

ASTE
GIUDIZIARIE®

Studio Esposito & Partners

GIOVANNI ESPOSITO
DOTTORE COMMERCIALISTA - REVISORE CONTABILE



TRIBUNALE DI NAPOLI -V SEZIONE CIVILE

PROCEDURA ESECUTIVA N° 7255-24

Giudice dell'Esecuzione: **Dott. Gabriele Montefusco**

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

Creditore procedente: [REDACTED]

Contro [REDACTED]

PERIZIA DI STIMA DEL VALORE MONETARIO DELLE QUOTE SOCIALI

ARTEMIS IMMOBILIARE 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	10
7.	I criteri di valutazione	11
8.	Sconti e premi	14
9.	Il metodo prescelto	20
10.	Valutazione finale	32
11.	Conclusioni	33
	Allegati	34



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 Sacés) e in Pomigliano d'Arco (Na), via G. Mazzini n. 55.

Premesso che

in data 10/06/24 veniva notificato atto di pignoramento sulla proprietà delle quote nominali di € 103,500,00 della sig.ra ██████████ (C.F. ██████████) nella società Artemis Immobiliare s.r.l. (C.F. 07126271217);

in data 28/08/24 l'Illustrissimo Giudice dell'Esecuzione, dottor Gabriele Montefusco 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 Artemis Immobiliare 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

In data **24/09/24** il sottoscritto depositava relazione illustrativa circa la titolarità della quota pignorata, l'esistenza di eventuali vincoli alla sua libera trasferibilità (divieti o vincoli alla alienazione, diritti di prelazione, clausole di preferenza o gradimento, ecc.) e di eventuali precedenti pignoramenti o sequestri, con relativi allegati.

Il **02/09/24** veniva inviata richiesta ai relativi Enti circa 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 (all. 1).

Il **02/09/24** 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. 2). Ciò nonostante, non perveniva alcun riscontro.

In data **03/09/24** si acquisiva dall'Agenzia delle Entrate dichiarazione Redditi e Irap anni d'imposta 2021 e 2022, mentre per l'Iva erano disponibili anche i modelli anno d'imposta 2021, 2022 e 2023 (all. 3). Diversamente non perveniva alcun riscontro dall'Agenzia delle Entrate Riscossioni e dall'Inps

Da una visura effettuata sia al catasto fabbricati che a quello terreni, il **03/09/24** emergeva la piena proprietà di n. sei fabbricati (all. 4).

In data **17/09/24** veniva effettuata verifica sulla partita Iva della società (all. 5)

In data **20/09/24** e **02/10/24** si estraeva dalla banca dati CCIAA fascicolo storico, statuto e bilancio 2021 (ultimo depositato) e 2019 (all. 6).

In data **02/10/24** veniva effettuata ispezione ipotecaria sui beni della società (all. 7)

In data **03/10/24** si procedeva ad estrarre i tassi d'interesse sui titoli di stato 2023 (all. 8);

In data **03/10/24** si procedeva dalla relazione Banca d'Italia i premi per il rischio azionario (all. 9);

In data **04/10/24** si acquisiva Centrale Rischi a Banca d'Italia (all. 10).

In data veniva inviata bozza alle parti (all. 11).

2. Data di riferimento della perizia

La data cui si riferisce la relazione di valutazione, che coincide con quella della situazione patrimoniale maggiormente aggiornata reperita dall'esperto stimatore, è il **31/12/21**: 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 31/12/21 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);
- Centrale rischi Banca d'Italia;
- fascicolo storico societario (fonte CCIAA);
- statuto societario (fonte CCIAA);
- bilancio CEE 2021 (fonte CCIAA);
- bilancio CEE 2019 (fonte CCIAA);
- dichiarazione Ires anni 2021 e 2022 (Agenzia delle Entrate);
- dichiarazione Irap anni 2021 e 2022 (Agenzia delle Entrate);
- dichiarazione Iva anni 2021, 2022 e 2023 (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.

Ai fini della predisposizione del presente elaborato, il sottoscritto non ha ottenuto dati economici, finanziari e patrimoniali consuntivi, né dati prospettici della società.

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 2021 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: 90% del capitale sociale della società Artemis Immobiliare SRL sede in Napoli (Na), via Via E. A. Mario n. 35 CAP 80128, REA NA-862829 CF e P.IVA 07126271217, del valore nominale complessivo di €103.500,00 pari al 90% del Capitale sociale € 115.000,00.

Creditore procedente: [REDACTED] nato il [REDACTED] a [REDACTED], codice fiscale [REDACTED]

- Importo del Credito indicato in precetto: € 106.807,68 oltre interessi;
- Titolo Esecutivo: Decreto Ingiuntivo di pagamento n. [REDACTED] emesso il 13 aprile 2023 e depositato il 14 aprile 2023 dal Tribunale di Napoli nella persona del GI. Dott. Ciro Caccaviello, N.R.G. [REDACTED] dichiarato provvisoriamente esecutivo in data 4 aprile 2024.

Creditori intervenuti: -.

Pignoramento: Con pratica telematica PROT. N. [REDACTED] si procede alla trascrizione dell'atto di pignoramento quale il Tribunale di Napoli ha sottoposto a pignoramento l'intera quota di partecipazione al capitale sociale della soc. Artemis Immobiliare Srl della sig.ra [REDACTED] a favore del sig. [REDACTED]

5. Analisi della realtà oggetto di perizia

Dalla disamina del fascicolo storico sono emerse le seguenti informazioni:

Denominazione: Artemis Immobiliare SRL

Sede Legale: Napoli (Na), Via E. A. Mario n. 35 Cap 80128

Numero REA NA-862829

Codice Fiscale 07126271217

Indirizzo Posta Certificata: artemisimmobiliare@legalmail.it

Partita IVA 07126271217

Forma giuridica società a responsabilità limitata

Data atto di costituzione 15/02/2012

Data iscrizione 21/02/2012

Iscritta alla CCIAA di Napoli



Capitale Sociale Deliberato, sottoscritto e versato euro 115.000,00

Attività Esercitata Locazione immobiliare di beni propri

Oggetto sociale La società ha per oggetto: - l'esercizio dell'attività immobiliare ed in particolare la compravendita di terreni ed immobili in genere, di fabbricati e loro porzioni, industriali o agricoli sia in Italia che all'Estero, la loro gestione, locazione e vendita, con esclusione delle attività riservate alle società fiduciarie dalla legge N. 1966/1939. Essa potrà, pertanto, od anche in via complementare od occasionale, esercitare: - La costruzione diretta o a mezzo terzi di fabbricati di qualsiasi tipo, in particolare di edifici per civili abitazione e la vendita degli stessi, nonché l'esecuzione di opere diverse anche per conto di privati e dello Stato di altri enti pubblici. - La gestione di immobili di qualsiasi natura, comunque acquisti dalla società medesima od anche di terzi o per conto di terzi; in genere la realizzazione di opere edili, stradali, fognarie e di qualsiasi altra specie, il tutto compatibilmente con la propria attrezzatura ed organizzazione; - L'acquisto, la vendita, la permuta e la locazione immobiliare; - La costruzione, sia per conto proprio che per terzi, di fabbricati civili, commerciali, industriali; - L'acquisto, la vendita, la permuta di beni immobili, l'eventuale loro amministrazione e gestione, l'acquisto e il riattivamento di vecchi fabbricati, la lottizzazione di terreni e l'esecuzione di tutte le opere di urbanizzazione a ciò connesse e conseguenti, nonché lo sfruttamento ed il miglioramento dei fondi rustici; - Ogni altra attività connessa, ivi compresa la richiesta ed il conseguimento di mutui con o senza garanzie reali e personali. La società potrà eseguire i detti lavori sia direttamente che mediante appalti; la stessa potrà concorrere a gare di appalto indette da privati o e da enti pubblici e privati. La società può partecipare a consorzi o raggruppamenti di imprese. La società, per il conseguimento dell'oggetto sociale, può: - Contrarre mutui ed in genere ricorrere a qualsiasi forma di finanziamento pubblico o privato con istituti di credito, società e privati concedendo tutte le garanzie mobiliari ed immobiliari reali o personali anche a favore di terzi e per debiti di terzi, in modo non prevalente e comunque, nel rispetto dei divieti sanciti dalla legge N. 157/91 e dal decreto legislativo N. 385/93; - compiere tutte le operazioni commerciali e industriali; - assumere direttamente od indirettamente, interessenze e partecipazioni in altre imprese o società costituende o già costituite, compreso l'eventuale acquisto di attività commerciali o di produzione di vario genere, con oggetto analogo, affine o connesso al proprio; - partecipare a consorzi, società consortili o raggruppamenti d'impresa utili per il conseguimento dell'oggetto sociale; - partecipare a gare d'appalto indette da privati e da enti pubblici e privati; - acquisire o vendere aziende o rami di aziende purché operanti nel medesimo settore; - prendere in fitto aziende o rami di azienda di terzi operanti nel medesimo settore ovvero concedere in fitto a terzi la propria azienda. Infine, la società intende avvalersi di tutte le agevolazioni ed incentivazioni di natura creditizia, contributiva, tariffaria, finanziaria e/o fiscale ed altre, che siano previste in favore delle aziende che vanno ad ubicarsi nei territori del mezzogiorno d'Italia, potendo utilizzare tutti gli strumenti legislativi previsti da norme regionali, nazionali e comunitarie.

Capitale sociale Proprietà



- [REDACTED] quota di nominali 11.500,00 € di cui versati 11.500,00 €, codice fiscale [REDACTED]
[REDACTED] tipo di diritto: proprietà, domicilio del titolare o rappresentante comune [REDACTED]
() Via [REDACTED] CAP [REDACTED] presso Palazzo [REDACTED]

Capitale sociale Proprietà Pignoramento

- [REDACTED] quota di nominali 103.500,00 € di cui versati 103.500,00 €, codice fiscale [REDACTED]
[REDACTED], tipo di diritto: proprietà, domicilio del titolare o rappresentante comune [REDACTED]
() Via [REDACTED] CAP [REDACTED]

Amministratori

Amministratrice Unica [REDACTED] codice fiscale [REDACTED] Data atto di nomina 16/11/2022. Data iscrizione 21/12/2022. Durata in carica fino approvazione del bilancio al 31/12/2026.

Trasferimenti d'azienda, fusioni, scissioni, subentri

- Tipo di atto Trasferimento della sede legale. Indirizzo precedente: [REDACTED] () Via [REDACTED] Data atto 10/03/2023 Data iscrizione 30/03/2023 Nr protocollo 149405/2023 del 30/03/2023.
- Tipo di atto trasferimento ed altre operazioni su quote di s.r.l. Data atto 02/10/2017 Data iscrizione 12/10/2017 atto pubblico Registrazione n.: [REDACTED] del 02/10/2017 Località di registrazione: [REDACTED] Nr protocollo [REDACTED] del 02/10/2017.
- Tipo di atto altri atti variazione indirizzo sede nello stesso comune Data atto 01/07/2017 Data iscrizione 27/07/2017 comunicazione trasferimento della sede legale. Indirizzo precedente: [REDACTED] () Viale [REDACTED] Nr protocollo [REDACTED] del 04/07/2017.
- Tipo di atto trasferimento della sede legale. Data iscrizione 26/08/2016 Indirizzo precedente: [REDACTED] () Via [REDACTED] Nr protocollo [REDACTED] del 02/08/2016.
- Tipo di atto trasferimento ed altre operazioni su quote di s.r.l. Data atto 03/12/2013 Data iscrizione 10/01/2014 scritta Registrazione n.: [REDACTED] Serie [REDACTED] del 03/12/2013 Località di registrazione: [REDACTED] Nr protocollo [REDACTED] del 09/12/2013.

Attività. Albi ruoli e licenze

Data inizio dell'attività dell'impresa: 16/02/2013; Attività prevalente: Locazione Immobiliare di beni propri;

Codice: 68.20.01 - locazione immobiliare di beni propri o in leasing (affitto);

Importanza: prevalente svolta dall'impresa (codice di fonte Agenzia delle Entrate) e primaria Registro Imprese;

Codice: 68.1 - compravendita di beni immobili effettuata su beni propri Importanza: secondaria Registro Imprese;

Codice: 68.31 - intermediari nella mediazione immobiliare Importanza: secondaria Registro Imprese;

Numero addetti dell'impresa relativi nell'anno 2022: 1;

(Dati rilevanti al 31/12/2022).

Stato Impresa: Inattiva.

Sedi secondarie ed unità locali: -.

I bilanci del quadriennio 2021-2018 riclassificato espone i seguenti dati:

Stato patrimoniale

Attivo	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
Attivo				
A) Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti	-100.000	0	0	0
B) Immobilizzazioni				
I - Immobilizzazioni immateriali	526.527	44.065	0	0
II - Immobilizzazioni materiali	-14.375	-5.594	0	0
III - Immobilizzazioni finanziarie	0	-2.738	0	0
Totale immobilizzazioni (B)	512.152	35.753	0	0
C) Attivo circolante				
I - Rimanenze	0	487.830	607.830	607.830
II - Crediti	17.892	13.635	29.222	12.826
III - Attività finanziarie	0	0	0	0
IV - Disponibilità liquide	23.570	5.525	36.965	72.410
Totale attivo circolante (C)	41.462	506.990	674.017	693.066
D) Ratei e risconti	0	0	0	0
Totale attivo	453.614	542.743	674.017	693.066
Passivo				
A) Patrimonio netto	339.104	271.043	364.886	371.804
B) Fondi per rischi e oneri	0	0	0	10.000
C) Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato	0	0	0	0
D) Debiti	114.510	271.700	309.131	311.262
E) Ratei e risconti	0	0	0	0
Totale passivo	453.614	542.743	674.017	693.066

Conto economico

	31/12/2021 ¹	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
	Valore	Valore	Valore	Valore
	€	€	€	€
Ricavi netti		308.824	34.046	69.353
Variazione 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	3.969	1.096	0	0

¹ I valori divergono da quelli desunti dalla dichiarazione Irap per il medesimo anno d'imposta.



Per servizi	84.238	46.363	43.261	32.932
Per godimento di beni di terzi	0	0	0	0
Variazioni 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	8.172	9.233	1.992	7.947
Costi esterni	96.379	56.692	45.253	40.879
Valore aggiunto	-96.379	252.132	-11.207	28.474
Costo lavoro	768	768	0	0
Margine operativo lordo	-97.147	251.364	-11.207	28.474
Ammortamenti	9.679	9.682	0	10.000
Reddito operativo della gestione tipica	-106.826	241.682	-11.207	18.474
Proventi diversi	172.532	0	4.813	4.701
Reddito operativo	65.706	241.682	-6.394	23.175
Proventi finanziari	0	0	0	0
Oneri finanziari	0	6.526	524	124
Reddito di competenza	65.706	235.156	-6.918	23.051
Rivalutazioni	0	0	0	0
Svalutazioni	0	120.000	0	0
Reddito ante imposte	65.706	115.156	-6.918	23.051
Imposte	6.183	0	0	0
Reddito (perdita) netta	59.523	115.156	-6.918	23.051

Pur essendo assenti i bilanci degli esercizi 2022 e 2023, dalle dichiarazioni fiscali acquisite risulta che la società ha imputato operazioni attive e passive per importi esigui in tali esercizi. Pur con i limiti e le incertezze, è ragionevole ipotizzare che lo stato il patrimonio netto sia, pertanto, sostanzialmente immutato al 31/12/2023 rispetto al 31/12/2021.

6. Il settore di riferimento²

Le compravendite di abitazioni nel 2° trimestre del 2024 registrano un lieve incremento che in termini tendenziali si attesta a livello nazionale all'1,2% rispetto allo stesso periodo del 2023 e che riguarda,

² Agenzia della Entrate, pubblicazioni, statistiche II trimestre 2024.



anche se con intensità leggermente diverse, tutte le aree territoriali. Le grandi città mostrano variazioni diversificate. La quota di persone fisiche che hanno acquistato abitazioni ricorrendo a un mutuo ipotecario supera il 40%, dato in crescita rispetto a quanto rilevato nello scorso trimestre. Aumenta la quota di acquisti di prime case, circa il 71% nel secondo trimestre 2024, e solo il 6,4% delle abitazioni acquistate è di nuova costruzione. Nel mercato della locazione, le abitazioni con un nuovo contratto registrato nel secondo trimestre 2024 diminuiscono del 2,7% rispetto allo stesso trimestre del 2023. Nel dettaglio dei segmenti individuati nel mercato delle locazioni, sono però in aumento sia i contratti transitori, +1,3%, sia quelli agevolati per studenti con abitazioni locate per intero, +4,5%, e per porzione, +25,7%. Il canone complessivo aumenta, su base tendenziale, per tutti i segmenti e ammonta in questo trimestre a oltre 1,3 miliardi di euro.

I segnali di ripresa mostrati dalla fine dello scorso anno sono confermati anche nel secondo trimestre 2024, che mostra un generale aumento delle compravendite di immobili non residenziali, il 2,3% in più rispetto allo stesso periodo del 2023. L'aumento complessivo dei volumi è trasversale, dal settore terziario-commerciale che esibisce una crescita tendenziale del 3,4% al settore produttivo, in rialzo di quasi il 10%, fino al settore agricolo che prosegue l'andamento positivo degli ultimi trimestri, e segna un rialzo del 3,5%. In rialzo anche gli scambi dei negozi, +5,5%, con variazioni positive che riguardano tutte le aree del paese. I risultati positivi del trimestre sono in parte mitigati dal calo dell'1,1% osservato nella categoria delle altre destinazioni. A Roma si osservano rialzi degli scambi sia per gli uffici sia per i negozi, per contro a Milano le compravendite di uffici e negozi sono in calo.

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.

7. 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 amministrata 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:

$$EqV(\%)^3 = EqVpr(\%)^4 \times a^5$$

Se il Business Interest = 50%, il coefficient a = 1.

Se il Business Interest > 50%:

$$a = [1 - CP^6 + CP/BI^7]$$

Se il Business Interest < 50%:

³ EqV = valore complessivo della società.

⁴ EqVpr(%) = valore teorico della partecipazione

⁵ a = coefficiente di premio o sconto

⁶ CP = controllo premium (%).

⁷ BI = Business Interest (%).



$$a = 1 - MD^8$$

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

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

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

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

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;
- i rischi non sono necessariamente 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 control premium è generalmente compreso nei ranges seguenti

Controlling Interest	Control Premium
50%-55%	30%-40%
55%-60%	25%-30%
60%-70%	20%-25%

⁸ MD = Minority Discount (%).



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:

- maggiori costi di transazione;
- un costo opportunità determinato dai tempi di individuazione di una controparte;
- 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 Valuers 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 = $100 \text{ €} \times (1 - 20\%) = 80 \text{ €}$
- Volere 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 il metodo patrimoniale, mediato con quello reddituale solo se superiore al valore espresso dalla valutazione patrimoniale stessa.

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 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 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).

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 alla data del 31 dicembre 2021 sulla base di apposita situazione patrimoniale contabile di riferimento per poi valutare, sempre in un'ottica prudentiale, se effettuare su di essa opportune rettifiche;
- 2) il valore potenziale della società mediante la formula del valore attuale della rendita perpetua;
- 3) a) se il metodo di cui al punto 2 è maggiore di quello di cui al punto 1, la media dei due valori,
b) se il metodo di cui al punto 2 è minore di quello di cui al punto 1, il valore di cui al punto 1.

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.

L'ultimo bilancio disponibile è al 31 dicembre 2021: benché dalle liquidazioni periodiche iva 2022-2023, emergono operazioni attive e passive d'importo del tutto irrisorio facendo presumere la invarianza delle poste, non può escludersi a priori che la società abbia effettuato operazione che non siano transitate (ovvero dichiarate) in dette comunicazioni.

Non essendo stato consegnato allo scrivente nessun bilancio contabile, è stata preclusa la possibilità di effettuare una puntuale analisi delle singole poste ai fini valutati, dovendo limitarsi ad effettuare ragionevoli presunzioni come da paragrafo successivo.

In ragione di quanto sopra la valutazione presenta rilevanti 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 2021 sono riportati ai loro valori contabili in €:

Stato patrimoniale attivo	31-dic-21
	€
A) Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti (di cui già richiamati)	-100.000

**B) Immobilizzazioni***I. Immateriali*

1) Costi di impianto e di ampliamento	0
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	526.527
	<hr/> 526.527

II. Materiali

1) Terreni e fabbricati	0
2) Impianti e macchinario	0
3) Attrezzature industriali e commerciali	0
4) Altri beni	0
5) Immobilizzazioni in corso e acconti	0
Beni in leasing	-14.375
	<hr/> -14.375

III. Finanziarie

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	
- entro 12 mesi	0
- oltre 12 mesi	0
	<hr/> 0
c) verso controllanti	
- entro 12 mesi	0
- oltre 12 mesi	0
	<hr/> 0



d) verso altri		
- entro 12 mesi		0
- oltre 12 mesi		0
		<hr/>
		0
		<hr/>
		0
3) Altri titoli		0
4) Strumenti finanziari derivati attivi		0
		0
		<hr/>
		0
Totale immobilizzazioni		512.152
C) Attivo circolante		
<i>I. Rimanenze</i>		
1) Materie prime, sussidiarie e di consumo		0
2) Prodotti in corso di lavorazione e semilavorati		0
3) Lavori in corso su ordinazione		0
4) Prodotti finiti e merci		0
5) Acconti		0
		<hr/>
		0
<i>II. Crediti</i>		
1) Verso clienti		
- entro 12 mesi		0
- oltre 12 mesi		0
		<hr/>
		0
2) Verso imprese controllate		
- entro 12 mesi		0
- oltre 12 mesi		0
		<hr/>
		0
3) Verso imprese collegate		
- entro 12 mesi		0
- oltre 12 mesi		0
		<hr/>
		0
4) Verso controllanti		
- entro 12 mesi		0
- oltre 12 mesi		0
		<hr/>
		0



5) Verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti	0
- entro 12 mesi	0
- oltre 12 mesi	0
	<hr/> 0
5-bis) Per crediti tributari	
- entro 12 mesi	0
- oltre 12 mesi	0
	<hr/> 0
5-ter) Per imposte anticipate	
- entro 12 mesi	0
- oltre 12 mesi	0
	<hr/> 0
5-quater) Verso altri	
- entro 12 mesi	17.892
- oltre 12 mesi	0
	<hr/> 17.892
Totale crediti	<hr/> 17.892

III. Attività finanziarie che non costituiscono Immobilizzazioni

1) Partecipazioni in imprese controllate	0
2) Partecipazioni in imprese collegate	0
3) Partecipazioni in imprese controllanti	0
4) Altre partecipazioni	0
5) Azioni proprie	0
(valore nominale complessivo)	
6) Altri titoli	0
	<hr/> 0

IV. Disponibilità liquide

1) Depositi bancari e postali	23.570
2) Assegni	0
3) Denaro e valori in cassa	0
	<hr/> 23.570

Totale attivo circolante

D) Ratei e risconti	
- disaggio su prestiti	0
- vari	0
	<hr/> 0



Totale attivo	453.614
Stato patrimoniale passivo	
A) Patrimonio netto	
<i>I. Capitale</i>	115.000
<i>II. Riserva da sovrapprezzo delle azioni</i>	0
<i>III. Riserva di rivalutazione</i>	0
<i>IV. Riserva legale</i>	0
<i>V. Riserve statutarie</i>	0
<i>VI. Riserva per azioni proprie in portafoglio</i>	0
<i>VII. Altre riserve</i>	7.479
<i>VIII. Utili (perdite) portati a nuovo</i>	157.102
<i>IX. Utile d'esercizio</i>	59.523
<i>IX. Perdita d'esercizio</i>	0
Totale patrimonio netto	339.104
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	0
Totale fondi per rischi e oneri	0
C) Trattamento fine rapporto di lavoro subordinato	0
D) Debiti	
1) Obbligazioni	
- entro 12 mesi	0
- oltre 12 mesi	0
	0
2) Obbligazioni convertibili	
- entro 12 mesi	0
- oltre 12 mesi	0
	0
3) Debiti verso soci per finanziamenti	
- entro 12 mesi	0
- oltre 12 mesi	0
	0

4) Debiti verso banche	
- entro 12 mesi	0
- oltre 12 mesi	0
	0
5) Debiti verso altri finanziatori	
- entro 12 mesi	0
- oltre 12 mesi	0
	0
6) Acconti	
- entro 12 mesi	0
- oltre 12 mesi	0
	0
7) Debiti verso fornitori	
- entro 12 mesi	0
- oltre 12 mesi	0
	0
8) Debiti rappresentati da titoli di credito	
- entro 12 mesi	0
- oltre 12 mesi	0
	0
9) Debiti verso imprese controllate	
- entro 12 mesi	0
- oltre 12 mesi	0
	0
10) Debiti verso imprese collegate	
- entro 12 mesi	0
- oltre 12 mesi	0
	0
11) Debiti verso controllanti	
- entro 12 mesi	0
- oltre 12 mesi	0
	0
11-bis) Debiti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti	
- entro 12 mesi	0
- oltre 12 mesi	0
	0
12) Debiti tributari	
- entro 12 mesi	0
- oltre 12 mesi	0
	0



	0
13) Debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale	
- entro 12 mesi	0
- oltre 12 mesi	0
	0
14) Altri debiti	
- entro 12 mesi	7.356
- oltre 12 mesi	107.354
	114.510
Debiti verso società di leasing	0
Totale debiti	114.510
E) Ratei e risconti	
- aggio sui prestiti	0
- vari	0
	0
Totale passivo	453.614

Si riportano qui di seguito in dettaglio per ciascun componente patrimoniale oggetto di perizia le argomentazioni, anche in termini di incertezza sui valori contabili al 31 dicembre 2021.

Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti

Assumendo l'importo valore negativo in assenza di operazioni sul capitale può solo ipotizzarsi si tratti di un apporto da parte dei soci (ovvero una errata ri-allocazione di poste già esistenti), ma non vi sono elementi per presumere se ciò sia avvenuto in conto capitale, ovvero a titolo di finanziamento.

Immobilizzazioni

Immateriali

Il valore contabile è pari a € 526.527. Alla variazione positiva rispetto all'esercizio precedente di tale posta per € 482.462, fa da contraltare una negativa di € 487.830 (con relativo azzeramento) delle rimanenze.

In assenza di comprovate operazione sottostanti, può ipotizzarsi che trattasi del valore dei fabbricati intestati alla società erroneamente imputati alle immobilizzazioni immateriali in luogo delle materiali volendo riallocare gli stessi da bene merce (rimanenze) a bene strumentale (attivo immobilizzato). Tale prospettiva troverebbe conferma nel valore assunto dalle immobilizzazioni materiali negativo per €



14.375: infatti è verosimile che il costo sia stato imputato nelle immobilizzazioni immateriali, mentre il fondo di ammortamento sarebbe confluito a de-conto delle immobilizzazioni materiali.

Materiali

Iscritte per un valore negativo di € 14.375, si rimanda a quanto esposto sopra.

Attivo circolante

Crediti

Per i crediti iscritti nell'attivo circolante per € 17.892 essendo assente qualsiasi descrizione o dettaglio, non può effettuarsi conseguente valutazione sul presumibile valore di realizzo.

Disponibilità liquide

Le disponibilità liquide, comprendenti i valori contanti in cassa, i depositi bancari e postali, sono iscritte per € 23.570, ma non vi è alcun riscontro sulla loro composizione.

Patrimonio netto

Il patrimonio netto rappresenta la differenza tra tutte le voci dell'Attivo e quelle del Passivo, determinate secondo i criteri di rilevazione e valutazione applicati.

Il Patrimonio netto comprende le voci di seguito elencate:

- il Capitale vale a dire il valore nominale degli apporti eseguiti dai soci all'atto della costituzione o in occasione di successivi aumenti di capitale e il valore delle riserve destinate al capitale sociale nel corso del tempo;
- altre riserve;
- gli Utili (perdite) portati a nuovo, vale a dire i risultati economici di esercizi precedenti che non siano stati distribuiti o accantonati ad altre riserve;
- l'Utile dell'esercizio, vale a dire il risultato economico del periodo, così come risulta dalla corrispondente voce del Conto economico separato.

Debiti

Dal bilancio emerge che pari ad € 114.510, si riferiscono per € 7.156 (sostanzialmente stabile rispetto al 2020) entro 12 mesi e € 114.510 (- 150mila rispetto al 2020) oltre 12 mesi.

Pur nei limiti e con le incertezze dovute alla incompletezza documentale, l'assenza di oneri finanziari imputati a conto economico induce ritenere che trattasi di debiti infruttiferi d'interessi e quindi non verso il sistema bancario (eventualità confermata dall'assenza di segnalazione nella Centrale Rischi Banca d'Italia).



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 4,35% ed è stato assunto pari al rendimento netto dei BTP con durata residua pari a 10 anni emissione 2023. 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 2023 della Banca d'Italia, nella quale erano evidenziati i premi per il rischio azionario nel periodo 2022-24, R_m è stato assunto pari al 6%.

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 ad 1, risulta essere prudente nell'ottica della valutazione in oggetto, il perito ha deciso di attribuire al coefficiente β valore pari ad 1.

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

$W = R / i$ $W = R / [R_f + (R_m - R_f) \times \beta] = R / [4,35\% + (6\%) \times 1] = R / 10,35\% =$ **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 2021 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 2021.

	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	Media 2021-18
	Valore	Valore	Valore	Valore	importo
Ricavi netti	€	€	€	€	€
		308.824	34.046	69.353	103.056
Variazione delle rimanenze di prodotti	0	0	0	0	0
Incrementi di immobilizzazioni per lavori	0	0	0	0	0
Per materie prime, sussidiarie, ecc.	3.969	1.096	0	0	1.266
Per servizi	84.238	46.363	43.261	32.932	51.699
Per godimento di beni di terzi	0	0	0	0	0
Variazioni delle rimanenze di materie prime	0	0	0	0	0
Svalutazioni dei crediti	0	0	0	0	0
Oneri diversi di gestione	8.172	9.233	1.992	7.947	6.836
Costi generali	96.379	56.692	45.253	40.879	59.801



Valore aggiunto	-96.379	252.132	-11.207	28.474	43.255
Costo lavoro	768	768	0	0	384
Margine operativo lordo	-97.147	251.364	-11.207	28.474	42.871
Ammortamenti	9.679	9.682	0	10.000	7.340
Reddito operativo della gestione tipica	-106.826	241.682	-11.207	18.474	35.531
Proventi diversi	172.532	0	4.813	4.701	45.512
Reddito operativo	65.706	241.682	-6.394	23.175	81.043
Proventi finanziari	0	0	0	0	0
Oneri finanziari	0	6.526	524	124	1.794
Reddito di competenza	65.706	235.156	-6.918	23.051	79.249
Rivalutazioni	0	0	0	0	0
Svalutazioni	0	120.000	0	0	30.000
Reddito ante imposte	65.706	115.156	-6.918	23.051	49.249
Imposte	6.183	0	0	0	1.546
Reddito (perdita) netto	59.523	115.156	-6.918	23.051	47.703

Tenuto conto del valore della produzione al 2021 pari € 172.532 e l'impossibilità di procedere alla normalizzazione della redditività, depurandola da proventi e oneri non ricorrenti:

	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	Media 2021-18
Ricavi netti	0	308.824	34.046	69.353	103.056
Variazione delle rimanenze	0	0	0	0	0
Incrementi di immobilizzazioni	0	0	0	0	0
Proventi diversi	172.532	0	4.813	4.701	45.512
Valore della produzione	172.532	308.824	38.859	74.054	148.567
Reddito (perdita) netto	59.523	115.156	-6.918	23.051	47.703
Integrazioni positive al netto dell'effetto fiscale	0	0	0	0	0
Integrazioni negative al netto dell'effetto fiscale	0	0	0	0	0
Reddito (perdita) netta normalizzato	59.523	115.156	-6.918	23.051	47.703



Redditività	34,50%	37,29%	-17,80%	31,13%	32,11%
-------------	--------	--------	---------	--------	--------

$$R = 32,11\% \times 172.532 = \text{€ } 55.400$$

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

$$W = R / i \quad W = R / [R_f + (R_m - R_f) \times \beta] = 55.400 / [4,35\% + (6\%) \times 1] = 55.400 / 10,35\% = \text{€ } 535.266.$$

In funzione di quanto enunciato nel paragrafo sulla metodologia e quindi essendo il valore reddituale superiore a quello patrimoniale, il valore monetario della "ARTEMIS IMMOBILIARE S.R.L.", può verosimilmente individuarsi come pari a

Descrizione	Importo
Totale attività	€453.614
Totale passività	€-114.510
Patrimonio netto	€339.104
Metodo reddituale	€535.266
Valutazione società	€437.185

9. Valutazione finale

Oggetto del presente elaborato è la piena proprietà pari al 90,00% della "ARTEMIS IMMOBILIARE S.R.L.".

Considerando il DLOM al 30%.

Descrizione	Importo
Valutazione	€437.185
Stima quota partecipazione	90,00% €393.467
Sconto per mancanza di negoziabilità (DLOM)	30% €-118.040
Valutazione finale 100,00% del diritto di proprietà	€275.427



10. Conclusioni

Il sottoscritto in esecuzione del mandato conferitogli, in riferimento al **90,00%** pignorato della società "ARTEMIS IMMOBILIARE 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. 9 dello stesso viene disciplinato il "Trasferimento delle partecipazioni" e all'art. 10 il "Diritto di recesso";
- c) dal RI non risultano precedenti pignoramenti o sequestri; ovvero la quota non risulta appartenere, in tutto o in parte, a persona diversa dal debitore, in virtù di atto opponibile ai creditori; ovvero non emergono atti pregiudizievoli;
- d) il presumibile valore di realizzo ad oggi derivante dalla vendita delle quote sociali oggetto di pignoramento è pari a € 275.427.

Con osservanza.

Napoli, 4 ottobre 2024

L'Esperto Stimatore

Dott. Giovanni Esposito



Si allega:

- 1 richiesta agli Enti;
- 2 richiesta alla società;
- 3 documenti acquisiti dall'Agenzia delle Entrate;
- 4 risultanza catastali;
- 5 risultanza partita iva;
- 6 documenti acquisti dal Registro Imprese;
- 7 ispezioni ipotecarie;
- 8 principali tassi d'interesse Titoli di Stato italiano anno 2023 (Dipartimento del Tesoro);
- 9 Centrale Rischi a Banca d'Italia;
- 10 estratto Relazione annuale 2023 (Banca d'Italia);
- 11 invio bozza alle parti.



Studio Esposito & Partners

GIOVANNI ESPOSITO
DOTTORE COMMERCIALISTA - REVISORE CONTABILE



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 ottobre 2024



L'Esperto Stimatore
Dott. Giovanni Esposito



La presente relazione, composta di n. 35 pagine dattiloscritte su formato "A4" e undici allegati viene deposita nel fascicolo della procedura.

Napoli, 4 ottobre 2024



L'Esperto Stimatore
Dott. Giovanni Esposito

