



## TRIBUNALE DI TERAMO

Procedimento di esecuzione mobiliare R.G.E. n. 1786/2013  
Giudice: Dott.ssa Francesca Bellomo

### RELAZIONE PERITALE DEFINITIVA NEL PROCEDIMENTO DI ESECUZIONE MOBILIARE

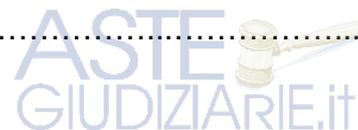
Promosso da: Omissis...

Contro: Omissis...



#### INDICE:

1. Introduzione .....	2
2. Metodi di valutazione .....	3
3. Cenni storici .....	5
4. Data e valori di riferimento .....	6
5. La valutazione dell'Edilizia Tris S.r.l. ....	7
6. Conclusione .....	19



PREMESSO CHE

- in data 14/07/2015 il sottoscritto Dott. Maurizio Cartone veniva nominato CTU nel procedimento in epigrafe;
  - in data 22/09/2015 il sottoscritto CTU giurava per l'incarico ricevuto e venivano fissati 90 gg per la consegna della bozza di perizia alle parti, nonché 30 giorni per le parti per presentare osservazioni e di ulteriori 30 gg al CTU per replicare alle osservazioni delle parti;
  - in data 22/09/2015 il Giudice formulava il seguente quesito: *“il CTU alla quantificazione del valore effettivo delle quote pignorate, tenendo conto delle attività e passività della società Edilizia Tris S.r.l., nonché del valore dei beni mobili e immobili. Ciò ai fini della quantificazione del prezzo base per la vendita forzata”*;
  - in data 05/10/2015, il sottoscritto CTU, nominava un tecnico esperto nella valutazione dei beni mobili e immobili nella persona dell'Ing. Valentina Pallini iscritta presso l'Ordine degli Ingegneri della provincia di Teramo al n. 1223 Sezione: A;
  - in data 12/10/2015 iniziavano le operazioni peritali presso il Omissis... (vedi Allegato 1 della bozza di relazione peritale);
  - in data 07/01/2016 veniva richiesta una proroga dei termini per la consegna della bozza di relazione peritale;
  - in data 10/03/2016 il sottoscritto CTU inviava la bozza di relazione peritale alle parti;
  - in data 09/04/2016 l'Avv. Omissis..., avvocato del creditore procedente, faceva pervenire le proprie osservazioni;
  - all'udienza del 12/04/2016 il Giudice concedeva termine di 60 gg alle parti per far pervenire al CTU le loro osservazioni alla bozza di relazione peritale;
  - in data 14/06/2016 Omissis..., avvocato del debitore, faceva pervenire le proprie osservazioni;
  - in data 21/07/2016 la S.V. Ill.ma concedeva al sottoscritto CTU 60 gg per effettuare le proprie controdeduzioni alle osservazioni delle parti;
- tanto premesso il C.T.U., esaminati gli atti e i documenti acquisiti, presenta la propria

**RELAZIONE DI CONSULENZA TECNICA D'UFFICIO**



**1. Introduzione**

Lo scopo della presente relazione è di rispondere al quesito posto dal Giudice e richiamato in premessa. Tale interrogativo viene posto per poter individuare il valore della quota pignorata al sig. Omissis... detenuta nella società Edilizia Tris S.r.l. . Tale società gestisce Omissis... con la proprietà di tutti i beni mobili e immobili necessari per la gestione.

Le operazioni peritali sono iniziate, come indicato in premessa, il 12/10/2015 presso il sopracitato Omissis....

Da una verifica presso i pubblici registri è emerso che la società, oggetto della presente relazione peritale, detiene sia immobili sia automezzi.

Con riferimento agli immobili son stati individuati i seguenti beni:

- Catasto Fabbricati del Comune di Roseto degli Abruzzi (TE) foglio 21, particella 585, piano terra, cat. D/8, rendita € 2.238,00;
- Catasto Fabbricati del Comune di Roseto degli Abruzzi (TE) foglio 21, particella 289, sub. 1, piano S1 – T – 1, cat. D/8, rendita € 116.424,00.

Dalla visura al PRA, invece, sono stati individuati i seguenti automezzi:

- Fiat Panda targata Omissis...;
- Fiat Camion A 40 targato Omissis...;
- Volkswagen Maggiolino targato Omissis...;
- Fiat Doblò targato Omissis...;
- Mercedes Vito targato Omissis...;
- Iveco Daily targato Omissis...

La descrizione di tutti i beni mobili, beni mobili registrati e beni immobili, con la relativa valutazione, viene illustrata più compiutamente nella relazione definitiva di stima dell'Ing. Valentina Pallini (vedi Allegato H delle controdeduzioni).

Nell'ambito delle operazioni estimative è stata visionata la seguente documentazione:



- il bilancio d'esercizio completo di nota integrativa e relazione del collegio sindacale per gli anni 2012 e 2013;
- il bilancio d'esercizio completo di nota integrativa per l'esercizio chiuso al 31/12/2014;
- la dichiarazione dei redditi per gli anni 2012 e 2013;
- libro dei beni ammortizzabili al 31/12/2014;
- bilancio con evidenza dei conti contabili al 31/12/2014.

## **2. Metodi di valutazione**

Per rispondere al quesito bisogna, innanzitutto, fare alcune brevi considerazioni sui metodi di valutazione di aziende.

La dottrina economica-aziendale e la tecnica professionale hanno individuato metodi di stima per la determinazione del capitale economico di un'azienda in grado di rispondere, nella maggior misura possibile, alle seguenti caratteristiche:

- razionalità: nel senso che il metodo applicato deve basarsi su un percorso logico chiaro e convincente e come tale largamente condivisibile;
- dimostrabilità: nel senso che i dati alla base del processo valutativo possono essere controllati e controllabili;
- obiettività: nel senso che il metodo sia fondato su dati certi e quantomeno ampiamente credibili;
- generalità: nel senso che esso non deve considerare le peculiarità e gli interessi delle parti coinvolte nell'operazione;
- stabilità: nel senso che il risultato da esso fornito non deve subire variazioni continue per fatti contingenti, o per mutamenti di opinione, ma deve variare solo in seguito alla creazione di un nuovo valore o alla distribuzione del valore preesistente.

I principali metodi che rispondono, con diverso grado, ai requisiti di cui sopra sono generalmente classificati in dottrina come segue:

- metodo patrimoniale;
- metodo reddituale;
- metodo finanziario;

- metodo misto patrimoniale e reddituale.

Questi metodi possono essere suddivisi in due grandi categorie.

La prima fondata sui flussi finanziari e sul reddito (anche nella metodologia c.d. mista patrimoniale-reddituale), basate su fatti futuri la cui quantificazione implica l'assunzione di ipotesi personalistiche, congetture e precisamente l'identificazione dei ritorni finanziari attesi dell'investimento (individuati dai flussi di cassa futuri derivanti dall'investimento) ed ai redditi che l'investimento è atto a generare in futuro. Quindi il valore del capitale economico dell'azienda viene calcolato mediante l'attualizzazione dei risultati economici attesi in futuro.

La seconda categoria è rappresentata dal metodo patrimoniale che attraverso la differenza tra attività e passività rettificata, basandosi su dati storici, determina il valore dell'azienda ponendo in secondo piano la capacità di generazione futura di reddito o di flussi di cassa. In sostanza tale metodo si basa sulla determinazione del patrimonio netto rettificato, ovvero determinare le poste attive e passive a valori correnti prescindendo dalla sua appartenenza al complesso aziendale unitario e funzionale. Infatti, l'ipotesi assunta è quella del riacquisto o della riproduzione per gli elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi.

Il metodo utilizzato al fine di poter valutare la quota pignorata del sig. Omissis... è quello misto patrimoniale-reddituale.

Il metodo patrimoniale ha il vantaggio di considerare, ai fini valutativi, elementi più attendibili in quanto non inficiati dalle incertezze previsionali, dall'altra parte presenta il difetto di non considerare ciò che l'impresa riuscirà a produrre in termini di risultati futuri. Il metodo reddituale invece tiene conto delle capacità aziendali di produrre redditi futuri, ma allo stesso tempo, dovendosi basare su dati previsionali, è sottoposto al rischio che grava sull'incertezza delle previsioni.

Di conseguenza il metodo patrimoniale-reddituale rappresenta una sintesi tra i due procedimenti precedenti con l'obiettivo di esprimere il valore dell'azienda in funzione del patrimonio e del reddito.

In conclusione nel il metodo misto, il patrimonio netto rettificato è incrementato del sovrareddito da capitalizzare, differenza tra il reddito atteso e il rendimento del patrimonio netto. La differenza positiva indica la presenza di un *goodwill* (avviamento

positivo), mentre la situazione contraria indica l'esistenza di un *badwill* (avviamento negativo)<sup>1</sup>.

La formula con la quale tale metodo trova applicazione è la seguente<sup>2</sup>:

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

dove:

W = valore dell'azienda;

K = patrimonio netto contabile rettificato;

R = reddito normalizzato;

i = tasso di rendimento normale rispetto al tipo d'investimento considerato (tasso di reddito medio realizzato, in condizioni di stabilità dei mercati, dell'aziende del settore);

i' = tasso di attualizzazione o tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio;

n = numero definito di durata del sovrareddito;

$a_{n \cdot i}$  = fattore di attualizzazione.

### 3. Cenni storici

La società Edilizia Tris S.r.l. viene costituita il 09/05/1977 e iscritta nella sezione ordinaria del Registro delle Imprese di Teramo il 19/02/1996 (vedi Allegato 3 della bozza di relazione peritale).

La società ha per oggetto l'esercizio di attività turistiche, sportive, sociali e ricreative, la costruzione e la gestione sia direttamente che per conto di terzi di camping, villaggi turistici e residence, parchi acquatici e piscine, impianti ed attrezzature sportive in genere, bar, ristoranti ed alberghi e qualsiasi altro impianto turistico, ricreativo e di ristoro, la gestione degli stabilimenti balneari.

La società dopo diversi cambiamenti nella compagine societaria al 15/02/2016 presenta la seguente ripartizione del capitale sociale:

Socio	Quota del Capitale sociale	% del Capitale sociale
Omissis...	302.250,00	25%

<sup>1</sup> in Fusa E. "La Valutazione d'Azienda", in Centro studi UNGDCEC, 2013

<sup>2</sup> idem

Omissis...	302.250,00	25%
Omissis...	157.170,00	13%
Omissis...	157.170,00	13%
Omissis...	157.170,00	13%
Omissis...	120.900,00	10%
Omissis...	12.090,00	1%
<b>TOTALE</b>	<b>1.209.000,00</b>	<b>100%</b>

#### 4. Data e valori di riferimento

I valori contabili che verranno presi per poter determinare il valore delle quote pignorate al sig. Omissis... sono quelli risultanti dal bilancio chiuso al 31/12/2014.

Si fa presente che la valutazione del valore di mercato dei beni mobili e immobili è stata eseguita prendendo in considerazione i beni presenti in azienda alla data del 07/03/2016.

Di seguito si riporta la situazione contabile dell'Edilizia Tris S.r.l. al 31/12/2014:

<b>ATTIVO</b>		<b>PASSIVO</b>	
	<b>2014</b>		<b>2014</b>
<b>IMM. NETTE</b>		<b>PATRI. NETTO</b>	
Imm. Immateriali	35.899	Capitale sociale	1.209.000
Imm. Materiali	7.106.986	Riserve	572.423
Imm. Finanziarie	20.462	Utile/Perdita	-13.671
<b>TOTALE IMMOB.</b>	<b>7.163.347</b>	<b>TOTALE P.N.</b>	<b>1.767.752</b>
<b>ATT. CIRCOLANTE</b>		<b>DEBITI</b>	
Rimanenze	17.313	Fondi e TFR	144.242
Crediti verso clienti	68.147	Debiti verso banche	5.232.560
Crediti tributari	67.411	Debiti v/altri finanz.	29.526
Crediti verso altri	21.132	Debiti verso fornitori	233.930
Disponibilità liquide	26.680	Debiti tributari	74.225
Ratei e risconti	159.511	Debiti v/istit. Prev.	29.789
		Ratei e risconti	11.517
<b>TOTALE ATT. CIRC.</b>	<b>360.194</b>	<b>TOTALE DEBITI</b>	<b>5.755.789</b>
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>7.523.541</b>	<b>TOTALE PASSIVO</b>	<b>7.523.541</b>

## 5. La valutazione dell'Edilizia Tris S.r.l.

Per poter determinare il valore della società oggetto della presente relazione peritale è necessario suddividere il lavoro in due parti. Nella prima parte si determinerà il valore del patrimonio netto contabile rettificato secondo le regole del metodo patrimoniale (la determinazione di "K"). Nella seconda parte si cercherà di individuare la proiezione futura dei redditi storici raggiunti dall'impresa secondo il metodo reddituale (la determinazione di " $(R - i K) a_{n \overline{r}}$ ").

Di conseguenza alla fine verrà determinato matematicamente il valore di "W", cioè il valore della società Edilizia Tris S.r.l. .

### PRIMA PARTE

#### Valutazione delle poste attive

##### Immobilizzazioni immateriali

Valore contabile	Valore attribuito
€ 35.899	€ 0,00

La voce contabile è composta dalle licenze software, dalle spese di ristrutturazione di un lido in concessione demaniale e dai costi per ampliamento. Tale voce è stata opportunamente azzerata in quanto non suscettibile di un valore corrente.

##### Immobilizzazioni materiali

Valore contabile	Valore attribuito
€ 7.106.986	€ 14.098.414

La voce contabile è composta da:

- terreni € 436.621;
- fabbricati € 4.754.893;
- costruzioni leggere € 241.386;
- impianti specifici € 512.760;
- macchinari operatori, impianti € 96.223;
- impianti generici € 282.260;

- attrezzatura varia e minuta € 190.527;
- natanti e galleggianti € 2.862;
- biancheria € 24.546;
- macchine elettriche ed elettro. per l'ufficio € 16.562;
- arredamenti € 523.071;
- autocarri/autovetture € 25.275.



Tutti i beni espressi contabilmente con le voci elencate sopra sono stati valutati al valore corrente mediante la relazione definitiva di stima eseguita dall'Ing. Valentina Pallini a cui si rinvia per gli opportuni approfondimenti (vedi Allegato H delle controdeduzioni).

L'Ing. Pallini ha valutato le seguenti voci:

Beni immobili	15.151.600
Mobil Home	737.000
Beni Mobili	714.285
Mezzi targati, non targati e attrezzatura spiaggia	147.450
<b>Totale</b>	<b>16.750.335</b>

I precisati importi sono stati depurati dell'effetto fiscale latente sul plusvalore generato dalla differenza, tra gli stessi valori correnti e i valori contabili.

Di seguito si riportano i calcoli eseguiti:

<b>Immobilizzazioni materiali nette rettificate</b>	<b>2014</b>
Valore netto contabile	7.106.986
Valutazione peritale	16.750.335
<b>Plusvalore "lordo" iscritto in perizia</b>	<b>9.643.349</b>
Defiscalizzazione 27,5% su 9.643.349	2.651.921
<b>Valore peritale defiscalizzato</b>	<b>14.098.414</b>

Immobilizzazioni finanziarie

<b>Valore contabile</b>	<b>Valore attribuito</b>
€ 20.462	€ 20.462

La voce contabile è composta:

- dai depositi cauzionali per € 16.853;
- dalla partecipazione al Omissis... € 300;
- dalla partecipazione alla Omissis... per € 1.725;
- e da altri titoli per € 1.584.



Tali poste sono state considerate a valore contabile.



Rimanenze

Valore contabile	Valore attribuito
€ 17.313	€ 17.313

Le rimanenze sono composte da prodotti finiti e merci, considerate a valori contabili.

Crediti verso clienti

Valore contabile	Valore attribuito
€ 68.147	€ 68.147

La presente voce è stata considerata a valore contabile in quanto non ci sono elementi che possono far presupporre una svalutazione di tale posta.

Crediti tributari

Valore contabile	Valore attribuito
€ 67.411	€ 67.411

La presente voce contabile è composta da:

- erario c/rimb. IRES per IRAP € 23.871;
- crediti verso erario € 6;
- credito IRES € 16.290;
- credito art. 1 D.L. 66 € 40;
- crediti per imp. sost. TFR € 5;
- IVA c/erario € 27.199.



Tali poste sono state considerate a valore contabile.



Crediti verso altri

Valore contabile	Valore attribuito
€ 21.132	€ 21.132

La presente voce contabile è composta da:

- depositi cauzionali Lucciola € 557
- credito INAIL € 3.441;
- fornitori c/anticipi € 449;
- crediti diversi € 5.000;
- debiti v/fornitori € 11.685.

Tali poste sono state considerate a valore contabile.

Disponibilità liquide

Valore contabile	Valore attribuito
€ 26.680	€ 26.680

La presente voce contabile è composta da:

- Omissis... € 655;
- Omissis... 54407 € 1.180;
- cassa contanti € 24.845.

Le disponibilità liquide sono state valutate a valore nominale.



Ratei attivi

Valore contabile	Valore attribuito
€ 2.661	€ 2.661

I ratei attivi sono stati considerati a valore contabile.



Risconti attivi

Valore contabile	Valore attribuito
€ 156.850	€ 156.850

I risconti attivi sono stati valutati a valore contabile.

**Valutazione delle poste passive**

Fondi rischi e TFR

Valore contabile	Valore attribuito
€ 144.242	€ 144.242

Tale voce è composta da:

- fondo imposte differite € 33.000;
- trattamento di fine rapporto subordinato € 111.242.

Tali poste sono state stimate a valore nominale.

Debiti verso banche

Valore contabile	Valore attribuito
€ 5.232.560	€ 5.232.560

I debiti verso banche sono stati stimati a valore nominale.

Debiti v/altri finanziatori

Valore contabile	Valore attribuito
€ 29.526	€ 29.526

Tale voce è composta da:

- debiti v/carte di credito € 830;
- caparre da clienti € 17.954;
- dipendenti c/retribuzione € 10.742.

Tali poste sono state stimate a valore nominale.



Debiti v/fornitori

Valore contabile	Valore attribuito
€ 233.930	€ 233.930

Il debiti v/fornitori sono stati stimati a valore nominale.



Debiti tributari

Valore contabile	Valore attribuito
€ 74.225	€ 74.225

La presente voce è composta da:

- debiti tributari € 21.410;
- IRAP c/debito € 4.830;
- erario c/ritenute lavoro dipendente € 3.660;
- erario c/ritenute amministratore € 35.361;
- erario c/ritenute lavoratore autonomo € 140;
- debiti ICI 1995 € 8.716;
- debiti IVA da ravvedere € 108.

I presenti debiti sono stati stimati a valore nominale.

Debiti v/ist. di previdenza

Valore contabile	Valore attribuito
€ 29.789	€ 29.789

La presente voce è composta da:

- debiti v/INPS € 7.789;
- debiti v/INPS amministratori € 22.000.

I presenti debiti sono stati stimati a valore nominale.

Ratei passivi

Valore contabile	Valore attribuito
€ 10.607	€ 10.607

I ratei passivi sono stati considerati a valore contabile.

Risconti passivi

Valore contabile	Valore attribuito
€ 910	€ 910

I risconti passivi sono stati valutati a valore contabile.

**Patrimonio netto rettificato**

Il valore del patrimonio netto rettificato scaturisce come differenza tra le attività e le passività analiticamente rettificate in funzione della determinazione del capitale economico d'azienda.

Di seguito viene esposto il bilancio a sezioni contrapposte che mette in evidenza il patrimonio netto rettificato:

**PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO DELL'EDILIZIA TRIS S.R.L.**

ATTIVO RETTIFICATO	2014	PASSIVO RETTIFICATO	2014
<b>IMM. NETTE</b>		<b>DEBITI</b>	
Imm. Immateriali	0	Fondi e TFR	144.242
Imm. Materiali	14.098.414	Debiti verso banche	5.232.560
Imm. Finanziarie	20.462	Debiti v/altri finanz.	29.526
<b>TOTALE IMMOB.</b>	<b>14.118.876</b>	Debiti verso fornitori	233930
<b>ATT. CIRCOLANTE</b>		Debiti tributari	74.225
Rimanenze	17.313	Debiti v/istit. Prev.	29.789
Crediti verso clienti	68.147	Ratei e risconti	11.517
Crediti tributari	67.411	<b>TOTALE DEBITI</b>	<b>5.755.789</b>

Crediti verso altri	21.132		
Disponibilità liquide	26.680		
Ratei e risconti	159.511		
<b>TOTALE ATT. CIRC.</b>	<b>360.194</b>	<b>PATR. NETTO RETTIF.</b>	<b>8.723.281</b>
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>14.479.070</b>	<b>TOTALE PASSIVO</b>	<b>14.479.070</b>

### PARTE SECONDA

In questa seconda parte del capitolo verrà determinata la seguente formula “(R – i K) a<sub>n-1</sub>” per poter individuare il valore della società Edilizia Tris s.r.l. con il metodo misto patrimoniale-reddituale.

La lettera “R” sta ad indicare il reddito normalizzato, cioè la capacità dell’azienda di produrre reddito in condizioni normali di mercato, eliminando elementi di casualità o non ripetibilità, come ad esempio le componenti straordinarie.

Gli elementi tipici da rettificare all’interno del reddito delle piccole e medie imprese sono<sup>3</sup>:

- il compenso degli amministratori: i quali non sono sempre adeguati al lavoro profuso ovvero sono eccedenti quelli “normali”, sebbene nella pratica si tenda, per varie ragioni, a confondere il reddito derivante dal capitale investito rispetto a quello del lavoro impiegato (si utilizza, cioè, il compenso amministratore come strumento alternativo alla distribuzione del dividendo);
- i canoni di locazione finanziaria: finiscono con il gravare in maniera pesante su alcuni esercizi a favore di quelli successivi all’eventuale riscatto dei beni locati. Infatti per una corretta valutazione è necessario rilevare l’ammortamento in base alla residua vita utile del bene e l’onere finanziario implicito nel contratto;
- i proventi e gli oneri straordinari: perché estranei alla gestione normale dell’attività d’impresa;
- le imposte: che devono essere rideterminate in base al nuovo utile ante imposte determinato.

<sup>3</sup> in Manzana G., Iori M. “Guida alla Valutazione d’Azienda”, Il Sole24Ore, 2014

Nel caso di specie la determinazione di "R" si può riassumere nel seguente schema:

<b>Esercizio 2014</b>	
<b>Risultato netto di bilancio</b>	<b>-13.671</b>
Compenso amministratori	100.000
Ammortamento beni in leasing	-114.228
Onere finanziario dei contratti di leasing	-21.830
Componenti straordinarie	0
Rettifiche di attività finanziarie	27.000
Canoni leasing	207.871
Defiscalizzazione 32,32%	-64.256
<b>Risultato netto "normalizzato"</b>	<b>120.886</b>
<b>Esercizio 2013</b>	
<b>Risultato netto di bilancio</b>	<b>14.321</b>
Compenso amministratori	107.500
Ammortamento beni in leasing	-114.228
Onere finanziario dei contratti di leasing	-30.857
Componenti straordinarie	1
Canoni leasing	203.988
Defiscalizzazione 32,32%	-53.782
<b>Risultato netto "normalizzato"</b>	<b>126.943</b>
<b>Esercizio 2012</b>	
<b>Risultato netto di bilancio</b>	<b>8.291</b>
Compenso amministratori	130.000
Ammortamento beni in leasing	-92.844
Onere finanziario dei contratti di leasing	-25.403
Componenti straordinarie	-1
Canoni leasing	177.739
Defiscalizzazione 32,32%	-61.243
<b>Risultato netto "normalizzato"</b>	<b>136.539</b>
<b>Media del risultato netto normalizzato (R)</b>	<b>128.123</b>

La lettera "i" sta ad indicare il tasso di rendimento normale rispetto al tipo d'investimento considerato (tasso di reddito medio realizzato, in condizioni di stabilità dei mercati, dell'azienda del settore). Tale tasso deve rappresentare il rendimento dell'investimento ed in particolare il rendimento minimo richiesto per remunerare sia

l'investimento in capitale proprio sia l'investimento nello specifico segmento, settore in cui opera l'impresa<sup>4</sup>.

Il tasso di rendimento viene determinato attraverso l'applicazione del metodo del CAPM (Capital Assets Pricing Model), che propone una relazione tra il rischio di un investimento in capitale azionario ed il rendimento da esso atteso.

Il suddetto modello esplicita le grandezze per l'individuazione di "i" secondo l'espressione di seguito indicata:

$$i = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

dove:

$r_f$  = tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio (tipicamente i BTP);

$\beta$  = coefficiente di rischio specificatamente attribuibile all'impresa in considerazione del tipo di attività esercitata;

$r_m$  = tasso di rendimento atteso del mercato.

Per determinare "rm" si è preso il rendimento del settore delle attività dei servizi di alloggio e di ristorazione (settore I della tabella Ateco 2007) dell'anno 2014 che ha un valore di 0,41% (vedi Allegato 4 della bozza di relazione peritale).

Per l'individuazione del valore di "rf" è stato preso il rendimento medio ponderato dei BTP a 3 anni corrispondente all'1,02%, in considerazione che nella presente relazione peritale sono stati presi, come illustrato sopra, i redditi dell'Edilizia Tris S.r.l. degli ultimi 3 anni e precisamente 2012 – 2013 – 2014 (vedi Allegato 5 della bozza di relazione peritale).

Il  $\beta$  è un coefficiente di rischio specificatamente attribuibile all'impresa in considerazione del tipo di attività esercitata, più è alto il beta più l'azienda è rischiosa.

Il beta di un'azienda è determinato principalmente da tre variabili:

- settore di attività: dato che i beta misurano il rischio d'impresa in relazione ad un indice di mercato, più il settore di attività risulta sensibile alle condizioni di

---

<sup>4</sup> in Fusa E. "La Valutazione d'Azienda", in Centro studi UNGDCEC, 2013

mercato più il beta sarà elevato. Aziende cicliche avranno beta maggiori di aziende non cicliche;

- grado di leva operativa: funzione dei costi di struttura di un'azienda (rapporto costi fissi/costi totali). Un'azienda con elevato grado di leva operativa, ossia alti costi fissi in rapporto ai costi totali, presenterà anche una elevata variabilità dell'EBIT che porterà ad un maggior beta. E' possibile avere una misura approssimativa della leva operativa di un'azienda guardando alle variazioni del reddito operativo come funzione delle variazioni delle vendite. Nelle aziende con elevata leva operativa il reddito operativo dovrebbe variare più che proporzionalmente quando le vendite variano;
- grado di leva finanziaria: un aumento della leva finanziaria aumenterà il beta del capitale di un'azienda. I pagamenti vincolati sul debito aumentano la volatilità del reddito netto<sup>5</sup>.

Il settore di riferimento della presente relazione peritale è quello turistico, dove l'indebitamento (leverage finanziario) aumenta sensibilmente il rischio d'impresa, in quanto in un periodo di crisi non vi sono modi di recuperare liquidità se non svendendo gli asset.

Negli ultimi anni, complice la crisi economica, tale leverage esasperato ha portato ad innumerevoli casi d'insolvenza finiti in fallimento o congelati in ardite ristrutturazioni del debito. Inoltre la normativa fiscale ha limitato nel tempo la deducibilità degli oneri finanziari per le società.

Il beta della società Edilizia Tris S.r.l. è individuabile attraverso la seguente formula:

$$\beta = \text{BRI} + \text{BRI} (1-T) D/E$$

dove:

$\beta$  = beta dell'impresa;

BRI = beta unlevered di settore (Business Risk Index di settore);

T = aliquota fiscale;

D = debito dell'impresa;

---

<sup>5</sup> in Dott. Lanfranco Lodi "La stima del Cost of Equity (Ke), Università degli Studi Roma Tre

E = mezzi propri dell'impresa.

Alla formula di cui sopra, sostituendo le lettere con i valori otteniamo un  $\beta$  per l'Edilizia Tris S.r.l. di 2,24. Considerando un aliquota fiscale del 32,32% per le società di capitale, di un BRI del 0,70<sup>6</sup>, di un debito societario di € 5.755.789 ed in fine di un ammontare di mezzi propri di € 1.767.752.

Di conseguenza per determinare il tasso di rendimento, sostituiamo i valori appena individuati ed otteniamo che:

$$i = 1,02\% + 2,24 (0,41\% - 1,02\%) = - 0,35\%$$

Dopo aver individuato tutti i fattori che permettono di determinare l'equazione del metodo misto patrimoniale-reddituale ( $W = K + (R - i K) a_{n|1,02\%}$ ), possiamo affermare che il valore della società Edilizia Tris S.r.l. è di:

$$W = 8.723.281 + (128.123 - (- 0,35\% * 8.723.281)) a_{3|1,02\%} = \mathbf{\text{€ } 9.188.773,20}$$

Sulla base della metodologia adottata (metodo misto patrimoniale-reddituale) precedentemente, con i dati contabili al 31/12/2014, **la società Edilizia Tris S.r.l. presenta un valore di € 9.188.773,20**. Come si può comprendere, tale valore risulta essere positivo in quanto, il patrimonio netto rettificato è incrementato del sovrareddito da capitalizzare, differenza tra il reddito atteso e il rendimento del patrimonio netto. Tale risultato positivo evidenzia la presenza di un avviamento positivo o goodwill.

Di conseguenza il valore della partecipazione **del 10% del capitale sociale dell'Edilizia Tris S.r.l. detenuta dal sig. Omissis... risulta essere pari ad € 918.877,32**.

## 6. Conclusione

Riepilogando i dati che precedono, si possono sottoporre all'III.mo Giudice le seguenti conclusioni:

---

<sup>6</sup> <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

- il valore della società Edilizia Tris S.r.l. è pari ad € **9.188.773,20**;
- il valore della partecipazione del sig. Omissis..., pari al 10% del capitale sociale dell'Edilizia Tris S.r.l., è di € **918.877,32**.

Con osservanza

Giulianova, li 12/09/2016



Il CTU  
(Dott. Maurizio Cartone)

