisiva da siti di pubblico dominio "betaEurope" (**all. 7**), "vebitdaEurope" (**all. 8**), tasso emissione titoli di stato (**all. 9**), estratto relazione Banca d'Italia su premio rischio azionario (**all. 10**).

In data **17/03/25** veniva effettuata ispezione ipotecaria sui beni della società (**all. 11**).

In data **17/03/25** veniva inviata bozza alle parti (**all. 12**).

In data **31/03/25** sono pervenute le osservazioni del Dott. ██████████ (**all. 13**).

In data **31/03/25** sono pervenute le osservazioni dell'Avv ██████████ (**all. 14**).

2. Data di riferimento della perizia

La data cui si riferisce la relazione di valutazione, che coincide con quella della situazione economico-patrimoniale maggiormente aggiornata reperita dall'esperto stimatore, è il **31/12/23**: difatti a tale data vengono sviluppati gli elementi di base del processo valutativo. Al fine dello sviluppo di suddetto procedimento, è stata presa a riferimento la situazione economico-patrimoniale e finanziaria della società alla data del **31/12/23** e tutti gli elementi di rilievo intervenuti tra la data di riferimento della valutazione e la data di sottoscrizione del presente documento. In ogni caso non sono stati portati all'attenzione (con elementi oggettivi) eventi non inclusi nelle informazioni utilizzate e che potrebbero avere un impatto rilevante sulle conclusioni del processo valutativo.

3. Documentazione utilizzata e loro affidabilità

I documenti utilizzati nello svolgimento dell'incarico sono:

- risultanze catastali e ipotecarie (fonte Agenzia del Territorio);
- fascicolo storico societario (fonte CCIAA);
- statuto societario (fonte CCIAA);
- bilancio CEE 2021 (fonte societaria);
- bilancio CEE 2022 (fonte societaria);
- bilancio CEE 2023 (fonte societaria);
- bilancio contabile 2024 (fonte societaria)
- dichiarazione Ires anno d'imposta 2021 (fonte societaria);
- dichiarazione Ires anno d'imposta 2022 (fonte societaria);
- dichiarazione Ires anno d'imposta 2023 (fonte societaria);
- libro inventari 2021 (fonte societaria);
- libro inventari 2022 (fonte societaria);
- libro inventari 2023 (fonte societaria);
- registro beni ammortizzabili (fonte societaria);
- verbali assemblee sociali (fonte societaria)
- verifica partita iva (fonte Agenzia delle Entrate).

L'incarico dello scrivente non prevede lo svolgimento di procedure di revisione contabile o verifiche e accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura contrattuale, fiscale e previdenziale, connesse a problematiche ipoteticamente desumibili dalla documentazione messa a disposizione e, quindi, esaminata e utilizzata per la valutazione.

Benché ai fini della predisposizione del presente elaborato, il sottoscritto non ha tenuto conto di dati economici, finanziari e patrimoniali pre-consuntivi, né dati prospettici della società, si precisa dalla bozza contabile al 31/12/2024 emergono aggregati economici in linea al 31/12/2023, data utilizzata come riferimento del presente elaborato.

Il presente parere è formulato alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e, pertanto, non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e non



prevedibile (nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale, catastrofi naturali, sociali e politiche, nazionalizzazioni, etc.).

Purtroppo, non tutte le richieste dello scrivente, sia in termini di carteggio sia di chiarimenti, sono state evase.

Comunque, sulla scorta degli elementi acquisiti, l'Esperto Stimatore ritiene di poter procedere esclusivamente sui dati di bilancio 2023 appresi nei limiti e per le finalità che questi rivestono per il presente elaborato peritale, lavoro teso a individuare la titolarità delle quote del capitale sociale della società in uno al valore di mercato delle stesse.

4. Informazioni sulla procedura

Oggetto della procedura esecutiva: 6,82% del capitale sociale della società Tahiti Administration service s.r.l. con sede in Napoli (Na), Corso Umberto I n. 365 CAP 80138, REA NA-604275 CF e P.IVA 03477791218, del valore nominale complessivo di € 18.617,16 pari al 6,82% del Capitale sociale di € 272.900,00.

Creditore procedente: Tahiti Administration service s.r.l.

- Importo del Credito indicato in precetto: € 806.044,19 oltre oneri accessori;
- Titolo Esecutivo: sentenza n. 2593/2020 emessa dal Tribunale di Napoli in data 11.03.2019, notificata il 02.02.2022, con formula esecutiva apposta in calce alla sentenza in data 14.01.2022.

Creditori intervenuti: -.

Pignoramento: con pratica telematica prot. 11245/2022, l'avv. [REDACTED] in qualità di procuratore legale della creditrice Tahiti Administration service S.r.l., ha depositato atto di pignoramento emesso dal tribunale di Napoli con il quale l'ufficiale giudiziario ha sottoposto a pignoramento la quota di partecipazione del debitore sig. [REDACTED] pari a nominali euro 18.617,16. L'atto è stato notificato alla società in data 27/04/2022 ed al debitore in data 22/04/2022.*** in sostituzione della pratica telematica con prot. 11245/2022, in quanto l'atto di pignoramento è stato rifatto alla data 16/06/2023 poiché nel primo atto non erano stati rispettati i tempi del deposito in tribunale, con pratica telematica prot. 225649/2023, l'avv. [REDACTED] in qualità di procuratore legale della creditrice Tahiti Administration service S.r.l., ha depositato atto di pignoramento emesso dal tribunale di Napoli con il quale l'ufficiale giudiziario ha sottoposto a pignoramento la quota di partecipazione del debitore sig. [REDACTED] pari a nominali euro 18.617,16. L'atto è stato notificato alla società in data 14/06/2023 ed al debitore in data 20/06/2023***.

5. Analisi della realtà oggetto di perizia



Dalla disamina del fascicolo storico sono emerse le seguenti informazioni:

Denominazione: Tahiti Administration service S.r.l.

Indirizzo sede legale Napoli (Na) corso Umberto I 365 Cap 80138

Domicilio digitale/pec tahiticlubfondi@pec.it

Partita iva 03477791218

Numero repertorio economico amministrativo (REA) Na - 604275

Registro imprese codice fiscale e numero di iscrizione: 03477791218

Data di iscrizione: 26/06/1998

Sezioni: iscritta nella sezione ordinaria

Estremi di costituzione data atto di costituzione: 29/04/1998

Sistema di amministrazione amministratore unico (in carica)

Oggetto sociale l'attività che costituisce l'oggetto sociale è: gestione di stabilimenti balneari e di tutte le attività ad essa afferenti; l'attività di somministrazione al pubblico di alimenti e bevande ed in particolare la gestione di ristoranti pizzerie tavole calde bar e pub; la gestione di strutture ricettive turistiche ed alberghiere, di campeggi, e strutture similari; la gestione di discoteche, disco-pub, piano bar, sale da ballo; la gestione di impianti sportivi polifunzionali, (piscine, campi da tennis, campi da calcetto, campi di squash, equitazione, centro diving); la gestione di centri congressuali, meeting, congressi; l'attività di commercializzazione al minuto ed all'ingrosso di abbigliamento uomo, donna e bambino; attrezzature ed accessori sportivi, souvenir. La società potrà inoltre compiere tutte le operazioni commerciali, mobiliari, immobiliari necessarie o utili per il conseguimento dell'oggetto sociale ed assumere interessenze e partecipazioni in altre società ed imprese con oggetto affine o connesso al proprio, potrà inoltre compiere operazioni finanziarie, quest'ultime in maniera non prevalente e non nei confronti del pubblico, e comunque con espressa esclusione delle locazioni finanziarie attive. La società intende infine avvalersi di tutte le agevolazioni creditizie, tributarie e di ogni altro genere previste dalle disposizioni di legge, emanate o emanande a favore delle imprese operanti nel territorio nazionale ed in particolare nel mezzogiorno d'Italia, impegnandosi alla osservanza di tutte le relative prescrizioni e condizioni.

Poteri da statuto all'amministratore unico o al consiglio di amministrazione spettano tutti i poteri di ordinaria e straordinaria amministrazione esclusi solo quelli che la legge ed il presente statuto riservano all'assemblea. La rappresentanza della società di fronte ai terzi e in giudizio spettano all'amministratore unico, o al presidente del consiglio di amministrazione o agli amministratori delegati nei limiti che saranno determinati dal consiglio.

Ripartizione degli utili e delle perdite tra i soci; gli utili di bilancio, dedotta la riserva legale e salvo diversa deliberazione dell'assemblea, saranno distribuiti ai soci in proporzione al capitale da loro sottoscritto. I dividendi non riscossi si ritengono prescritti a favore del fondo di riserva trascorsi cinque anni dal giorno in cui divennero esigibili.

Clausole di recesso Informazione presente nello statuto/atto costitutivo.

Capitale sociale in Euro Deliberato: 272.900,00 Sottoscritto: 272.900,00 Versato: 272.900,00.

Elenco dei soci e degli altri titolari di diritti su azioni o quote sociali al 31/05/2022

- capitale sociale Capitale sociale dichiarato sul modello con cui è stato depositato l'elenco dei soci: 272.900,00 Euro
- Proprietà Quota di nominali: 66.733,20 Euro Di cui versati: 66.733,20 [REDACTED]
Codice fiscale: [REDACTED] Tipo di diritto: proprietà Domicilio del titolare o rappresentante comune [REDACTED] VIA [REDACTED] CAP [REDACTED]
- Proprietà Quota di nominali: 85.048,19 Euro Di cui versati: 85.048,19 [REDACTED] Codice fiscale: [REDACTED] Tipo di diritto: proprietà Domicilio del titolare o rappresentante comune [REDACTED] VIA [REDACTED] CAP [REDACTED]
- Proprietà Quota di nominali: 48.085,19 Euro Di cui versati: 48.085,19 [REDACTED] Codice fiscale: [REDACTED] Tipo di diritto: proprietà Domicilio del titolare o rappresentante comune [REDACTED] VIA [REDACTED] CAP [REDACTED]
- Proprietà Quota di nominali: 54.416,26 Euro Di cui versati: 54.416,26 [REDACTED] Codice fiscale: [REDACTED] Tipo di diritto: proprietà Domicilio del titolare o rappresentante comune [REDACTED] VIA [REDACTED] CAP [REDACTED] In data 08/07/2013 è stato notificato decreto di sequestro dei beni n.18/13 reg.mis. prev., emesso in data 01/07/2013 dal tribunale di latina sez. penale, con cui e' stato disposto il sequestro della quota facente capo a [REDACTED] e [REDACTED] nomina amministratore giudiziario il dott. [REDACTED]. *** sono stati depositati i seguenti decreti: 1) decreto n.18/13 r.mp tribunale di latina emesso in data 21/01/2016, depositato in cancelleria '11/04/2016, con il quale è stata ordinata la confisca della quota pari a nominali euro 18.524,26 (19,94%) del capitale sociale della Tahiti Administration service S.r.l. nella disponibilità indiretta di [REDACTED], formalmente intestati a [REDACTED]; viene, inoltre, dissequestrata e restituita a [REDACTED] la quota ad egli intestata. 2) decreto integrativo e correttivo del 6/9 maggio 2016 con il quale vengono escluse dalla confisca le quote intestate a [REDACTED] e [REDACTED].
- Proprietà Pignoramento Quota di nominali: 18.617,16 Euro Di cui versati: 18.617,16 Vincoli sulla quota: con pratica telematica prot. 11245/2022, l'avv. [REDACTED] in qualità di procuratore legale della creditrice Tahiti Administration service S.r.l., ha depositato atto di pignoramento emesso dal tribunale di Napoli con il quale l'ufficiale giudiziario ha sottoposto a pignoramento la quota di partecipazione del debitore sig. [REDACTED] pari a nominali euro 18.617,16. L'atto è stato notificato alla società in data 27/04/2022 ed al debitore in data 22/04/2022. *** in sostituzione della pratica telematica con prot. 11245/2022, in quanto l'atto di pignoramento è stato rifatto alla data 16/06/2023 poiché nel primo atto non erano stati rispettati i tempi del deposito in tribunale, con pratica telematica prot. 225649/2023, l'avv. [REDACTED] in qualità di procuratore legale della

creditrice Tahiti Administration service S.r.l., ha depositato atto di pignoramento emesso dal tribunale di Napoli con il quale l'ufficiale giudiziario ha sottoposto a pignoramento la quota di partecipazione del debitore sig. [REDACTED] pari a nominali euro 18.617,16. L'atto è stato notificato alla società in data 14/06/2023 ed al debitore in data 20/06/2023.***

- [REDACTED] codice fiscale: [REDACTED] Tipo di diritto: proprietà
- TAHITI ADMINISTRATION SERVICE S.R.L. Codice fiscale: 03477791218 Denominazione del soggetto alla data della denuncia: TAHITI ADMINISTRATION SERVICE SRL Tipo di diritto: pignoramento Domicilio del titolare o rappresentante comune [REDACTED] [REDACTED] CAP [REDACTED]

Partecipazioni in altre società

TAHITI ADMINISTRATION SERVICE S.R.L. 03477791218 31/05/2022 - 18.617 - pignoramento. Sono presenti vincoli sulla quota, consultare i dati di dettaglio delle partecipazioni

- [REDACTED] [REDACTED] 31/05/2022 - 55.000 50 % pignoramento.

Amministratore Unico [REDACTED] Rappresentante dell'impresa Nato a [REDACTED] ([REDACTED]) il

[REDACTED] Codice fiscale: [REDACTED] domicilio [REDACTED] ([REDACTED]) VIA [REDACTED]

[REDACTED] CAP [REDACTED] carica amministratore unico Data atto di nomina: 11/04/2012 Data

iscrizione: 04/05/2012 Durata in carica: a tempo indeterminato Data presentazione carica: 12/04/2012.

Trasferimenti d'azienda, fusioni, scissioni, subentri: consultare allegato fascicolo sociale.

Addetti 9

Classificazione ATECORI 2007-2022 dell'attività Codice: 93.29.2 - gestione di stabilimenti balneari: marittimi, lacuali e fluviali Importanza: prevalente svolta dall'impresa (codice ottenuto dall'attività dichiarata)

Unità Locale n. LT/1 informazioni estratte dal Registro Imprese di FROSINONE - LATINA Ristorante, Bar Data apertura: 13/06/2000 Indirizzo FONDI (LT) VIA FLACCA KM 8,400 CAP 04022 estremi di iscrizione Numero Repertorio Economico Amministrativo: LT - 139966

Attività esercitata Dal 13/06/2000 è iniziata l'attività di bar, noleggio ombrelloni. Dal 08/08/2013 è iniziata l'attività di campeggio.

Attività secondaria esercitata Dal 30/04/2014 è iniziata l'attività di ristorante Classificazione ATECORI 2007-2022 dell'attività

Codice: 55.3 - aree di campeggio e aree attrezzate per camper e roulotte Importanza: primaria Registro Imprese

Codice: 56.3 - bar e altri esercizi simili senza cucina Importanza: secondaria Registro Imprese

Codice: 77.2 - noleggio di beni per uso personale e per la casa Importanza: secondaria Registro Imprese

Codice: 56.10.11 - ristorazione con somministrazione Importanza: secondaria Registro Imprese

licenze/autorizzazioni Licenza/autorizzazione: COMUNE Numero: 1433 del 13/07/2000

licenze/autorizzazioni Licenza/autorizzazione: COMUNE Numero: 380 del 25/07/2000

licenze/autorizzazioni Licenza/autorizzazione: COMUNE Numero: 699 del 10/04/2015 Tipo: 029
somministrazione alimenti e bevande

I bilanci del quadriennio 2023-2020 riclassificato espone i seguenti dati:

Stato patrimoniale

Attivo	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020
Attivo				
A) Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti	0	0	0	0
B) Immobilizzazioni				
I - Immobilizzazioni immateriali	48.967	58.364	49.443	59.409
II - Immobilizzazioni materiali	366.271	349.486	293.110	265.697
III - Immobilizzazioni finanziarie	1.826	1.326	1.326	1.326
Totale immobilizzazioni (B)	417.064	409.176	343.879	326.432
C) Attivo circolante				
I - Rimanenze	0	0	0	0
II - Crediti	399.050	418.006	371.766	368.678
III - Attività finanziarie	0	0	0	0
IV - Disponibilità liquide	29.664	27.634	24.651	4.890
Totale attivo circolante (C)	428.714	445.640	396.417	373.568
D) Ratei e risconti	3.560	747	978	992
Totale attivo	849.338	855.563	741.274	700.992
Passivo				
A) Patrimonio netto	467.500	432.794	411.393	371.697
B) Fondi per rischi e oneri	10.563	11.048	10.698	10.563
C) Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato	11.366	9.722	7.566	6.189
D) Debiti	352.181	401.999	311.617	312.543
E) Ratei e risconti	7.728	0	0	0
Totale passivo	849.338	855.563	741.274	700.992

Conto economico

	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020
	Valore	Valore	Valore	Valore
Ricavi netti	€ 516.131	€ 434.086	€ 327.592	€ 284.439
Variatione delle rimanenze di prodotti in lavorazione, semilavorati e finiti	0	0	0	0
Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	0	0	0	0
Per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	61.577	25.485	30.414	15.527
Per servizi	196.162	202.047	128.812	89.321
Per godimento di beni di terzi	3.827	587	573	18
Variatione delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	0	0	0	0
Svalutazioni dei crediti	0	0	0	0
Oneri diversi di gestione	66.796	53.017	33.031	72.690
Costi esterni	328.362	281.136	192.830	177.556
Valore aggiunto	187.769	152.950	134.762	106.883



Costo lavoro	97.175	110.416	65.252	60.951
Margine operativo lordo	90.594	42.534	69.510	45.932
Ammortamenti	44.671	39.594	33.990	31.795
Reddito operativo della gestione tipica	45.923	2.940	35.520	14.137
Proventi diversi	14.649	32.649	23.860	36.265
Reddito operativo	60.572	35.589	59.380	50.402
Proventi finanziari	0	0	0	2.41
Oneri finanziari	698	1.753	1.803	2.412
Reddito di competenza	59.874	33.836	57.577	48.231
Rivalutazioni	0	0	0	0
Svalutazioni	0	0	0	0
Reddito ante imposte	59.874	33.836	57.577	48.231
Imposte	25.168	12.437	17.880	23.336
Reddito (perdita) netta	34.706	21.399	39.697	24.895

6. Il settore di riferimento¹

Anche all'inizio della stagione 2024, come negli anni precedenti, gli stabilimenti balneari si sono presentati al via più numerosi della stagione precedente, mettendo a segno dal 2011 una crescita complessiva del 26,4% pari a più del 2% l'anno. La riviera romagnola si conferma al vertice dell'offerta per numero di realtà, segnalando ormai una saturazione delle possibilità di accoglienza. A crescere sono un po' tutte le altre coste dello stivale con la Calabria in testa (+358 imprese nel periodo) seguita dalla Campania (+188) e dalla Sicilia (+180).

Secondo i dati dell'indagine Unioncamere-InfoCamere, basata sul Registro delle Imprese delle Camere di Commercio, al termine del 2023 sono 7.244 le imprese registrate nel settore della gestione di stabilimenti balneari contro le 7.173 del dicembre 2021 (+1%).

La costa romagnola è quella che ospita il maggior numero di imprese balneari: 1.052 realtà che, insieme, rappresentano il 14,5% del totale nazionale. Ravenna (186), Rimini (154) e Cervia (150) guidano la classifica per numerosità. Questi comuni, insieme a Riccione e Cesenatico, formano un quintetto d'oro

¹ Unioncamere, 2 agosto 2024.

che contribuisce a rendere la Romagna il cuore pulsante delle nostre coste, grazie alla vivacità e varietà dell'offerta.

La Toscana segue a ruota in termini assoluti e, con Camaiore, presidia saldamente la classifica della densità di imprese per chilometro di costa: ben 92 lungo i soli 3 km di litorale del comune toscano, pari a una media di 30 attività per chilometro. Al secondo posto c'è Pietrasanta, un'altra perla del litorale tirrenico, con una densità di 22,3 imprese per chilometro.

A chiudere il podio delle regioni con il maggior numero di imprese balneari c'è la Liguria (797), meta storica del turismo estivo per i residenti del Nord ma apprezzatissima anche da tanti altri visitatori, italiani e stranieri.

Se dai numeri assoluti si passa ad osservare la dinamica della crescita, i dodici anni trascorsi mettono in evidenza il forte dinamismo delle regioni del Sud. Dal 2011 a oggi la Sardegna ha triplicato le imprese balneari e brilla con una crescita eccezionale del 190% mentre la Calabria ha visto più che raddoppiare le attività balneari con sede legale nel suo territorio, con un aumento del 104,4% nel periodo. Anche Sicilia (+75,4%), Puglia (+52,5%) e Campania (+36,9%) hanno conosciuto una fioritura di imprese che contribuiscono a rendere il Sud un polo sempre più attrattivo per i turisti di tutto il mondo.

Le imprese balneari italiane sono spesso a conduzione familiare, riflettendo la nostra cultura del mare come luogo di incontro e tradizione. Le società di persone rappresentano il 42% delle imprese, mentre le società di capitale sono in crescita (31%), indicando un settore sempre più professionalizzato e pronto ad affrontare le sfide del futuro.

Entrando nelle stanze dei bottoni, l'industria balneare si rivela una concreta opportunità di sviluppo per l'imprenditoria femminile. Oltre il 25% delle imprese balneari (contro la media del 22% che si registra per il totale dei settori dell'economia) è guidato da donne, con la Basilicata (33,3%) e Calabria (30,9%) al vertice dell'incidenza di imprese rosa sul totale.

Distribuzione regionale delle imprese registrate al 31 dicembre 2023, 31 dicembre 2021 e 31 dicembre 2011.

Confronto con il 31 dicembre 2011 - Valori assoluti e percentuali

Regione	31/12/2023	31/12/2021	31/12/2011	Saldo	Var. %
EMILIA ROMAGNA	1.052	1.063	1.067	-15	-1,4%
TOSCANA	917	914	806	111	13,8%
LIGURIA	797	807	743	54	7,3%
CAMPANIA	698	694	510	188	36,9%
CALABRIA	669	646	318	351	110,4%
LAZIO	582	566	478	104	21,8%
MARCHE	577	610	557	20	3,6%
PUGLIA	523	503	343	180	52,5%
SICILIA	514	491	293	221	75,4%

ABRUZZO	451	448	354	97	27,4%
SARDEGNA	116	105	40	76	190,0%
VENETO	113	110	76	37	48,7%
BASILICATA	69	66	52	17	32,7%
LOMBARDIA	59	50	31	28	90,3%
MOLISE	46	41	24	22	91,7%
FRIULI-VENEZIA GIULIA	29	29	15	14	93,3%
PIEMONTE	19	18	14	5	35,7%
UMBRIA	7	7	3	4	133,3%
TRENTINO - ALTO ADIGE	6	5	5	1	20,0%
VALLE D'AOSTA	0	0	1	-1	-100,0%
ITALIA	7.244	7.173	5.730	1.514	26,4%

Fonte: Unioncamere.InfoCamere, Movimprese

Classifica dei primi 20 comuni italiani per numero di imprese registrate al 31 dicembre 2023

COMUNE	Imprese registrate	Lun. costa* in km.	Densità imprese per km.
RA014 RAVENNA	186	51,5	3,6
RA007 CERVIA	154	9,8	15,7
RN014 RIMINI	150	19	7,9
LU033 VIAREGGIO	125	13,8	9,1
FO008 CESENATICO	117	7,7	15,2
RN013 RICCIONE	116	6,4	18,1
RM091 ROMA	114	26,7	4,3
MS010 MASSA	111	9,4	11,8
LU024 PIETRASANTA	96	4,3	22,3
LU005 CAMAIORE	92	3	30,7
PE028 PESCARA	88	14,5	6,1
FE006 COMACCHIO	88	24,2	3,6
LU013 FORTE DEI MARMI	84	5,4	15,6
AN045 SENIGALLIA	80	16,9	4,7
AP066 SAN BENEDETTO DEL TRONTO	80	13	6,2
SV001 ALASSIO	76	9,8	7,8
RN001 BELLARIA-IGEA MARINA	71	7,8	9,1
RM120 FIUMICINO	71	32,8	2,2
PI026 PISA	64	21	3,0

NA049 NAPOLI	61	59,8	1,0
ITALIA	7.244	7.483	1,0

Fonte: Unioncamere, InfoCamere, Movimprese e ISTAT

(* Totale comuni censiti: 770)

Distribuzione regionale delle imprese totali, femminili al 31 dicembre 2023

Valori assoluti e percentuali

Regione	Imprese al 31/12/2023	di cui femminili	% sul totale
ABRUZZO	451	102	22,6%
BASILICATA	69	33	33,5%
CALABRIA	669	207	30,9%
CAMPANIA	698	185	26,5%
EMILIA ROMAGNA	1.052	202	19,2%
FRIULI-VENEZIA GIULIA	29	8	27,6%
LAZIO	582	162	27,8%
LIGURIA	797	202	25,3%
LOMBARDIA	59	11	18,6%
MARCHE	577	147	25,5%
MOLISE	46	9	19,6%
PIEMONTE	19	4	21,1%
PUGLIA	523	144	27,5%
SARDEGNA	116	23	19,8%
SICILIA	514	135	26,3%
TOSCANA	917	264	28,8%
TRENTINO - ALTO ADIGE	6	1	16,7%
UMBRIA	7	1	14,3%
VENETO	113	16	14,2%
ITALIA	7.244	1.846	25,5%

Fonte: Unioncamere, InfoCamere, Movimprese

Distribuzione delle imprese per provincia e valore assoluto al 31 dicembre 2023

Provincia	31-12-2023	31-12-2011	Saldo	Provincia	31-12-2023	31-12-2011	Saldo
Savona	447	421	26	Viterbo	25	21	4
Rimini	416	459	-43	Firenze	14	4	10
Lucca	402	380	22	Nuoro	13	6	7



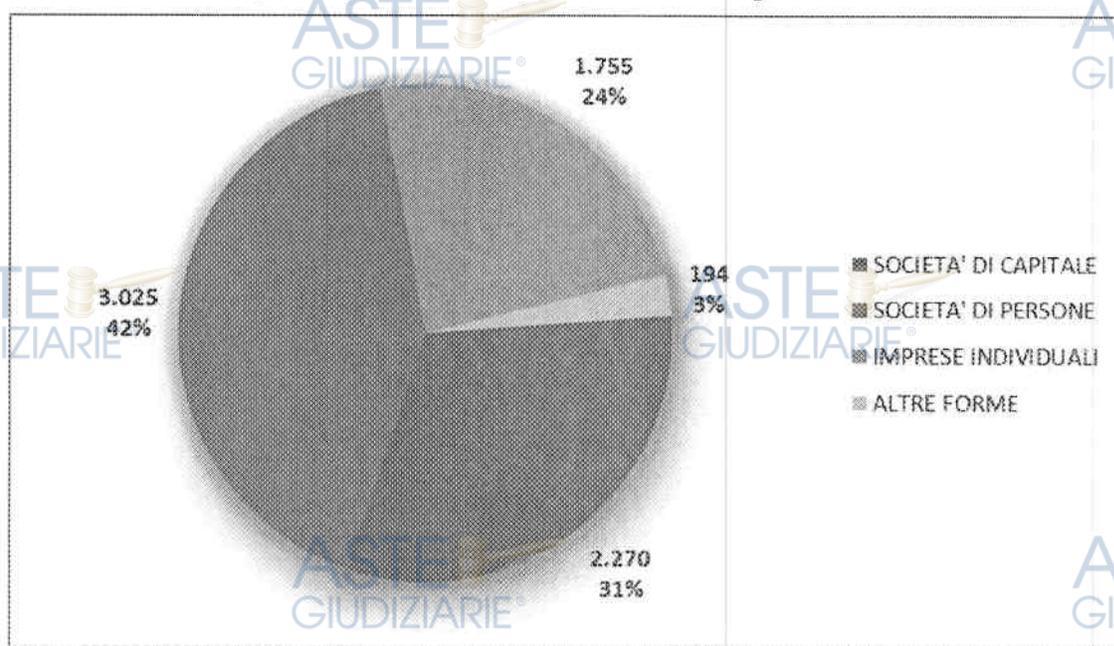
Cosenza	361	164	197	Potenza	13	10	3
Ravenna	350	362	-12	Torino	13	9	4
Roma	339	289	50	Udine	12	2	10
Napoli	280	241	39	Caltanissetta	11	10	1
Salerno	275	165	110	Rovigo	11	9	2
Latina	216	168	48	Bologna	10	6	4
Teramo	211	162	49	Gorizia	9	5	4
Foggia	188	136	52	Brescia	8	8	0
Forlì - cesena	177	155	22	Trieste	8	8	0
Massa carrara	177	159	18	Como	5	4	1
Lecce	163	98	65	L'aquila	5	3	2
Genova	160	154	6	Perugia	5	3	2
Ancona	154	160	-6	Prato	5	0	5
Pesaro e urbino	141	138	3	Trento	4	1	3
Caserta	140	102	38	Piacenza	3	1	2
Imperia	139	118	21	Pistoia	3	0	3
Pescara	128	102	26	Siena	3	1	2
Ascoli piceno	126	116	10	Varese	3	2	1
Livorno	121	91	30	Arezzo	2	0	2
Messina	120	65	55	Belluno	2	1	1
Grosseto	117	103	14	Benevento	2	2	0
Catanzaro	116	69	47	Bergamo	2	2	0
Reggio di calabria	111	51	60	Bolzano	2	4	-2
Chieti	107	87	20	Cremona	2	1	1
Palermo	100	58	42	Cuneo	2	3	-1
Catania	97	74	23	Modena	2	1	1
Venezia	94	61	33	Monza e brianza	2	1	1
Ferrara	93	81	12	Oristano	2	2	0
Bari	90	61	29	Terni	2	0	2
Macerata	85	62	23	Treviso	2	1	1
Pisa	73	68	5	Vicenza	2	2	0
Fermo	71	81	-10	Asti	1	0	1
Trapani	68	34	34	Avellino	1	0	1
Sassari	57	17	40	Enna	1	0	1
Matera	56	42	14	Frosinone	1	0	1



La spezia	51	50	1	Isernia	1	0	1
Siracusa	49	15	34	Lecco	1	3	-2
Taranto	47	26	21	Novara	1	0	1
Campobasso	45	24	21	Padova	1	2	-1
Cagliari	44	15	29	Pavia	1	0	1
Vibo valentia	44	18	26	Reggio emilia	1	2	-1
Agrigento	42	26	16	Rieti	1	0	1
Crotone	37	16	21	Verbania	1	2	-1
Brindisi	35	22	13	Vercelli	1	0	1
Milano	35	10	25	Verona	1	0	1
Ragusa	26	11	15	Aosta	0	1	-1
				Italia	7.244	5.730	1.514

Fonte: Unioncamere, InfoCamere, Movimprese

Distribuzione delle imprese al 31 dicembre 2023 per classi di natura giuridica



Fonte: Unioncamere, InfoCamere, Movimprese

7. I criteri di valutazione

La valutazione è un processo complesso che coinvolge molteplici aspetti: contabili, fiscali, legali societari, ambientali e di mercato. Al fine di scegliere il criterio con cui procedere alla stima del valore del complesso aziendale oggetto della presente perizia vengono riportati brevi notazioni sui principali metodi di valutazione del capitale economico sviluppati dalla dottrina ed utilizzati nella pratica.

Come noto, la dottrina economico-aziendale ha elaborato alcune grandi impostazioni metodologiche per la valutazione delle aziende, seppur con molteplici varianti all'interno di ciascuna di essa. Tali impostazioni consistono in:

- Metodi patrimoniali che si fondano sul principio secondo cui il valore dell'azienda è rappresentato dal suo *patrimonio netto rettificato*, calcolato come differenza tra i valori correnti delle poste di attivo e di passivo dello stato patrimoniale, espressi alla data di valutazione. Il metodo patrimoniale esprime la stima dell'azienda in funzione del valore del suo patrimonio, quantificandone l'importo come valore di ricostituzione del patrimonio nella prospettiva di funzionamento aziendale. Il valore coincide con l'investimento netto che sarebbe astrattamente necessario per avviare una nuova impresa con una struttura patrimoniale identica a quella oggetto di valutazione. Il metodo patrimoniale considera il patrimonio netto e, quindi, i vari elementi patrimoniali a un valore opportunamente rettificato rispetto ai criteri contabili di valutazione utilizzati nella predisposizione del bilancio di esercizio. Ne consegue che la valutazione o il processo di stima operata con il metodo patrimoniale potrebbe essere definita analitica (riferita ad ogni singolo elemento del patrimonio aziendale) a valori correnti (fa riferimento a "valori" di mercato in essere alla data della valutazione) e di sostituzione (l'ipotesi assunta è quella del riacquisto o della riproduzione per gli elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi).

Tali metodi hanno subito nel corso degli anni un'interessante evoluzione: dal *metodo patrimoniale semplice*, che considera unicamente il patrimonio tangibile dell'impresa, ci si è sempre più orientati verso il *metodo patrimoniale complesso*, il quale considera anche i così detti "intangibles", ossia le risorse intangibili.

- Metodi reddituali la cui applicazione si fonda sul presupposto che l'azienda crea valore se e nella misura in cui è in grado di produrre risultati economici positivi futuri; ne deriva che il valore stesso della combinazione produttiva è funzionale alla sua redditività che trova espressione nel capitale economico, determinato mediante l'attualizzazione/capitalizzazione dei risultati economici attesi. La valutazione si basa sulla quantificazione dei flussi reddituali ragionevolmente attesi che l'impresa è in grado di conseguire nel futuro. L'azienda viene valutata come un complesso unitario organizzato ed il suo valore è in funzione della redditività che è in grado di produrre nel prosieguo della propria vita, prescindendo dalle condizioni qualitative e quantitative dei beni che costituiscono il patrimonio aziendale. I metodi reddituali si dividono in semplici e complessi.

Con quello *semplice* si ha un processo di capitalizzazione dei redditi futuri attesi che si differenzia in base all'orizzonte temporale di vita dell'azienda, limitato o illimitato, e in base ai due distinti approcci *levered* e *unlevered*. Nel caso di orizzonte di vita limitato, con l'approccio *levered*, il valore dell'azienda è dato dal valore attuale di una rendita di "n" anni al tasso di capitalizzazione "i"; d'altra parte con l'approccio *unlevered* il valore scaturisce dalla capitalizzazione del NOPLAT al costo medio



ponderato del capitale (WACC) sottraendo da esso la posizione finanziaria netta. Nel caso di orizzonte di vita illimitato, con l'approccio *levered*, il valore dell'azienda risulta dalla capitalizzazione di un reddito medio-normale prospettico al tasso K_e ; con l'approccio *unlevered* si determina un valore economico dell'attivo in ipotesi di assenza di indebitamento, ma dal momento che normalmente l'azienda risulta indebitata, tale valore viene corretto sottraendo o aggiungendo la posizione finanziaria netta.

Il metodo reddituale *complesso* si fonda su un processo di attualizzazione che si articola in due fasi: nella prima fase si effettuano le previsioni analitiche dei flussi conseguibili in un certo numero di anni e ogni flusso dovrà essere attualizzato e, successivamente, nella seconda fase si andranno a stimare i flussi che si manifesteranno successivamente al periodo delle previsioni analitiche e andranno capitalizzati per un periodo pari al precedente. Questi ultimi vanno a costituire un valore di sintesi, denominato *terminal value*. Con l'approccio *levered* il valore dell'azienda è dato dalla sommatoria dei redditi netti attualizzati a cui si aggiunge il *terminal value* attualizzato. Mentre con l'approccio *unlevered* si sommano i redditi lordi attualizzati, il tasso di sconto è identificato con il costo medio ponderato del capitale (WACC) e si sottrae la posizione finanziaria netta.

- Metodi finanziari prevedono che il valore di un'azienda si basa sulla sua capacità di produrre liquidità, che remunera i portatori di capitale e garantisce autofinanziamento e nuovi investimenti. Se le entrate sono maggiori delle uscite, il flusso è positivo: l'azienda crea valore, nel senso che è in grado di realizzare e distribuire un beneficio grazie al suo ciclo gestionale. I metodi finanziari considerano quale grandezza base per la stima del capitale economico d'impresa, i flussi finanziari attesi futuri. Tali criteri si distinguono in *sintetici* ed *analitici* in base alle operazioni di capitalizzazione o attualizzazione. La prassi valutativa adotta prevalentemente metodi analitici *unlevered* basati sul processo di attualizzazione, detto *unlevered discounted cash flow*, mentre l'approccio *levered* viene utilizzato principalmente per le imprese bancarie dove appare complessa la stima della posizione finanziaria netta. Il metodo finanziario sintetico è scarsamente utilizzato nella prassi valutativa. Il pregio dei metodi finanziari è l'evidenziare la capacità dell'azienda di mettere a disposizione degli investitori i flussi monetari che residuano dopo aver effettuato gli investimenti in capitale circolante e attività fisse, necessari per garantire il perdurare della medesima, in condizioni di economicità.
- Metodi misti patrimoniale-reddituale il cui dato di partenza è costituito dal capitale netto di bilancio, il quale viene corretto ri-esprimendo le attività e le passività al valore corrente ed eventualmente facendo emergere attività immateriali non contabilizzate e, quindi, invisibili; la grandezza così ottenuta viene ulteriormente "aggiustata" al fine di tenere conto della dinamica reddituale. Le metodologie miste sono fondate sull'osservazione sia della struttura patrimoniale sia della capacità

reddituale dell'impresa e si distinguono in metodo misto con stima autonoma dell'avviamento, metodo del valore medio e metodo basato sull'EVA.

Il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento, in primo luogo analizza la consistenza patrimoniale ai fini della determinazione del capitale netto rettificato e in secondo luogo stima l'entità dell'avviamento che, sommato al capitale netto rettificato, fornisce il valore dell'azienda. Nel caso in cui si riscontri un avviamento positivo (*goodwill*), il capitale economico risulterà superiore al capitale netto rettificato e in caso contrario, qualora l'avviamento sia negativo (*badwill*), il capitale economico sarà inferiore al capitale netto rettificato. L'avviamento è l'elemento che distingue il metodo patrimoniale da quello misto.

Il metodo del valore medio non considera l'avviamento come un elemento esterno al capitale netto rettificato ma lo ingloba implicitamente negli addendi della formula valutativa. Il valore dell'azienda è dato dalla media tra il capitale netto rettificato e il valore del complesso economico ottenuto con l'applicazione del metodo reddituale. La formula valutativa è stata successivamente rivisitata in quanto aveva una considerazione estremamente prudentiale dell'avviamento.

Il metodo basato sull'EVA conserva uno stretto rapporto con la teoria della creazione del valore ed esprime un valore concettualmente più correlato alla performance che al valore complessivo dell'azienda. L'EVA (*economic value addend*) si caratterizza per essere un reddito residuale, scaturente dalla differenza tra il NOPAT (*net operating profit after taxes*), ossia il reddito operativo al netto delle imposte, e il costo del capitale operativo investito in azienda. Essendo un risultato economico, potrà essere positivo o negativo e nel primo caso evidenzierà il valore creato dall'azienda, mentre nel secondo caso evidenzierà il valore distrutto. È un modello misto patrimoniale-finanziario di derivazione anglosassone e non sempre adattabile sul piano operativo ai principi e alle metodologie elaborate dalla dottrina italiana nel tempo.

- il metodo dei moltiplicatori di borsa determina il valore di una data impresa sulla base dei prezzi di borsa che il mercato assegna a soggetti economici comparabili alla società oggetto di valutazione; presupposto di tale metodo è la definizione di alcuni "multipli" che vengono applicati alle medesime grandezze economiche dell'impresa oggetto di valutazione al fine di stimarne, per analogia, il valore economico.

8. Sconti e premi

Dopo essere addivenuti al valore totale di una società, il processo di quantificazione del capitale posseduto non corrisponde alla mera quota parte: infatti vanno considerati i premi e sconti.

I premi e gli sconti rappresentano delle rettifiche in aumento o in diminuzione alla redigenda 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: infatti di seguito sarà argomentato l'inerenza al caso di specie dello sconto per assenza sia di controllo che negoziabilità.

I premi e gli sconti per il controllo, secondo i Principi Italiani di Valutazione (PIV) statuiti dall'Organismo Italiano di Valutazione (OIV) sono *"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"*, puntualizzando tuttavia che *"il loro uso deve essere cauto e motivato"*.

Il premio per il controllo si traduce in un valore del pacchetto azionario più che proporzionale a quello desumibile dalla effettiva frazione del capitale sociale detenuta. Diversamente, lo sconto si concretizza in un valore meno che proporzionale rispetto a quello desumibile dalla effettiva frazione del capitale sociale detenuta.

L'elemento discriminante per individuare un premio o uno sconto è rappresentato dalla maggiore o minore intensità del *"controlling interest"* espresso da un pacchetto azionario.

Fatta salva l'ipotesi della maggioranza dei voti in assemblea, in molti casi può essere complesso individuare l'esistenza dei presupposti del controllo.

La nozione di controllo, contenuta nell'articolo 2359 del Codice Civile, comprende:

- il controllo di diritto; questo controllo deriva dal possesso diretto o indiretto della maggioranza dei diritti di voto in un'altra società (questa nozione è ugualmente accolta dall'IFRS 10 che definisce il controllo è presunto quando la capogruppo detiene direttamente o indirettamente attraverso società controllate, più della metà dei diritti di voto in un'impresa, salvo dimostrare chiaramente, in casi eccezionali, che questa detenzione non consente il controllo);
- il controllo contrattuale; questo controllo risulta dal diritto di esercitare un'influenza dominante su un'impresa in virtù di un contratto o di clausole statutarie (questa nozione è ugualmente accolta dall'IFRS 10 il quale indica che il controllo esiste ugualmente quando la capogruppo che possiede la metà o meno dei diritti di voto in un'impresa, dispone del potere su più della metà dei diritti di voto in virtù di un accordo con gli altri soci);
- Il controllo di fatto esiste quando alcune condizioni sono soddisfatte o si presume lo siano, ad esempio può accadere che una società amministri in maniera continuativa un'altra società di cui non detiene la maggioranza dei diritti di voto o che qualche contratto le permette comunque di esercitare un'influenza dominante (questa nozione è ugualmente accolta dall'IFRS 10 il quale definisce il concetto di controllo al verificarsi di tre specifiche condizioni, così come specificato nella slide successiva).

L'IFRS 10 definisce i tre elementi perché si possa parlare di "controllo":

- l'esistenza del potere sulla controllata (IFRS 10 par. 10: «un investitore ha potere su un'entità oggetto di investimento quando detiene validi diritti che gli conferiscono la capacità di attuale di dirigere le attività rilevanti, ossia le attività che incidono in maniera significativa sui rendimenti dell'entità oggetto di investimento»);
- l'esposizione alla variabilità dei risultati raggiunti dalla controllata (IFRS 10 par. 15: «Un investitore è esposto o ha diritto ai rendimenti variabili dal proprio rapporto con l'entità oggetto dell'investimento quando i rendimenti che gli derivano da tale rapporto sono suscettibili di variazioni in relazione all'andamento economico dall'entità oggetto dell'investimento»);
- la capacità di utilizzare quello stesso potere per influenzare i risultati della controllata (IFRS 10 par. 17: «un investitore controlla un'entità oggetto di investimento se, oltre ad avere il potere su di essa e l'esposizione o il diritto ai rendimenti variabili derivanti dal proprio rapporto con l'entità oggetto di investimento, ha anche la capacità di esercitare il proprio potere per incidere sui rendimenti derivanti da tale rapporto»).

In concreto il controllo può essere definito come il potere di indirizzare la gestione e le politiche di una società. Un soggetto esercita un controllo quando detiene validi diritti che gli conferiscono la capacità di dirigere le attività e che incidono in maniera significativa sui rendimenti.

L'applicazione di un premio di maggioranza trova il presupposto nella possibilità di controllare la società con solamente una parte dei diritti di voto (astrattamente, dal 51% un su); ne deriva, quindi, che l'intero beneficio proveniente dal controllo può essere ottenuto senza acquistare l'intero capitale. Nell'ipotesi in cui il controllo sia esercitato grazie a una partecipazione di maggioranza, è evidente che il valore di ciascuna azione che dà diritto a quel controllo sia unitariamente più elevato rispetto a quello attribuibile alla medesima azione nel caso di un'acquisizione totalitaria, dal momento che il controllo è ottenuto per mezzo di una porzione limitata di Equity e, pertanto, di un investimento più contenuto. In termini complementari, un'azione che rappresenta un minority interest esprime un valore che si riduce al crescere del pacchetto azionario.

Ipotizzando che il valore economico di una società sia pari a 100 €, chi acquisisce il 51%, astrattamente corrispondente a 51 €, ha il diritto di esercitare il controllo. Di contro, chi acquisisce il 49%, effettuando un investimento di soli 2 € inferiore, "subisce" le decisioni del socio maggioritario, pur se mitigate dagli istituti giuridici a tutela delle minoranze, tanto più se qualificate. Appare, dunque, evidente che il differenziale di valore tra le due partecipazioni non possa essere di 2 € soltanto, ma deve riflettere il diverso potere che ciascuna permette di manifestare.

Tanto più è elevata la partecipazione di minoranza, tanto più si riduce il valore unitario della partecipazione approssimandosi alla soglia necessaria per esercitare il controllo che, in assenza di differenti previsioni statutarie, è fissata nel 50% più uno dei diritti di voto. Allo stesso modo, quanto più è contenuta la partecipazione di maggioranza, tanto più è elevato il valore unitario della partecipazione, in quanto il controllo è ottenuto attraverso un investimento più contenuto.

L'Equity Value (%) può essere calcolato attraverso la seguente formula:

$$EqV(\%)^2 = EqVpr(\%)^3 \times a^4$$

Se il Business Interest = 50%, il coefficiente $a = 1$.

Se il Business Interest > 50%:

$$a = [1 - CP^5 + CP/BI^6]$$

Se il Business Interest < 50%:

$$a = 1 - MD^7$$

$$\text{dove } MD = 1 - (1 / 1 + CP)$$

Ipotizziamo che l'Equity Value sia pari a 100 € e che il capitale sia composto da 100 azioni: il valore pro-rata di ciascuna azione è dunque pari a 1 €. Se un investitore è disponibile ad acquistare 51 azioni (51%) con un premio per il controllo del 15%, l'Equity Value (%) è pari a

$$EqVpr(\%) = 100 \text{ €} \times 51\% = 51 \text{ €}$$

$$EqV(\%) = 51 \text{ €} \times [(1 - 15\%) + 15\%/51\%] = 51 \text{ €} \times 15\%/51\% = 51 \text{ €} \times 1,14 = 58 \text{ €}$$

In altri termini, per acquisire il 51%, il cui Equity Value è pari a 51 €, l'investitore deve corrispondere 58 €; il maggior importo di 7 € rappresenta il premio per il controllo.

Il premio per il controllo è tanto maggiore quanto più la partecipazione detenuta si avvicina al 51%, al contrario si riduce fino al valore del pro-rata nell'ipotesi di possesso del pacchetto totalitario.

La possibilità di attribuire un premio per il controllo è tanto maggiore quanto più i modelli di governance lo consentano, ovvero quanto più è facile per la maggioranza imporre il proprio volere alla minoranza. I premi di maggioranza sono quindi:

- maggiori nei paesi con un ordinamento giuridico meno orientato alla tutela delle minoranze e con un sistema giudiziario che non permette una pronta risposta in caso di violazioni;
- minori per le società quotate per le quali il controllo esercitato dal mercato e dalle Authorities tendono a ridurre gli spazi per i benefici "privati";
- maggiori per le small private companies, dove la maggioranza coincide spesso con il management.

La valutazione di un business interest è diversa sia dalla valutazione di un'azienda tout court, che dalla valutazione della singola partecipazione. Ciò comporta che:

- il valore di un business interest può risultare diverso dalla somma dei valori delle singole azioni;
- il valore dell'azienda può risultare diverso dalla somma dei valori dei singoli business interest.

Ciò in quanto:

- i benefici generati dall'impresa non sono necessariamente divisibili su base proporzionale;

¹ EqV = valore complessivo della società.

² EqVpr(%) = valore teorico della partecipazione

⁴ a = coefficiente di premio o sconto

⁵ CP = controllo premium (%).

⁶ BI = Business Interest (%).

⁷ MD = Minority Discount (%).

- i rischi non sono necessariamente i medesimi per le diverse categorie di soci;
- le informazioni cui le diverse categorie di soci hanno accesso non sono necessariamente eguali e simmetriche.

Pur essendo i premi e gli sconti frutto di un giudizio discrezionale e sintetico, in letteratura il controllo premium è generalmente compreso nei ranges seguenti

Controlling Interest	Control Premium
50%-55%	30%-40%
55%-60%	25%-30%
60%-70%	20%-25%
70%-85%	15%-20%
85%-100%	0%

Lo sconto per mancanza di negoziabilità (o Discounts for Lack of Marketability - DLOM) trova giustificazione nei maggiori oneri che l'investitore dovrebbe sostenere per la cessione della partecipazione, in virtù dell'assenza di una quotazione su un mercato regolamentato. Rispetto alla cessione di una partecipazione in una società quotata l'investitore dovrebbe, infatti, sopportare:

- a) maggiori costi di transazione;
- b) un costo opportunità determinato dai tempi di individuazione di una controparte;
- c) il rischio (specifico e sistematico) che, durante il lasso temporale necessario a trovare una controparte, le condizioni di mercato o della singola impresa mutino sfavorevolmente.

In linea di principio, lo sconto in parola dovrebbe rendere un investitore indifferente a due attività alternative - una liquida, l'altra illiquida - con identico payoff. In altri termini, l'investimento illiquido dovrebbe offrire un rendimento atteso superiore a quello dell'attività liquida. La stessa appendice A dello IAS 36 (§ 1) "Using present value techniques to measure value in use" stabilisce come nel calcolo del present value di un'attività si debba tra l'altro considerare "...other, sometimes unidentifiable, factors (such as illiquidity) that market participants would reflect in pricing the future cash flows the entity expects to derive from the asset". Tale sconto può essere applicato in tutti i casi in cui il detentore delle quote o delle azioni non può contare su un realistico scenario di way out dalla società, a maggior ragione nel caso di società di piccola dimensione, con una ristretta base azionaria, che operano in business maturi o comunque poco appetibili per un investitore esterno.

Il valore di una quota del 10% nel capitale sociale di una società a responsabilità limitata, in presenza di un socio che detiene il restante 90% e in assenza di specifiche clausole di salvaguardia nello statuto, a quanto ammonta? Astrattamente il 10% del valore complessivo, praticamente, in assenza di un soggetto interessato all'acquisto, il valore può essere prossimo allo zero, in quanto le chances realizzative sono molto rarefatte.



Nella prassi valutativa, mentre si è concordi sulla necessità di applicare uno sconto per mancanza di liquidità al valore fondamentale di un titolo o di un pacchetto di titoli illiquidi (quali i titoli di minoranza di una società non quotata), si accende generalmente ampio dibattito circa la misura che tale sconto dovrebbe avere.

Da un punto di vista teorico, la formula di calcolo è la seguente:

$$\text{Valore del business interest} = \text{Valore dell'azienda} \times (1 - \text{DLOM})$$

Nella prassi, come si è appena detto, il "Discount for Lack of Marketability" può essere rilevante, dal momento che i trasferimenti di società non quotate sono soggetti a difficoltà di negoziazione. In generale, può essere opportuno tenere conto dei seguenti parametri:

- la natura degli assets dell'impresa: il DLOM può essere più elevato in presenza di assets difficilmente vendibili separatamente;
- le dimensioni del business: minore è la dimensione, più elevato è il DLOM;
- la capacità di generare cash flow: maggiore è l'attitudine di generare cash flow, minore è il tempo di recupero dell'investimento e, pertanto, il DLOM;
- il numero di soci: più il capitale è frazionato, maggiore è il DLOM.

La National Association of Certified Valuators and Analysts (NACVA) individua altre tipologie di sconto, quali:

- sconto per un consistente blocco di azioni (blockage discount);
- sconto per perdita di persone chiave (key person discount);
- sconto per accordo limitativo (restrictive agreement discount);
- sconto della capogruppo (investment company discount).

Al **blockage discount** sono spesso sottoposti gli investitori che detengono azioni in società quotate e che potrebbero non essere in grado di vendere un intero blocco di azioni senza influenzare negativamente il corso del titolo. La cessione frazionata del blocco di azioni può causare una allocazione non ottimale. La quantificazione del blockage discount può avvenire attraverso modelli che considerano l'arco temporale necessario per perfezionare la compravendita di tutte le azioni, nella prospettiva di minimizzare l'impatto negativo sulla quotazione.

Il **key person discount** è applicato quando i risultati di un'impresa dipendono largamente dalle qualità di alcune specifiche persone (come ad esempio CEO, CFO, etc.). In tali casi il valore di alcune key people rappresenta una parte del valore dell'impresa. Qualora tali key people abbandonassero l'azienda, essa potrebbe perdere una parte del suo valore. Il key person discount è applicato raramente e soprattutto nelle imprese di piccola dimensione; il suo valore è soggettivo e dipende da un'ampia serie di parametri difficili da valutare compiutamente.

I **restrictive agreement discounts** si applicano in presenza di buy-sell agreements, restricted stock agreements, etc., che possono limitare la capacità di un investitore a vendere o trasferire azioni. Secondo il NACVA "the impairment increases with the severity of the restriction. Value impairment due to the

presence of restrictive agreements is generally incorporated into the overall discount for lack of marketability”.

Gli **investment company discounts**, detti anche **holding discounts**, derivano da un'osservazione della realtà. Accade frequentemente che la somma dei Net Asset Values delle società controllate sia superiore al valore della holding quotata; il mercato, infatti, tende ad accettare che soltanto una parte del valore delle subsidiaries si trasferisca sulla holding. Tale sconto può oscillare in un range compreso tra il 20% e il 60%.

Nel caso di un business interest soggetto all'origine allo sconto capogruppo (ICD), per poi scontare a valle quello per mancanza di controllo (DLOC) e per mancanza di negoziabilità (DLOM).

da calcolarsi in sequenza, si produrrebbe un triplice “effetto depressivo” sul valore della quota.

Ad esempio, un business interest (con ICD al 20%) del 10% soggetto a un DLOC del 20%, a un DLOM del 30% e ad un ICD del 20%. Ipotizzando che il Valore dell'azienda sia pari a 100 €, il minority interest è così calcolato:

- Valore dell'azienda = 100 €
- Valore per sconto della capogruppo = $100 \text{ €} \times (1 - 20\%) = 80 \text{ €}$
- Valore nominale del 10% = 8 €
- Valore del 10% per mancanza di controllo = $8 \text{ €} \times (1 - 20\%) = 6,4 \text{ €}$
- Valore del 10% per mancanza di negoziabilità = $6,40 \text{ €} \times (1 - 30\%) = 4,48 \text{ €}$.

9. Il metodo prescelto

Il metodo prescelto dallo scrivente per la determinazione del valore economico del complesso aziendale, in considerazione della specificità della combinazione economica oggetto di valutazione, è l'*Equity Value* inteso come *Enterprise Value* al quale sottrarvi (o aggiungervi) la *net financial position*, dove:

EV = Ebitda x multiplo mercato di riferimento;

PFN = Passività finanziarie – Liquidità disponibili a brevissimo.

Condizionato alla circostanza che tale risultato non risulti inferiore sia al patrimonio netto contabile rettificato con l'avviamento sia a quello reddituale della rendita perpetua.

La ragione della scelta di tale metodo rispetto agli altri sopra descritti deriva, oltre che dalle caratteristiche e dalla tipologia della società oggetto di stima, dal fatto che:

- a) il metodo prescelto è considerato nella prassi come un metodo valido per la stima delle PMI e, pertanto, risulta adatto alla fattispecie in esame;



- b) la metodologia di controllo patrimoniale fa ampio ricorso ai criteri del costo che si fondono sull'ipotesi che un investitore razionale attribuisca ad un bene esistente un valore non superiore al suo costo di sostituzione (o di riproduzione);
- c) la metodologia di controllo reddituale fa sì che la valutazione consideri la capacità di generare flussi reddituali.
- d) il procedimento in questione offre, sul piano pratico, una più diretta dimostrabilità ed analiticità della stima, che appare, di conseguenza, più consona alla funzione cui è destinata la presente relazione, e consente di evitare una valutazione basata su un "valore unico", come sarebbe quello derivante dalla attualizzazione dei flussi (metodi reddituali o finanziari puri).

L'EBITDA è una grandezza contabile chiave, poiché elimina gli effetti delle politiche contabili e fiscali, offrendo una visione più chiara della performance operativa. La Posizione Finanziaria Netta (PFN), invece, è cruciale per comprendere la struttura del capitale dell'azienda, indicando quanto debito netto l'azienda possiede rispetto alla sua liquidità. L'importanza di questi indicatori è stata approfondita a marzo 2024 nel documento di ricerca del CNDCEC "EBITDA e PFN a fini valutativi e negoziali".

In conclusione, il procedimento scelto garantisce al contempo i requisiti di oggettività e verificabilità delle stime, propri dell'analisi patrimoniale e razionalità dei metodi basati sui flussi; tiene, infatti, conto del valore degli asset tangibili e intangibili (non considerata con il metodo reddituale) e la redditività prospettica dell'azienda (esclusa dall'impostazione patrimoniale).

Lo scrivente ha proceduto - secondo il metodo prescelto - a determinare:

- 1) il patrimonio netto complesso alla data del 31 dicembre 2023 sulla base di apposita situazione patrimoniale contabile cui sommare il valore dell'avviamento;
- 2) il valore reddituale mediante la formula del valore attuale della rendita perpetua;
- 3) l'Equity valute pari all'Enterprise Value (Ebitda x multiplo settore di appartenenza) +/- Posizione finanziaria netta
- 4) se il metodo di cui al punto 3 è maggiore di quelli di cui al punto 1 e 2, si assumerà quello di cui al punto 3.

Fattori di rischio e d'incertezza

Al fine di effettuare un corretto apprezzamento della realtà oggetto della presente relazione, gli offerenti sono invitati a valutare gli specifici fattori di rischio e d'incertezza relativi alla società e al settore di attività in cui opera.

In ragione di quanto sopra la valutazione presenta profili di rischio e d'incertezza.

Valutazione degli elementi patrimoniali oggetto della perizia

Preliminarmente si precisano alcune indicazioni di carattere metodologico:

- a) nella rappresentazione dei valori patrimoniali del complesso aziendale oggetto di perizia lo scrivente ha ritenuto opportuno riclassificare i conti impiegati convenzionalmente dalla società con quelli previsti dall'art. 2424 del codice civile;
- b) nel processo di ri-espressione a valori correnti degli elementi patrimoniali si è fatto ricorso, se non diversamente evidenziato, all'ipotesi semplificatrice che il valore contabile dei medesimi non si discosti in misura apprezzabile dal correlativo valore corrente.

Ciò detto, gli elementi patrimoniali attivi e passivi costituenti l'azienda che si intende valutare alla data di riferimento del 31 dicembre 2023 sono riportati ai loro valori contabili in €:

Stato patrimoniale attivo	31-dic-23
	€
A) Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti (di cui già richiamati)	0
B) Immobilizzazioni	
<i>I. Immateriali</i>	
1) Costi di impianto e di ampliamento	888
2) Costi di ricerca, di sviluppo e di pubblicità	0
3) Diritti di brevetto industriale e di utilizzo di opere dell'ingegno	0
4) Concessioni, licenze, marchi e diritti simili	0
5) Avviamento	0
6) Immobilizzazioni in corso e acconti	0
7) Altre	48.079
	<hr/> 48.067
<i>II. Materiali</i>	
1) Terreni e fabbricati	291.139
2) Impianti e macchinario	30.459
3) Attrezzature industriali e commerciali	13.599
4) Altri beni	29.707
5) Immobilizzazioni in corso e acconti	1.367
	<hr/> 366.271
<i>III. Finanziarie</i>	
1) Partecipazioni in:	
a) imprese controllate	0
b) imprese collegate	0
c) imprese controllanti	0
d) altre imprese	0
	<hr/> 0
2) Crediti	
a) verso imprese controllate	
- entro 12 mesi	0
- oltre 12 mesi	0
	<hr/> 0
b) verso imprese collegate	0
	<hr/> 0
Beni in leasing	0
	<hr/> 366.271

5) Verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti

- entro 12 mesi
- oltre 12 mesi

5-bis) Per crediti tributari

- entro 12 mesi
- oltre 12 mesi

5-ter) Per imposte anticipate

- entro 12 mesi
- oltre 12 mesi

5-quater) Verso altri

- entro 12 mesi
- oltre 12 mesi

Totale crediti

III. Attività finanziarie che non costituiscono Immobilizzazioni

- 1) Partecipazioni in imprese controllate
- 2) Partecipazioni in imprese collegate
- 3) Partecipazioni in imprese controllanti
- 4) Altre partecipazioni
- 5) Azioni proprie
(valore nominale complessivo)
- 6) Altri titoli

IV. Disponibilità liquide

- 1) Depositi bancari e postali
- 2) Assegni
- 3) Denaro e valori in cassa

Totale attivo circolante

D) Ratei e risconti

- disaggio su prestiti
- vari

Totale attivo

Stato patrimoniale passivo

A) Patrimonio netto

I. Capitale

II. Riserva da sovrapprezzo delle azioni

III. Riserva di rivalutazione

IV. Riserva legale

	0
	0
	0
	12.859
	325.816
	338.675
	0
	0
	0
	40.075
	0
	40.075
	399.050

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

V. Riserve statutarie	0
VI. Riserva per azioni proprie in portafoglio	0
VII. Altre riserve	0
VIII. Utili (perdite) portati a nuovo	0
IX. Utile d'esercizio	0
IX. Perdita d'esercizio	0
Totale patrimonio netto	0
B) Fondi per rischi e oneri	
1) Fondi di trattamento di quiescenza e obblighi simili	0
2) Fondi per imposte, anche differite	0
3) Altri	10.563
Totale fondi per rischi e oneri	10.563
C) Trattamento fine rapporto di lavoro subordinato	11.366
D) Debiti	
1) Obbligazioni	0
- entro 12 mesi	0
- oltre 12 mesi	0
2) Obbligazioni convertibili	0
- entro 12 mesi	0
- oltre 12 mesi	0
3) Debiti verso soci per finanziamenti	0
- entro 12 mesi	0
- oltre 12 mesi	203.131
4) Debiti verso banche	203.131
- entro 12 mesi	134
- oltre 12 mesi	14.818
5) Debiti verso altri finanziatori	14.952
- entro 12 mesi	0
- oltre 12 mesi	0
6) Acconti	0
- entro 12 mesi	0
- oltre 12 mesi	0
7) Debiti verso fornitori	0
- entro 12 mesi	97.235
- oltre 12 mesi	0
8) Debiti rappresentati da titoli di credito	97.235
- entro 12 mesi	0
- oltre 12 mesi	0



g) Debiti verso imprese controllate	0
- entro 12 mesi	0
- oltre 12 mesi	0
10) Debiti verso imprese collegate	0
- entro 12 mesi	0
- oltre 12 mesi	0
11) Debiti verso controllanti	0
- entro 12 mesi	0
- oltre 12 mesi	0
11-bis) Debiti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti	0
- entro 12 mesi	0
- oltre 12 mesi	0
12) Debiti tributari	
- entro 12 mesi	27.929
- oltre 12 mesi	0
13) Debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale	
- entro 12 mesi	2.543
- oltre 12 mesi	1.281
14) Altri debiti	
- entro 12 mesi	3.610
- oltre 12 mesi	1.500
Debiti verso società di leasing	5.110
Totale debiti	352.181
E) Ratei e risconti	
- aggio sui prestiti	0
- vari	7.728
Totale passivo	381.838
Attività rettificata - Passività rettificata	467.500

Valutazione dell'avviamento

L'avviamento commerciale rappresenta la capacità di profitto, cioè l'attitudine concreta a produrre guadagni. L'avviamento deriva sia da elementi specifici, che - pur concorrendo positivamente alla produzione del reddito ed essendosi formati nel tempo in modo oneroso - non hanno un valore



autonomo, sia da sinergici incrementi di valore che il complesso dei beni aziendali acquisisce rispetto alla somma dei valori dei singoli beni, in virtù dell'organizzazione dei mezzi in un sistema efficiente e idoneo a produrre utili. Nella fattispecie, l'avviamento dell'azienda è costituito dalle commesse acquisite, dall'organizzazione creata, dalle conoscenze e dall'esperienza tecnico/commerciale, nonché dal *local goodwill*, inteso, quest'ultimo, come espressione della capacità dell'impresa di attrarre clientela in dipendenza del suo posizionamento.

In assenza di criteri universalmente condivisi non si può che fare riferimento a soluzioni pratiche per stimare il danno da perdita di avviamento. L'importante è che esse siano semplici e trasparenti.

L'avviamento può essere la conseguenza di molteplici fattori, alcuni dei quali riconducibili alla nostra fattispecie, prestigio ed immagine, legittime aspettative economiche, capacità ad operare in business redditizi con elevate potenzialità di crescita, consolidate quote di mercato. Il prestigio, l'immagine, rinomanza, notorietà - a volte celebrità - comporta, in definitiva, un avviamento. L'avviamento è basato anche su quote di mercato, che indicano il posizionamento strategico dell'impresa nel settore, rispetto alla concorrenza.

La prassi professionale utilizza diversi criteri di valutazione dell'avviamento, tutti accettati e condivisi, perché basati sull'esperienza, l'evidenza, la riflessione su alcune pregnanti analogie.

A parere dello scrivente, essendo la società oggetto di perizia una realtà industriale, va utilizzato un metodo reddituale che ponga in relazione il valore dell'impresa con il reddito che la stessa è in grado di creare tramite il complesso di beni; con la conseguenza che il valore dell'avviamento può essere considerato come direttamente proporzionale alla sua capacità di generare reddito.

Esistono diversi metodi per valutare l'avviamento. Nella presente perizia si è voluto evitare di utilizzarne di troppo complessi, partendo dalla constatazione che, per quanto articolato, un metodo di stima dell'avviamento non può sfuggire a valutazioni soggettive.

Si è preferita la semplicità. Una semplicità suffragata dalla corrente pratica seguita dall'amministrazione finanziaria.

È opportuno a tal proposito sottolineare che il Ministero delle Finanze, con l'emanazione del DPR 31 luglio 1996 n. 460, ha fissato, all'art. 2 comma 4, le modalità di calcolo - ai fini fiscali - del valore dell'avviamento, sulla base del seguente semplice criterio: «Per le aziende e per i diritti reali su di esse il valore di avviamento è determinato sulla base degli elementi desunti dagli studi di settore o, in difetto, sulla base della percentuale di redditività applicata alla media dei ricavi accertati o, in mancanza, dichiarati ai fini delle imposte sui redditi negli ultimi tre periodi d'imposta anteriori a quello in cui è intervenuto il trasferimento, moltiplicata per 3 ».

Tale metodo per il calcolo dell'avviamento, abrogato con l'entrata in vigore del DLGS n. 218 del 19 giugno 1997, è stato ripreso con la comunicazione di servizio del 25 luglio 2003. In tale Comunicazione,

L'Agenzia delle Entrate specificava che il contribuente, in caso di cessione d'azienda, avrebbe potuto determinare il valore dell'avviamento secondo il metodo di calcolo previsto dall'art. 2 comma 4 del DPR 460/1996.

L'avviamento, calcolato secondo questa impostazione, si ottiene applicando la percentuale di redditività alla media dei ricavi dichiarati ai fini delle imposte sui redditi negli ultimi tre periodi d'imposta anteriori a quello di riferimento e moltiplicando il risultato per tre.

Il vantaggio di usare questo semplice criterio è che esso è trasparente, di immediata applicazione, e ampiamente utilizzato nella pratica.

Poiché

$$\text{Redditività} = \text{utile netto} / \text{fatturato}$$

ne consegue che l'avviamento al 2023 può essere così calcolato:

$$\text{Avviamento} = \text{Media fatturato nel triennio (2020 - 2022)} \times \text{Redditività al 2023} \times 3$$

La Tabella (dati esposti in €) contengono le informazioni necessarie per il calcolo dell'avviamento al 2023. Cruciale è la considerazione del fatturato, dell'utile operativo, e della redditività; calcolata, quest'ultima, come rapporto tra utile della gestione caratteristica e fatturato.

Anno	A) Fatturato	B) Utile netto	C) % redditività (B/A)
31/12/2020	284.439	50.402	0,1772
31/12/2021	327.592	59.380	0,1813
31/12/2022	434.086	35.589	0,0820
31/12/2023	516.131	60.572	0,1174

Criterio della media del fatturato	Importo
Media del fatturato 2020-2022 (A)	348.706
Valore dell'avviamento (Redditività 2023 * Media fatturato * 3)	122.814

Stima con il metodo patrimoniale complesso

Dopo aver proceduto all'analisi dei singoli valori contenuti nella situazione patrimoniale alla data del 31 dicembre 2019, occorre riepilogare i risultati dell'attività svolta individuando, per questa via, il patrimonio netto rettificato alla stessa data, emergente dalla differenza tra gli elementi attivi e passivi così come valutati dallo scrivente, integrati dal valore dell'avviamento.

Come sopra specificato, nel metodo patrimoniale complesso l'entità del patrimonio economico è data dal capitale netto rettificato, al quale viene aggiunto il valore dei beni immateriali non contabilizzati. La formula che sintetizza il metodo patrimoniale complesso è:

$$W = K + I$$

Dove: K = patrimonio netto rettificato; I = valore beni immateriali non iscritti in bilancio

Il risultato è esposto in tabella (valori esposti in €).

Descrizione	Importo
Totale attività	€849.338
Totale passività	€-381.838
Attività - Passività	€467.500
Avviamento	€122.814
Patrimonio netto complesso	€590.314

Il valore del **patrimonio netto complesso** ammonta, pertanto, a € 590.314.

Stima con il metodo reddituale

Essendo l'attivo costituito da fabbricati, assumendo che i ricavi del quadriennio 2021-18 rispecchino la capacità fisiologica per la società di generare ricavi, ai fini della determinazione del valore potenziale della società, può utilizzarsi, per tale periodo, la formula del valore attuale della rendita perpetua

$$W = R / i$$

Dove

R è il reddito medio prospettico

i è il *cost of equity* (c.o.e).

La scelta di una formula con durata indeterminata è coerente con la natura intrinseca di ogni azienda, in generale, e di quella oggetto di valutazione in particolare, il cui mercato di riferimento è quello dello shipping.

Nella determinazione di R il sottoscritto ha considerato il reddito netto post imposte. Per la società sono riepilogati i calcoli effettuati per individuare, in riferimento all'ultimo quadriennio, il valore della produzione, inteso come ciò che l'impresa ha prodotto nel corso degli esercizi, il cui risultato è pari alla somma dei seguenti aggregati: vendita di prodotti o di servizi (ossia dell'attività tipica dell'impresa), incremento di valore di prodotti o di semilavorati in corso di produzione o di prestazioni di servizio in corso, incremento di valore delle immobilizzazioni effettuato con mezzi propri. Il risultato che si ottiene è la somma di valori eterogenei, cioè, di ricavi da vendite e da prestazioni e di costi da incrementi delle scorte e da lavori interni sulle immobilizzazioni.

Gli anni presi a riferimento si collocano all'interno di una fase macroeconomica particolarmente negativa, pertanto, la redditività, in questo contesto, potrebbe essere in qualche misura sottostimata.

Passando alla determinazione del tasso di attualizzazione (i) della rendita perpetua prevista dalla formula, il perito ha aderito alla dottrina prevalente secondo la quale il tasso di attualizzazione sia da intendere come costo del capitale proprio (cost of equity c.o.e) da determinare in base al modello teorico del Capital Asset Pricing Model (CAPM):

$$i = R_f + (R_m - R_f) \times \beta$$

dove

R_f è il rendimento dei titoli di Stato a lunga scadenza,

$(R_m - R_f)$ è il premio per il rischio azionario

β è il coefficiente che definisce la misura del rischio sistematico di un'attività finanziaria, ovvero la tendenza del rendimento di un'attività a variare in conseguenza di variazioni del mercato.

Il tasso privo di rischio R_f (risk free) è stato quantificato pari al 3,41% ed è stato assunto pari al costo medio emissione titoli di stato italiana 2024. Il premio per il rischio $(R_m - R_f)$ viene solitamente rappresentato quale media dei rendimenti di lungo periodo di un paniere di titoli azionari o di un indice di borsa, al netto della media dei rendimenti di investimenti privi di rischio, in genere rappresentati da titoli di Stato. In virtù dei dati (Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Datastream) esposti nella Relazione Annuale 2024 della Banca d'Italia, nella quale erano evidenziati i premi per il rischio azionario nel periodo 2022-24, $R_m - R_f$ è stato assunto pari al 5,5%.

La stima del β , nel caso in cui la società non sia quotata in Borsa, come nel caso in oggetto, può essere effettuata sia in modo analitico, utilizzando se disponibili ed esistenti, i coefficienti per società simili quotate, che empirico, richiamandosi alla prassi professionale, e facendo riferimento a fattori β del settore a cui appartiene la società o di settori confrontabili con la realtà dell'azienda stessa, con opportuni aggiustamenti. Non disponendo di informazioni attendibili al riguardo (anche in merito allo svolgimento dell'attività svolta) e tenuto conto del fatto che l'attribuzione al coefficiente β del valore pari al settore *Recreation* statisticamente rilevato risulta essere prudentiale nell'ottica della valutazione in oggetto, il perito ha deciso di attribuire al coefficiente β valore pari ad 1,22.

Inserendo nella formula i dati di input come sopra definiti in relazione alla società oggetto di valutazione si perviene al seguente risultato:

$$W = R / i \quad W = R / [R_f + (R_m - R_f) \times \beta] = R / [3,41\% + (5,5\%) \times 1,22] = R / 10,12\% = \text{valore del capitale potenziale della società, determinato sulla base delle assunzioni e delle ipotesi sopra esposte.}$$

Non avendo elementi di stima per il periodo successivo al 2023 sulle opportunità e le minacce, lo scrivente è stato indotto a calcolare il reddito prospettico come media della redditività storica applicata al valore della produzione del 2023.

	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	Media
	Valore	Valore	Valore	Valore	importo
	€	€	€	€	€
Ricavi netti	516.131	434.086	327.592	284.439	390.562
Variatione delle rimanenze di prodotti	0	0	0	0	0
Incrementi di immobilizzazioni per lavori	0	0	0	0	0
Per materie prime, sussidiarie, ecc.	61.577	25.485	30.414	15.527	33.251
Per servizi	196.162	202.047	128.812	89.321	154.086
Per godimento di beni di terzi	3.827	587	573	18	1.251
Variatione delle rimanenze di materie prime	0	0	0	0	0
Svalutazioni dei crediti	0	0	0	0	0
Oneri diversi di gestione	66.796	53.017	33.031	72.690	56.384
Costi generali	328.362	281.136	192.830	177.556	244.972
Valore aggiunto	187.769	152.950	134.762	106.883	145.590
Costo lavoro	97.175	110.416	65.252	60.951	83.449
Margine operativo lordo	90.594	42.534	69.510	45.932	62.141
Ammortamenti	44.671	39.594	33.990	31.795	37.513
Reddito operativo della gestione tipica	45.923	2.940	35.520	14.137	24.628
Proventi diversi	14.649	32.649	23.860	36.265	26.856
Reddito operativo	60.572	35.589	59.380	50.402	51.484
Proventi finanziari	0	0	0	241	60
Oneri finanziari	698	1.753	1.803	2.412	1.667
Reddito di competenza	59.874	33.836	57.577	48.231	49.877
Rivalutazioni	0	0	0	0	0
Svalutazioni	0	0	0	0	0
Reddito ante imposte	59.874	33.836	57.577	48.231	49.877



Imposte	25.168	12.437	17.880	23.336	19.705
Reddito (perdita) netto	34.706	21.399	39.697	24.895	30.172

Tenuto conto del valore della produzione al 2023 pari € 530.780 e l'impossibilità di procedere alla normalizzazione della redditività, depurandola da proventi e oneri non ricorrenti:

	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	Media
Ricavi netti	516.131	434.086	327.592	284.439	390.562
Variazione delle rimanenze	0	0	0	0	0
Incrementi di immobilizzazioni	0	0	0	0	0
Proventi diversi	14.649	32.649	23.860	36.265	26.856
Valore della produzione	530.780	466.735	351.452	320.704	417.418
Reddito (perdita) netto	34.706	21.399	39.697	24.895	30.174
Integrazioni positive al netto dell'effetto fiscale	8.509	49.096	0	7.702	16.327
Integrazioni negative al netto dell'effetto fiscale	0	0	0	0	0
Reddito (perdita) netta normalizzato	43.215	70.495	39.697	32.597	46.501
Redditività	8,14%	15,10%	11,30%	10,16%	11,14%

$$R = 10,12\% \times 530.780 = \text{€ } 59.129$$

Il valore del capitale potenziale della società, determinato sulla base delle assunzioni e delle ipotesi sopra esposte, risulta pari a

$$W = R / i \quad W = R / [Rf + (Rm - Rf) \times \beta] = 59.129 / [3,41\% + (5,5\%) \times 1,22] = 59.129 / 10,12\% = \text{€ } 584.279.$$

Stima con il metodo dei multipli dell'EBITDA

In assenza di oneri e proventi non ricorrenti l'EBITDA normalizzato può essere assunto pari a quello corrente

	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	Media
Reddito di competenze	€59.874	€33.836	€57.577	€48.231	€49.877
Gestione finanziaria + ammortamenti	€45.369	€41.347	€35.793	€33.966	€39.120
EBITDA	€105.243	€75.183	€93.370	€82.197	€88.997
Integrazioni positive	€0	€0	€0	€0	€0
Integrazioni negative	€0	€0	€0	€0	€0
EBITDA normalizzato	€105.243	€75.183	€93.370	€82.197	€88.997
Redditività	20,39%	17,32%	28,50%	28,90%	22,79%

Considerato che

Ebitda medio = € 88.997;

EBITDAR&D *Recreation* = 10,34;

EV (Enterprise value) = Ebitda x multiplo = € 88.997 x 10,34 = € 920.229;

NFP = Passività finanziarie - Liquidità disponibili a brevissimo +/- rettifiche = Totale fondi per rischi e oneri + obbligazioni + Debiti verso soci per finanziamenti + Debiti verso banche + Debiti verso altri finanziatori - Attività finanziarie che non costituiscono Immobilizzazioni - Disponibilità liquide = € 10.563 + € 11.366 + € 203.131 + € 14.952 - € 29.664 = € 210.348;

LEQV (Equity value) = EV +/- PFN = € 920.229 - € 210.348 = € 709.881.

In funzione di quanto enunciato nel paragrafo sulla metodologia e quindi essendo il valore dei multipli di mercato superiore sia a quello patrimoniale complesso che a quello reddituale, il valore monetario della "Tahiti Administration service s.r.l.", può verosimilmente individuarsi come pari a

Descrizione	Importo
Patrimonio netto contabile complesso	€ 590.314
Valutazione della rendita perpetua	€ 584.279
EQV (Equity value) = EV +/- PFN	€ 709.881
Valutazione società	€ 709.881

10. Valutazione finale

Oggetto del presente elaborato è la piena proprietà pari al 6,82% della "Tahiti Administration service s.r.l."

Considerando il DLOC al 20% e il DL0M al 30%.

Valutazione		€709.881
Stima quota partecipazione	6,82%	€48.414
Sconto per mancanza di controllo (DLOC)	20,00%	€-9.683
		€38.731
Sconto per mancanza di negoziabilità (DL0M)	30,00%	€-11.619
Valutazione finale 100,00% del diritto di proprietà		€27.112

11. Conclusioni



Il sottoscritto in esecuzione del mandato conferitogli, in riferimento al 6,82% pignorato della società "Tahiti Administration service s.r.l.", oggetto della perizia, relaziona quanto segue:

- a) appartiene effettivamente al debitore nella misura dichiarata;
- b) vi sono vincoli alla sua libera trasferibilità (divieti o vincoli alla alienazione, diritti di prelazione, clausole di preferenza o gradimento, ecc.), disciplinati dallo statuto sociale che in quanto allegato al presente ne costituisce parte integrante, in particolare all'art. 8 dello stesso viene disciplinato il "Trasferimento delle partecipazioni" e all'art. 13 il "Diritto di recesso";
- c) dal RI risultano precedenti pignoramenti o sequestri: infatti in data 08/07/2013 è stato notificato decreto di sequestro dei beni n.18/13 reg.mis. prev., emesso in data 01/07/2013 dal tribunale di Latina sez. penale, con cui è stato disposto il sequestro della quota facente capo a [REDACTED] e [REDACTED]. Nomina amministratore giudiziario il dott. [REDACTED] *** sono stati depositati i seguenti decreti: 1) decreto n.18/13 r.mp tribunale di latina emesso in data 21/01/2016, depositato in cancelleria 11/04/2016, con il quale è stata ordinata la confisca della quota pari a nominali euro 18.524,26 (19,94%) del capitale sociale della Tahiti Administration service S.r.l. nella disponibilità indiretta di [REDACTED], formalmente intestati a [REDACTED] viene, inoltre, dissequestrata e restituita a [REDACTED] la quota ad egli intestata. 2) decreto integrativo e correttivo del 6/9 maggio 2016 con il quale vengono escluse dalla confisca le quote intestate a [REDACTED], [REDACTED] e [REDACTED];
- d) il presumibile valore di realizzo ad oggi derivante dalla vendita delle quote sociali oggetto di pignoramento è pari a € 27.112,00.

Con osservanza.

Napoli, 4 aprile 2025

L'Esperto Stimatore
Dott. Giovanni Esposito

Replica alle note di parteConsiderazioni generali

La stima di quote societarie ha lo scopo di quantificare il presumibile valore di realizzo derivante dalla vendita del bene oggetto di pignoramento. Nella stima sono riportate tutte le caratteristiche intrinseche ed estrinseche della quota. È indicato, inoltre, la scelta e la rappresentazione del *metodo* e del *criterio* utilizzati, esponendo con trasparenza i fatti e le circostanze sui cui ha basato il processo valutativo e qual è il percorso logico che ha condotto alla determinazione del presumibile valore di realizzo, specificando se sono emersi limiti, rischi e incertezze.

Al tal fine lo stimatore è stato autorizzato dal GE ad accedere alla documentazione tenuta dalla società, ai pubblici registri (CCIAA, catasto, ecc.) e assumere informazioni presso gli Enti pubblici (Agente della Riscossione, ecc.).

La procedura di stima non è un procedimento di cognizione nel quale il tecnico possa accertare le condizioni e i presupposti di diritto e di fatto, al fine di pervenire all'accoglimento o rigetto di domande delle parti o di circostanze emerse dalla documentazione acquisita: difatti la natura dell'incarico di esperto stimatore non è assimilabile a quella del CTU, essendo la sua nomina mero atto preparatorio della vendita forzata.

Giova, quindi, ribadire che l'ausilio dello scrivente non è stato richiesto dal Giudice al fine di risolvere una controversia, ma soltanto per la liquidazione dell'attivo. La nomina del perito assume, in tale prospettiva, natura meramente organizzativa ed endoesecutiva.

L'incarico non prevede, nell'alveo del quesito così come conferito, lo svolgimento di procedure di revisione contabile, né è demandata al valutatore un'attestazione ai fini della veridicità dei documenti messi a disposizione, potendone solo verificarne la compatibilità con le informazioni desumibili dai pubblici registri. L'Esperto stimatore non può, infine, esprimere alcuna valutazione sulla probabilità e/o eventualità di attività-passività occultate e assenti dai pubblici registri, che in quanto tali sono ignote alla sua conoscenza.

Ciò premesso, le note di entrambe le parti, lungi dal sottoporre contestazioni circostanziate sull'*an* e il *quantum* delle determinazioni cui è giunto lo scrivente, espongono riflessioni generiche in assenza di quantificazione numerica alternativa.

Note dott. [REDACTED]

Il dott. [REDACTED] per conto del creditore precedente, pur non contestando le tre determinazioni numeriche figlie di altrettanti criteri di stima (rendita perpetua, Equity Value, Patrimonio netto contabile complesso), in luogo della valutazione di € 709.881,00 effettuata dall'esperto con il metodo dei



multipli dell'EBITDA, sottopone che per giungere alla stima del valore della quota societaria della società "Tahiti Administration Service S.r.l.":

- in via principale, la stima con l'applicazione del metodo della rendita perpetua alla valutazione del capitale economico dell'azienda (quindi € 584.279,00);
- in via subordinata, la stima con l'applicazione della media aritmetica semplice tra il metodo reddituale e il metodo dei multipli dell'EBITDA al fine della realistica e attendibile determinazione del valore del capitale economico dell'azienda (quindi € 647.080,00).

Fermo quanto esposto nell'elaborato, lo scrivente conferma come maggiormente confacente al caso di specie il metodo EQV (Equity value) = EV +/- PFN per i seguenti motivi:

- permette di confrontare aziende con differenti strutture di capitale;
- non è influenzato da politiche fiscali e contabili;
- a differenza dell'utile netto, l'EBITDA "misura" la redditività del core business aziendale e, conseguentemente, della gestione operativa dell'azienda;
- le due grandezze contabili dell'EBITDA e della Posizione Finanziaria Netta ("PFN") sono utilizzate dalla prassi professionale come indicatori di performance⁸;
- nel rispetto del principio della prudenza, l'utilizzo del maggior valore fra quelli egualmente ammessi, esclude la possibilità che si possa alienare in sede di primo incanto la quota sociale ad un valore sottostimato.

Note Avv. ██████████

Premesso che lo stesso si astiene dal fornire puntuali elaborazioni alternative, né tantomeno contesta nel merito numerico le determinazioni raggiunte, vengono di seguito riassunte, con in calce le repliche dello scrivente, le osservazioni dell'Avv. ██████████ per conto del debitore esecutato.

Il consulente di parte osserva che lo stimatore avrebbe basato la sua valutazione principalmente sui dati di bilancio al 31 dicembre 2023, non avrebbe esplicitamente aggiornato il valore della quota alla data successiva del deposito della perizia e non sono sarebbero considerati dati prospettici o preconsuntivi né eventi straordinari che potrebbero influire sul valore futuro della società: lo scrivente segnala che alla pagina 5 dell'elaborato si è precisato che dalla bozza contabile al 31/12/2024 (all. 3) emergono aggregati economici in linea al 31/12/2023, data utilizzata come riferimento del presente elaborato; pertanto sono sia allegati al vaglio di potenziali acquirenti, sia considerati per il presente lavoro, dati prospettici e successivi all'ultimo bilancio approvato alla data di redazione della stima.

⁸ Nozione di Ebitda e Posizione Finanziaria (PFN) per fini valutativi e negoziali, Documenti di Ricerca CNDCEC marzo 2024.



L'Avv. ██████ segnala che la mancanza di informazioni sull'effettiva estensione (43.000 mq come da Sua affermazione, non verificabile con la documentazione fornita) impedisce di valutare se il valore attribuito in bilancio e conseguentemente considerato nella stima sia congruo rispetto a tale superficie: come ampiamente esposto nell'elaborato, il criterio di valutazione utilizzato per le determinazioni del presente elaborato è l'EQV (*Equity value*) sul quale non ha alcuna incidenza il valore corrente dell'attivo immobilizzato, essendo lo stesso esprimibile non in quanto tale ma in ragione della redditività in grado di generale ed espressa dagli aggregati economici della gestione caratteristica.

In merito alla mancata evasione di alcune richieste, si conferma che la Banca d'Italia ha opposto il diniego all'accesso ai dati della Centrale Rischi; parimenti sia la società, sia gli Enti preposti non hanno fornito certificato di regolarità contributiva e fiscale; pertanto, non si è potuto effettuare puntuale riscontro sul punto. Ciò nonostante, non emergono (né l'Avv. ██████ asserisce il contrario) fattori sintomatici di inaffidabilità dei dati contabili forniti allo scrivente.

In ragione di quanto sopra esposto può ragionevolmente affermarsi l'infondatezza di qualsiasi contestazione di presenza di lacune che potrebbero influire sulla precisione della stima del valore delle quote sociali, che risulta, invece, basata su criteri solidi ed unanimemente riconosciuti tali dalla prassi professionale, nonché adeguatamente supportata da rilevante allegazione documentale.



Il sottoscritto Esperto Stimatore ritiene, con la presente relazione, di aver assolto all'incarico ricevuto e, ringraziando il Giudice per la fiducia accordata, rimane a disposizione per chiarimento o integrazione.
Napoli, 4 aprile 2025

ASTE GIUDIZIARIE®

ASTE GIUDIZIARIE®

L'Esperto Stimatore
Dott. Giovanni Esposito

La presente relazione, composta di n. 44 pagine dattiloscritte su formato "A4" e undici allegati viene deposita nel fascicolo della procedura.

ASTE GIUDIZIARIE®

ASTE GIUDIZIARIE®

Napoli, 4 aprile 2025

L'Esperto Stimatore
Dott. Giovanni Esposito

ASTE GIUDIZIARIE®

ASTE GIUDIZIARIE®