

TRIBUNALE DI MILANO
SEZIONE III CIVILE
PROCEDIMENTO N. 4703/2023 R.G.E.

RELAZIONE TECNICA

STIMA DEL VALORE AL 31 DICEMBRE 2023 DELLA PARTECIPAZIONE
DETENUTA DAL SIG. MATTEO xxxxx NELLA SOCIETÀ KARATZIS ITALIA S.R.L.

29 APRILE 2024

Il presente elaborato è da intendersi ad uso esclusivo del Giudice e non può essere diffuso a soggetti terzi, estranei al contenzioso in essere.

Deloitte Financial Advisory S.r.l. S.B.
Via Tortona, 25
20144 Milano



INDICE

CAPITOLO	PAGINA
GLOSSARIO.....	2
1. PREMESSA.....	3
1.1 Natura e finalità dell’incarico	3
1.2 Approccio metodologico utilizzato nello svolgimento delle analisi tecniche	4
1.3 Documentazione utilizzata e struttura espositiva dell’elaborato	8
2. CONTESTO DI RIFERIMENTO	10
2.1 Brevi cenni sulla Società	10
2.2 Il contratto di affitto del ramo d’azienda	10
2.3 Le <i>performance</i> economiche, patrimoniali e finanziarie di Karatzis Italia S.r.l.	14
2.4 I risultati della stabile organizzazione italiana di Karatzi Imprese Industriali & Alberghiere Società Anonima	18
3. VALUTAZIONE DI KARATZIS ITALIA S.R.L.....	20
3.1 Presupposto della valutazione e configurazione di valore prescelta	21
3.2 Valutazione di Karatzis Italia S.r.l.....	22
4. VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE DEL SIG. MATTEO xxxxx	27
5. CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE.....	29



GLOSSARIO

Karatzis Italia / la Società	Karatzis Italia S.r.l.
Karatzis S.A.	Karatzis Imprese Industriali & Alberghiere Società Anonima
NAV	<i>Net Asset Value</i>



1. PREMESSA

1.1 Natura e finalità dell'incarico

Il presente documento (in seguito *“Relazione”* o *“Elaborato”*) è stato predisposto su incarico conferito allo scrivente Dott. Antonio Cattaneo¹, dall'Ill.mo Giudice dott. Maurizio Giuseppe CIOCCA in data 16 gennaio 2024, nell'ambito dell'esecuzione mobiliare (R.G.E. n. 4703/2023) incardinata da Karatzis Italia S.r.l., con sede legale in Milano (MI), Via Archimede n. 57 (di seguito *“la creditrice”*, rappresenta dall'Avv. Monica Bosco), a carico del Sig. Matteo xxxxx, detentore di una quota di partecipazione nella predetta società pari al 49% (di seguito, *“il debitore”*).

In particolare, il Giudice dell'esecuzione, al fine di valutare la concreta possibilità di collocazione sul mercato delle quote sociali pignorate della società Karatzis Italia S.r.l., riteneva necessario nominare un esperto per la stima delle predette quote, assegnando il seguente quesito: *“Dica lo stimatore, esaminati gli atti e i documenti di causa, acquisita tutta la documentazione utile o solo necessaria presente presso gli uffici pubblici in generale e la Camera di Commercio in particolare, sentiti gli amministratori della società le cui quote sono state pignorate, visionati i libri sociali comunque tenuti dalla società, prese le opportune informazioni presso l'Agenzia delle Entrate, l'agente per la riscossione Equitalia servizi di riscossione s.p.a., l'INPS*

¹ Antonio Cattaneo, Dottore Commercialista iscritto all'Albo di Milano e Consulente Tecnico del Tribunale di Milano e Senior Partner di Deloitte Financial Advisory S.r.l. S.B., nell'ambito della Divisione *“Forensic”* di Milano ha maturato una pluriennale esperienza quale responsabile di importanti incarichi nei seguenti ambiti: (i) consulenze tecniche (di natura economica, finanziaria, contabile ed estimativa) su incarico di Tribunali, Collegi Arbitrali, Procure della Repubblica, Curatele Fallimentari e Consulenti Legali delle parti in procedimenti civili e penali; (ii) indagini conoscitive societarie (note come *“fraud investigations”*) affidate da Commissari Giudiziari e governativi finalizzate alla identificazione di fatti illeciti (frodi, operazioni distrattive, riciclaggio, etc.), nonché alla analisi e alla ricostruzione documentale delle singole fattispecie e dei relativi profili di responsabilità; (iii) analisi di *“internal control system”* in contesti aziendali *“patologici”*, di rilevanza anche penale.



e l'INAIL o altri istituti pubblici sull'esistenza e l'ammontare di eventuali debiti della società non risultanti dai libri contabili, il presumibile valore di realizzo ad oggi derivante dalla vendita delle quote sociali di cui si discute, descrivendo agli interessati l'attività sociale e il suo andamento, verificando altresì se le partecipazioni siano liberamente trasferibili e se debba trovare applicazione l'art. 2471 terzo comma c.c."

Peraltro, per completezza d'informativa si deve segnalare che, sempre nell'ambito della citata esecuzione mobiliare, già in data 5 agosto 2023 il Giudice conferiva al sottoscritto un incarico avente ad oggetto la raccolta di informazioni preliminari di natura societaria e quantitativa relative alla suddetta Immobiliare Karatzis Italia S.r.l., e, all'esito del completamento dello stesso incarico, veniva predisposto da chi scrive un elaborato ("*Check – List*"), datato 29 novembre 2023.

Ciò detto, avendo a riferimento il suddetto quesito, ed in esecuzione dell'incarico conferito, la presente Relazione illustra ed espone gli esiti degli approfondimenti tecnici condotti dallo scrivente al fine di stimare il valore corrente teorico della partecipazione detenuta dal Sig. Matteo xxxxx nel capitale sociale di Karatzis Italia S.r.l. alla data più prossima, rispetto al conferimento dello stesso incarico.

1.2 Approccio metodologico utilizzato nello svolgimento delle analisi tecniche

Al fine di consentire una migliore comprensione degli esiti delle analisi tecniche svolte, si rendono necessarie, a parere di chi scrive, talune precisazioni in merito all'impostazione metodologica adottata ed alle limitazioni che hanno contraddistinto lo svolgimento dell'incarico.



A titolo di premessa, si precisa sin da subito che la valutazione della partecipazione in commento ha comportato, quale primo e imprescindibile *step*, la stima del valore corrente di mercato (o *Fair Value*) della Società, dal quale si è poi potuto procedere a calcolare il valore della partecipazione posseduta dal Sig. Matteo xxx. Ciò detto, si segnala che l'approccio metodologico adottato ha previsto lo svolgimento delle seguenti attività:

- comprensione preliminare degli elementi di rilievo societari disponibili per giungere alla stima del valore corrente della partecipazione detenuta dal Sig. Matteo xxxx nel capitale sociale della Società;
- scelta della metodologia di valutazione da applicare per la stima del valore economico della Società, tenuto conto delle suddette informazioni, nonché delle finalità della stima e delle caratteristiche patrimoniali e operative della Società;
- stima del valore corrente di mercato (o *Fair Value*) della Società, effettuata attraverso la determinazione di un valore teorico di riferimento in grado di esprimere una valutazione:
 - generale, ossia estranea ad ogni effetto contingente di domanda ed offerta;
 - razionale, in quanto elaborata mediante un procedimento logico;
 - oggettiva, in quanto basata su ipotesi determinate con il massimo livello possibile di obiettività;
 - stabile, in quanto le variabili considerate vengono depurate dall'effetto di eventi straordinari o transazioni a valori non normali;



- calcolo del valore dell'interessenza del Sig. Matteo xxxx nel capitale sociale di Karatzis Italia S.r.l., ottenuto moltiplicando la percentuale di partecipazione al capitale sociale della Società per il valore corrente di mercato (o *Fair Value*) della medesima.

Con riferimento al perimetro delle analisi, e più in generale agli approfondimenti tecnici sopra sinteticamente richiamati, si precisa quanto segue:

- il suddetto processo valutativo è stato condotto con riguardo alla data del 31 dicembre 2023 ("*Data di riferimento*"), quale data di chiusura di esercizio;
- le metodologie di valutazione ritenute più appropriate alla luce degli obiettivi dell'incarico sono state applicate al meglio delle conoscenze di chi scrive. I risultati stimati dal sottoscritto dipendono evidentemente dalle informazioni acquisite e riportate nella presente Relazione, la quale deve pertanto essere letta nella sua interezza;
- i valori individuati potrebbero differire dai valori di scambio, o prezzo di un'attività, elementi che dipendono sia da stime economico-finanziarie di valori intrinseci, sia da valutazioni soggettive delle parti interessate, dalla loro forza contrattuale o da loro particolari attese ed interessi;
- le informazioni utilizzate per l'applicazione delle metodologie di valutazione descritte di seguito sono state analizzate esclusivamente in termini di ragionevolezza e coerenza complessiva e non è stata svolta alcuna autonoma verifica o revisione su tali informazioni. Il lavoro, pertanto, è stato effettuato assumendo la correttezza, completezza e veridicità dei dati e delle



informazioni utilizzate, che rimangono di esclusiva pertinenza e responsabilità del *management* della Società.

Al riguardo, nel paragrafo che segue, sono state analiticamente descritte le informazioni e le fonti utilizzate ai fini della stima, intendendosi che, qualora esse dovessero risultare anche solo parzialmente non affidabili, le cause e le conseguenze non potranno in alcun modo essere ascrivibili al sottoscritto;

- si precisa altresì che non sono state svolte procedure autonome di revisione contabile sui dati, né verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività potenziali di natura fiscale, contrattuale, previdenziale, o legate a rischi di qualsiasi tipologia che non siano stati portati a conoscenza del sottoscritto;
- l'incarico in commento è stato svolto prevalentemente nel periodo da gennaio ad aprile 2024. Le analisi e le stime effettuate si basano sulle fonti ed informazioni esistenti/disponibili al momento della stima e sono quindi soggette alla variabilità delle stesse, nonché alle variazioni nella situazione economico-finanziaria della Società;
- il metodo di valutazione adottato ha richiesto l'applicazione di un processo valutativo articolato, che ha comportato, in particolare, il ricorso ad alcuni parametri selezionati anche sulla base dell'esperienza;
- gli approfondimenti allo stato condotti non hanno comportato lo svolgimento di colloqui con il Sig. Matteo xxxx;



- nel corso delle attività, ed in particolare ai fini del reperimento della documentazione, il sottoscritto si è interfacciato prevalentemente con il Dott. Giorgio Visconti, amministratore unico della società Karatzis Italia S.r.l..

1.3 Documentazione utilizzata e struttura espositiva dell'elaborato

Le analisi riportate nel presente elaborato sono state condotte sulla base della seguente principale documentazione:

- bilanci d'esercizio della Società relativi agli esercizi dal 2016 al 2022;
- bilanci di verifica della Società relativi agli esercizi dal 2018 al 2022;
- bozza di bilancio di verifica della Società relativo all'esercizio 2023 (preconsuntivo);
- dichiarazioni IRES, IRAP e IVA relative ai periodi d'imposta dal 2018 al 2022;
- contratto di affitto del ramo d'azienda stipulato in data 28 maggio 2018 tra la Società e Karatzi Imprese Industriali e Alberghiere S.A. per il tramite della stabile organizzazione italiana costituita *ad hoc*;
- proroga del contratto di affitto del ramo d'azienda del 25 maggio 2022;
- rendicontazione economica della stabile organizzazione italiana di Karatzi Imprese Industriali & Alberghiere S.A. (prospetti economici dal 2018 al 2022) e situazione patrimoniale/inventario dei beni costituenti il ramo d'azienda oggetto di affitto.

Sono state infine richieste, sempre con riferimento alla società Karatzis Italia, informazioni inerenti (i) i fondi rischi iscritti in bilancio; (ii) eventuali ulteriori conteziosi probabili/possibili il cui eventuale rischio non fosse riflesso in bilancio;



(iii) la fonte dei ricavi aziendali denominati “*altri ricavi*” e loro ripetibilità/sostenibilità nel tempo; (iv) i dati di *budget* del 2024.

* * *

Per quanto riguarda, infine, la struttura dell’elaborato, coerentemente con il perimetro dell’incarico e con l’approccio metodologico adottato, il presente documento è stato articolato come segue:

- **nel capitolo 2** vengono forniti brevi cenni sulla società Karatzis Italia S.r.l., nonché sulle *performance* storiche della medesima Società, così come desumibili dai bilanci d’esercizio relativi al periodo dal 2016 al 2023. Nel medesimo capitolo vengono altresì forniti cenni sulle *performance* storiche della stabile organizzazione italiana di Karatzi Imprese Industriali & Alberghiere Società Anonima;
- **il capitolo 3** è dedicato alla valutazione del valore economico di Karatzis Italia S.r.l.;
- **il capitolo 4** riporta le risultanze della valutazione della partecipazione del Sig. Matteo xxxx nel capitale sociale della stessa Società;
- **nel capitolo 5**, infine, si riepilogano sinteticamente le risultanze emerse dal processo valutativo effettuato dal sottoscritto.



2. CONTESTO DI RIFERIMENTO

2.1 Brevi cenni sulla Società

Karatzis Italia, costituita nel febbraio 2016 nella forma di società a responsabilità limitata con un capitale sociale di Euro 100 mila, operava nel settore del commercio, sia in ambito nazionale che europeo, di materie plastiche e fibre tessili ad uso prevalentemente agricolo. In particolare, la Società, fin dalla costituzione, focalizzava la propria attività operativa sulla commercializzazione di reti, spaghi e film per roto-imbballaggi.

A partire dal giugno 2018 la Società concedeva poi in affitto il ramo d'azienda, coincidente con il perimetro di tutta la propria attività operativa, alla società Karatzis Imprese Industriali & Alberghiere Società Anonima (di seguito anche "Karatzis S.A."), società di diritto greco, che subentrava nella gestione dell'attività caratteristica attraverso una stabile organizzazione italiana costituita *ad hoc*.

In sede di costituzione, la compagine sociale comprendeva i seguenti soci:

- il Sig. xxxx Matteo, con una partecipazione del 49% (pari a Euro 49 mila);
- "Karatzis S.A.", con una partecipazione del 51% (pari a Euro 51 mila).

La compagine sociale alla data di riferimento della presente Relazione risulta immutata.

2.2 Il contratto di affitto del ramo d'azienda

Il contratto di affitto del ramo d'azienda prevedeva una durata di 36 mesi, a decorrere dal 1° giugno 2018, con rinnovo tacito di ulteriori 12 mesi e possibilità di



entrambe le parti di recedere dal contratto con un preavviso non inferiore a sei mesi.

Detto contratto prevedeva un **canone di affitto il cui valore si fondava sulle determinazioni della perizia redatta dal dott. Peveri il quale stimava in Euro 241 mila il valore complessivo del ramo ed in Euro 29 mila il canone annuo di affitto.**

Al riguardo, si evidenzia che **la valutazione del ramo d'azienda, a supporto della determinazione del canone di locazione, incorporava uno scenario di sviluppo delle *performance* del ramo medesimo decisamente ottimistico**, atteso che il ramo aveva sempre consuntivato perdite e ciò sia nel periodo in cui era gestito da Karatzis Italia S.r.l. sia nel periodo in cui era affidata alla stabile organizzazione Karatzi Imprese Industriali & Alberghiere Società Anonima.

Più in particolare, dai dati economici riportati nella perizia del dott. Peveri utilizzati per la stima del valore di mercato del ramo d'azienda oggetto di affitto, si desume che il ramo avrebbe dovuto raggiungere una condizione di sostanziale equilibrio (*break even*) a livello di EBITDA nel 2018 mentre, a partire dall'esercizio 2019, avrebbe dovuto generare una marginalità operativa lorda positiva, via via crescente, come più chiaramente desumibile dalla seguente tabella:



Tabella 2.1 - Dati economici del ramo d'azienda riportati nella perizia del dott. Peveri per la stima del relativo valore di mercato

Importi in Euro

CONTO ECONOMICO	2017 rettificato	budget 2018	budget 2019	budget 2020
Valore della produzione	4.022.926	4.117.487	4.529.236	4.846.282
Per materie prime	3.665.238	3.596.798	3.956.477	4.233.431
Per servizi	192.212	375.350	364.850	364.850
Per godimento di beni di terzi	61.014	45.000	15.000	15.000
Variazioni delle rimanenze	- 213.512	-	-	-
Accantonamenti per rischi	-	-	-	-
Altri accantonamenti	-	-	-	-
Oneri diversi di gestione	125.493	-	-	-
Totale costi della produzione	3.830.445	4.017.148	4.336.327	4.613.281
VALORE AGGIUNTO	192.481	100.339	192.908	233.001
Costo del personale	229.919	115.000	115.000	115.000
MOL - EBITDA	- 37.438 -	14.661	77.908	118.001

Fonte: Perizia del dott. Peveri datata 23 aprile 2018

Alla luce delle considerazioni appena esposte, si ritiene che il valore annuo del canone di locazione del ramo d'azienda pari ad Euro 29 mila sia da ritenersi più che congruo/adequato e, conseguentemente, Karatzis Italia S.r.l. risulta aver beneficiato (e beneficia a tutt'oggi) di un ricavo da affitto tutt'altro che sottostimato e ciò benché il contratto non prevedesse alcun corrispettivo da parte dall'affittuaria, al termine del contratto di affitto, a titolo di costi/oneri/ammortamenti e/o contributo spese per il ripristino del valore dei beni materiali e immateriali facenti parte dell'Azienda².

Il contratto prevedeva poi un **diritto d'opzione d'acquisto a favore dell'affittuario**, pari ad Euro 241 mila, dedotti i canoni di affitto corrisposti, il TFR e le altre passività in essere fino alla data di efficacia.

² Tale clausola contrattuale stabiliva non solo che non era dovuto un conguaglio sulle differenze inventariali a valori di mercato tra l'inizio e la fine del contratto di affitto ma anche che il ripristino dei beni per la normale usura/obsolescenza/consumo non risultava dovuto.



Al contratto di affitto veniva allegato l'elenco dei beni costituenti il ramo d'azienda, così come risultanti dall'inventario iniziale, di seguito integralmente trasposto, senza che venissero tuttavia stimati i valori correnti del compendio di tali beni:

Tabella 2.2 - Elenco dei beni costituenti il ramo d'azienda risultanti dall'inventario iniziale

FORNITORE	DATA	CATEGORIA	CESPITE
CREMA DIESEL SPA	05.10.2017	AUTOVETTURA	AUTO MERCEDES CSW 220 TARGA FG 300 AT
TEAM MEMORES COMP.	18.10.2017	SOFTWARE	GESTIONALE BUSINESS CUBE
GAMMA CARRELLI SRL	23.10.2107	ATTREZZATURA VARIA	CARRELLO ELEVATORE CESAB CBE 1,6 TL
TEAM MEMORES COMP. SPA	31.10.2017	MACCHINE ELETTRONICHE UFFICIO	LIFEBOOK MOD. E736 MULTIFUNZIONE SHARP MX-C300 A4 E 4 COLORI/N. 4 COMPUTERS COMPLETI I VIDEO, MOUSE E TASTIERE
DATAWAYS HELLAS SA	17.11.2017	MACCHINE ELETTRONICHE UFFICIO	SERVER MOD. DEL PE T330IE3 COMPLETO
METRONOTTE PC SRL	24.11.2017	IMPIANTI GENERICI	IMPIANTO DI VIDEOSORVEGLIANZA
GALLI MOBILI SNC	24.11.2017	MOBILI E ARREDI UFFICIO	ARREDI UFFICI: N. 4 postazioni dipendenti complete di scrivania a L, sedia con ruote e cassetiera cn 2 ante scorrevoli, mobile basso a 6 ante con televisore Samsung e attaccapanni. N. 2 armadi archivio ufficio contabilità, n. 2 mobili bassi a 2 ante ufficio contabilità, n. 2 mobili bassi a 2 ante ufco commerciale, n.1 mobile alto per archivio a 4 ante, n. 1 mobile basso archivio lungo e con 9 ante, n. 2 mobiletti bassi e bianchi a 2 ante, n. 1 tavolino per supporto a fotocopiatrice.
FIAMMA SRL	28.11.2017	IMPIANTI GENERICI	IMPIANTO ANTICENDIO UFFICIO
ZENA OFFICE SRL	30.11.2017	SOFTWARE	RILEVATORE PRESENZE MOD. TIME TRACKER 3.0 FULL
FB IMPIANTI ELETTRICI GALLI MOBILI SNC	12.01.2018 16.01.2018	MIGLIORIE BENI TERZI MOBILI E ARREDI UFFICIO	NUOVO IMPIANTO ELETTRICO E TELEFONICO ARREDI UFFICI: Mobile per cucina composto da n. 3 ante nella parte bassa + 3 pensili, completo di lavello e frigorifero. Stanza corredata da macchina del caffè e microonde a disposizione dei dipendenti e degli ospiti. Armadio metallico a 2 ante scorrevoli per sala server.
METRONOTTE PC SRL	05.02.2018	IMPIANTI GENERICI	IMPIANTO RILEVAZIONE FUMI ANTICENDIO
LOSI COSTRUZIONI SRL	28.02.1018	MIGLIORIE BENI TERZI	IMPIANTO IDRAULICO ED ELETTRICO CUCINA
TEAM MEMORES COMP.SPA	19.04.2018	SOFTWARE	PROGRAMMA QLIK PROFESSIONAL COMPLETO DI PERSONALIZZAZIONE PROCEDURA BUSINESS CODE

Fonte: Contratto di affitto del Ramo d'azienda

Non riflessi nella situazione patrimoniale del ramo - ma da ritenersi comunque essenziali per l'attività del ramo stesso - erano i rapporti con la clientela che costituivano il bene intangibile per eccellenza, per la tipologia di attività svolta dal ramo.

In data 25 maggio 2022 le parti prorogavano il contratto di affitto del ramo d'azienda per ulteriori 36 mesi con rinnovo tacito di ulteriori 12 mesi nel caso in cui nessuna delle parti avesse comunato all'altra la propria intenzione di recedere con un preavviso di 6 mesi. Il canone annuo veniva incrementato del 5% e dunque ad Euro 30.450. Le parti convenivano altresì di mantenere ferme ed invariate tutte le



altre condizioni previste dal contratto originario, con particolare riferimento all'articolo 6 inerente il diritto di opzione di acquisto.

2.3 Le performance economiche, patrimoniali e finanziarie di Karatzis Italia S.r.l.

Nel presente paragrafo, per meglio contestualizzare le informazioni disponibili e dunque anche l'esercizio di stima, si riportano alcuni cenni sulle performance storiche della Società, di natura economica, patrimoniale e finanziaria, relative al periodo 2016-2023, così come desumibili dai corrispondenti bilanci d'esercizio³.

Nella seguente tabella si riportano in particolare i conti economici riclassificati della Società relativi al periodo in analisi:

Tabella 2.3 – Valori di Conto Economico di Karatzis Italia S.r.l. dal 2016 al 2023

Conto Economico Euro/000	2016		2017		2018		2019		2020		2021		2022		2023	
	31-dic	%	31-dic	%	31-dic	%	31-dic	%	31-dic	%	31-dic	%	31-dic	%	31-dic	%
Ricavi	1.913	100,0%	3.956	98,3%	1.321	97,0%	29	0,0	29,0	0,8	29	0,4	30	0,7	30	100,0%
Altri ricavi	0	0,0%	67	1,7%	41	3,0%	593	1,0	8,9	0,2	49	0,6	15	0,3	-	-
TOTALE VALORE DELLA PRODUZIONE	1.913	100,0%	4.023	100,0%	1.363	100,0%	622	1,0	37,9	1,0	78	1,0	45	1,0	30	-
Materie prime sussidiarie	(2.048)	-107,0%	(3.665)	-91,1%	(585)	-42,9%	-	-	(61,5)	(1,6)	(50)	(0,6)	(44)	(1,0)	(56)	(182,4%)
Servizi	(65)	-3,4%	(510)	-12,7%	(207)	-15,2%	(2)	(0,0)	-	-	-	-	-	-	-	-
Costi per godimento di beni di terzi	(100)	-5,2%	(111)	-2,8%	(76)	-5,6%	(93)	(0,1)	-	-	-	-	-	-	-	-
Oneri diversi di gestione	(1)	-0,1%	(125)	-3,1%	(9)	-0,7%	(440)	(0,7)	(1,0)	(0,0)	(15)	(0,2)	(27)	(0,6)	(1)	(3,6%)
Costo del personale	(73)	-3,8%	(230)	-5,7%	(71)	-5,2%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Variazione rimanenze	364	19,0%	214	5,3%	(578)	-42,4%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	(9)	-0,5%	(405)	-10,1%	(163)	-12,0%	87	0,1	(24,6)	(0,6)	13	0,2	(26)	(0,6)	(26)	(86,0%)
			(10,1%)		(0)		0		(0,6)		0		(1)		(1)	
Ammortamento imm. Immateriali	(3)	-0,1%	(5)	-0,1%	(8)	-0,6%	(8)	(0,0)	(6,1)	(0,2)	(3)	(0,0)	(2)	(0,0)	(0)	(0,8%)
Ammortamenti imm. Materiali	(2)	-0,1%	(6)	-0,2%	(6)	-0,4%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Acc.to fondo rischi	0,0%		0,0%		(100)	-7,3%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Svalutazione crediti	0,0%		(125)	-3,1%	0,0%		(100)	(0,2)	(3,7)	(0,1)	(7)	(0,1)	(2)	(0,0)	-	-
EBIT	(14)	-0,7%	(542)	-13,5%	(277)	-20,3%	(21)	(0,0)	(34,4)	(0,9)	2	0,0	(29)	(0,6)	(26)	(86,8%)
			(13,5%)		(0)		(0)		(0,9)		0		(1)		(1)	
(Oneri)/(proventi straordinari)	(8)	-0,4%	(28)	-0,7%	(12)	-0,9%	(5)	(0,0)	(2,3)	(0,1)	(3)	(0,0)	(3)	(0,1)	(2)	(5,4%)
(Oneri)/(proventi finanziari)	(2)	-0,1%	(14)	-0,3%	(1)	-0,1%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBT	(22)	-1,1%	(570)	-14,2%	(289)	-21,2%	(26)	(0,0)	(36,8)	(1,0)	(0)	(0,0)	(32)	(0,7)	(28)	(92,2%)
			(14,2%)		(0)		(0)		(1,0)		(0)		(1)		(1)	
Imposte	(2)	-0,1%	-	0,0%	-	0,0%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Reddito netto	(23)	-1,2%	(570)	-14,2%	(289)	-21,2%	(26)	(0,0)	(36,8)	(1,0)	(0)	(0,0)	(32)	(0,7)	(28)	(92,2%)

Fonte: Bilanci d'esercizio di Karatzis Italia S.r.l. dal 2016 al 2023

A commento della tabella si osserva sinteticamente quanto segue:

³ Si precisa che i dati relativi all'esercizio 2023 sono stati desunti dalla bozza del bilancio di verifica reso disponibile.



- la Società, negli esercizi precedenti l'affitto del ramo d'azienda (2016 e 2017), chiudeva il proprio bilancio in perdita; in particolare, nell'esercizio 2016 la perdita ammontava a Euro 23 mila, mentre nell'esercizio 2017 ammontava ad Euro 570 mila⁴;
- a partire dal giugno 2018, a seguito della stipula del contratto di affitto del ramo d'azienda coincidente con il perimetro integrale di tutta l'attività operativa alla società Karatzi Imprese Industriali & Alberghiere Società Anonima (per il tramite di una stabile organizzazione italiana), i conti economici di Karatzis Italia S.r.l. accoglievano essenzialmente, tra i ricavi, i canoni di affitto del ramo d'azienda. Detti canoni risultavano tuttavia inferiori ai costi operativi che la Società doveva in ogni caso sostenere anche in assenza di una propria attività operativa⁵;
- le perdite di esercizio nel periodo 2019-2023 risultavano così in un intorno di Euro 30 mila, fatta eccezione per l'esercizio 2021, annualità in cui il risultato d'esercizio risultava sostanzialmente pari a zero grazie allo storno parziale, per Euro 45 mila, del fondo rischi per cause in corso di Euro 100 mila, stanziato nel 2018, e alla contabilizzazione di un contributo a fondo perduto (DL Sostegni) di Euro 4 mila.

⁴ Nel 2016 la Società poteva considerarsi ancora in fase di *start up*. Le rilevanti perdite del biennio 2017-2018, quando l'attività della Società poteva ormai considerarsi a regime, erano invece dovute sia a costi operativi ricorrenti (consulenze commerciali e affitti passivi) particolarmente gravosi, che non ricorrenti (penalità e accantonamenti al fondo svalutazione crediti a seguito delle contestazioni in essere con i clienti).

⁵ La Società doveva infatti sostenere spese operative (e.g.: compenso dell'amministratore delegato, compenso del revisore, consulenze fiscali ed amministrative e per servizi contabili) non ulteriormente comprimibili.



Nella seguente tabella si rappresentano, invece, le principali grandezze patrimoniali
- finanziarie registrate nei bilanci della Società, opportunamente riclassificati, nel
medesimo periodo di riferimento:

Tabella 2.4 – Valori di Stato Patrimoniale di Karatzis Italia S.r.l. dal 2016 al 2023

Stato Patrimoniale	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Euro/000	31-dic	31-dic	31-dic	31-dic	31-dic	31-dic	31-dic	31-dic
Immobilizzazioni Immateriali	11	13	29,2	18,2	12,1	8,8	8,0	7,8
Immobilizzazioni Materiali	-	58	68,6	46,1	46,1	18,4	18,0	18,4
Immobilizzazioni Finanziarie	0	0						
Totale immobilizzazioni	10,9	71,6	97,8	64,3	58,2	27,2	26,0	26,2
Rimanenze	364	578	-					
Crediti commerciali	430	833	104,3	72,0	27,3	14,2	20,6	18,5
Debiti commerciali	(813)	(137)	(143,6)	(89,8)	(83,7)	(81,5)	(85,4)	(87,1)
Altre attività e passività	233,6	(1.464,5)	30,7	36,4	42,6	40,7	38,6	40,5
Altre Attività	302	266	72,4	46,4	51,5	48,8	46,3	47,2
Altre Passività	(68)	(1.731)	(41,6)	(10,0)	(8,9)	(8,1)	(7,7)	(6,7)
Capitale Circolante Netto	214,4	(191,2)	(8,6)	18,7	(13,8)	(26,6)	(26,1)	(28,1)
TFR	(4)	(7)	(4,1)	(3,1)	(3,1)	-	-	-
Altri fondi	-	-	(100,0)	(100,0)	(100,0)	(55,0)	(55,0)	(55,0)
Totale fondi	(3,5)	(6,5)	(104,1)	(103,1)	(103,1)	(55,0)	(55,0)	(55,0)
CAPITALE INVESTITO NETTO	221,7	(126,1)	(14,8)	(20,1)	(58,7)	(54,3)	(55,2)	(56,9)
Debiti finanziari (fin. Soci)	500	400	150,0	123,0	86,2	86,2	54,5	26,5
Banche c/o finanziamenti								
Leasing								
Obbligazioni								
Debiti diversi								
Altri debiti finanziari								
Crediti Finanziari								
Obbligazioni								
Attività finanziarie non imm.								
Disponibilità liquide e attività fin.	(355)	(633)	(232,6)	(211,8)	(213,7)	(209,1)	(178,2)	(151,9)
Posizione Finanziaria Netta	145,1	(232,8)	(82,6)	(88,8)	(127,4)	(122,9)	(123,7)	(125,4)
Patrimonio Netto	77	107	67,8	68,7	68,7	68,5	68,5	68,5
TOTALE FONTI	221,7	(126,1)	(14,8)	(20,1)	(58,7)	(54,3)	(55,2)	(56,9)

Fonte: Bilanci d'esercizio di Karatzis Italia S.r.l. dal 2016 al 2023

L'analisi degli stati patrimoniali evidenzia una scarsa dotazione di immobilizzazioni materiali ed immateriali, in buona parte riconducibile alla scelta di prendere in locazione gli immobili funzionali allo svolgimento dell'attività operativa, mentre risultavano indubbiamente più rilevanti le voci relative al capitale circolante netto.

A commento della tabella si evidenzia in particolare quanto segue:

- l'attivo fisso, dopo un iniziale incremento registrato nel triennio 2016-2018, diminuiva progressivamente nel triennio successivo fino ad assumere un valore



pari ad Euro 26 mila nel 2022 e nel 2023, e ciò essenzialmente in ragione della quote di ammortamento rilevate in ciascun esercizio. Si evidenzia che la voce immobilizzazioni materiali accoglieva per lo più mobili e arredi, macchine d'ufficio elettroniche ed autovetture e motocicli mentre la voce immobilizzazioni immateriali faceva riferimento principalmente a (i) diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzo di opere dell'ingegno (software) ed (ii) ai costi per prestazioni professionali sostenuti per la stipula del contratto di affitto d'azienda;

- il capitale circolante netto si riduceva sensibilmente nel periodo in esame, soprattutto a partire dal 2018 a seguito dell'affitto del ramo d'azienda, passando da un valore positivo pari a circa Euro 214 mila nel 2016 ad un valore negativo di circa Euro 28 mila nel 2023;
- i fondi per rischi ed oneri accoglievano, a partire dal 2018, un accantonamento per cause legali di Euro 100 mila in quanto relativo ad una procedura di arbitrato internazionale incardinata da parte di un ex-consulente. Detto fondo si riduceva di circa la metà dell'importo nell'esercizio 2021;
- la posizione finanziaria netta beneficiava, nell'esercizio 2016, di un finanziamento soci erogato dalla Karatzis SA che veniva utilizzato per la copertura delle perdite d'esercizio. Al ripianamento delle perdite non partecipava tuttavia il Sig. Matteo xxxx, pur essendo anch'egli socio con una quota di partecipazione al capitale sociale pari al 49%;



- il patrimonio netto presentava, a partire dall'esercizio 2018, valori pressoché invariati, che si attestavano a circa Euro 69 mila e ciò nonostante le perdite consuntivate in tutti gli esercizi considerati.

Nella tabella seguente si riporta, infine, il rendiconto finanziario dalla cui analisi emerge come il flusso di cassa derivante dalla gestione operativa risultasse sempre negativo, ad eccezione dell'esercizio 2020.

Tabella 2.5 – Rendiconto finanziario di Karatzis Italia S.r.l. dal 2016 al 2023

Rendiconto Finanziario	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Euro	45657	45657	44561	44561	44561	44561	44561	44561
Cassa di Inizio Periodo (A)	-	354,8	633	232,6	212	214	209	178
Risultato dell'Esercizio	(24)	(570)	(289)	(26)	(37)	(0)	(32)	(28)
Ammortamenti	5	12	14	8	6	3	2	0
Acc.to fondo rischi	-	-	100	-	-	-	-	-
Acc.to fondi svalutazione crediti	-	125	-	100	4	7	2	-
Autofinanziamento	(19)	(433)	(175)	82	(27)	11	(29)	(28)
Variazioni Capitale Circolante Netto	(214)	281	(283)	(127)	29	5	(2)	2
Variazione Fondi	4	3	98	(1)	-	(48)	-	-
Flusso di cassa gestione operativa	(230)	(150)	(360)	(46)	2	(32)	(31)	(26)
Variazione immobilizzazioni immateriali	(13)	(8)	(24)	3	-	-	(1)	0
Variazione imm. materiali	(2)	(64)	(16)	22	-	28	0	(0)
Variazione imm. finanziarie	(0)	-	0	-	-	-	-	-
Flusso di cassa attività di investimento	(16)	(72)	(40)	25	-	28	(0)	(0)
Variazione debiti finanziari	500	(100)	(250)	(27)	(37)	-	(32)	(28)
Variazione patrimonio netto	100	600	250	27	37	(0)	32	28
Flusso di cassa dalle attività finanziarie	600	500	(0)	0	-	(0)	(0)	0
Totale flusso di cassa del periodo (B)	355	278	(400)	(21)	2	(5)	(31)	(26)

Fonte: Bilanci d'esercizio di Karatzis Italia S.r.l. dal 2016 al 2023

2.4 I risultati della stabile organizzazione italiana di Karatzi Imprese Industriali & Alberghiere Società Anonima

La stabile organizzazione italiana di Karatzi Imprese Industriali & Alberghiere S.A. - società affittuaria del ramo nel periodo 2018-2022 - chiudeva i propri rendiconti sempre in negativo e la propria continuità aziendale veniva garantita dal supporto finanziario della società di appartenenza (ovvero la Karatzi Imprese Industriali & Alberghiere Società Anonima).



Considerato che l'operazione di affitto d'azienda fino al 2022 non risulta aver dato risultati economici positivi, può dunque affermarsi che la stabile organizzazione non ha finora creato "valore" ma ha generato perdite cumulate rilevanti e che il valore del canone di affitto, rivisto nel 2022, è da ritenersi più che congruo, dato il profilo reddituale (*track record*) della stabile organizzazione italiana.



3. VALUTAZIONE DI KARATZIS ITALIA S.R.L.

Avendo a riferimento il quesito posto dal Giudice in relazione all'esecuzione dell'incarico conferito, nel presente capitolo si espongono gli esiti degli approfondimenti tecnici condotti dallo scrivente in merito alla stima del valore corrente di mercato (o *Fair Value*) di Karatzis Italia S.r.l., quale imprescindibile passaggio propedeutico per la valutazione della partecipazione (49%) del Sig. Matteo xxxx.

A livello metodologico, la stima del valore di una partecipazione in una entità giuridica si traduce nella applicazione della percentuale di partecipazione (al capitale della stessa) al valore complessivo ad essa attribuito, eventualmente rettificato per l'applicazione di premi o sconti.

In particolare, muovendo dalla scelta della configurazione di valore e del criterio di valutazione più appropriato per giungere alla stima del valore della Società, tenuto in particolar modo conto degli elementi di valutazione disponibili alla data di riferimento (31 dicembre 2023), **l'approccio valutativo utilizzato**, per le ragioni che saranno illustrate nel prosieguo della relazione, **si è basato sul profilo patrimoniale della stessa**. Il riferimento alla dimensione patrimoniale della Società - considerata, nel caso specifico, nei suoi valori correnti - ha comportato la necessità di verificare anche la sussistenza di eventuali attività e passività potenziali, non rappresentate nella situazione patrimoniale al 31 dicembre 2023.

Ciò detto, nel paragrafo successivo vengono illustrati taluni aspetti introduttivi caratterizzanti la valutazione di un'entità aziendale, come per il caso specifico della Società.



Nel paragrafo 3.2 vengono invece riportate le osservazioni tecniche riguardanti la stima del suddetto valore della Società nonché gli esiti del processo valutativo condotto.

3.1 Presupposto della valutazione e configurazione di valore prescelta

La valutazione di un'entità aziendale può avvenire in base a due diversi presupposti:

(i) la continuità della gestione (*"going concern"*), oppure (ii) la presenza di condizioni di liquidazione; in altri termini, una *"entità aziendale"* assume un diverso valore se stimata nella prospettiva della continuazione dell'attività in futuro (*"going concern"*) oppure nella prospettiva della cessazione dell'attività con il realizzo, in modo atomistico o per gruppi, dei singoli beni che la compongono (*"liquidazione"*).

Nel primo caso, infatti, oggetto della valutazione è il complesso professionalmente organizzato di risorse (beni) e processi (operazioni) volto al conseguimento di benefici economici futuri; nel secondo caso, oggetto della stima sono i singoli beni, atomisticamente considerati, al netto degli oneri, diretti e indiretti, sottesi al processo di liquidazione dell'entità aziendale.

Nel caso in esame, si è definita la prospettiva della liquidazione a breve o a medio termine della Società, per le ragioni che vengono esposte nel prossimo paragrafo.

Sotto il profilo valutativo, si ritiene invece che la configurazione del valore di mercato (prospettiva che informa il processo valutativo) sia la configurazione di valore maggiormente idonea a valorizzare la Società, considerate le finalità del processo valutativo (ovvero la vendita delle quote pignorate rappresentanti una quota di minoranza del capitale sociale della Società).



Il valore di mercato fa riferimento a prezzi fatti e fattibili in futuro attraverso l'incontro della domanda e dell'offerta di beni omogenei, trattati in modo sufficientemente continuo, e presuppone la presenza di condizioni ordinate di mercato e un confronto tra operatori indipendenti e adeguatamente informati. Il profilo di liquidità del bene, cioè la sua attitudine ad essere prontamente realizzato senza subire significativi scarti di prezzo, influenza notevolmente tale valore.

Il valore di mercato trova un corrispondente nei principi contabili internazionali nel *fair value*, inteso quale valore di mercato espresso dal prezzo corrente o fattibile di un'attività, tenendo conto anche delle migliori condizioni d'uso possibili per la medesima.

3.2 Valutazione di Karatzis Italia S.r.l.

Considerato che la società concedente e la società affittuaria del ramo d'azienda evidenziano a livello economico uno squilibrio tra costi e ricavi, la valutazione di Karatzis Italia S.r.l. può essere ragionevolmente basata su due differenti scenari:

- lo scenario di liquidazione a breve termine;
- lo scenario di liquidazione a medio termine.

Scenario di liquidazione a breve termine (entro 12 mesi)

Tale scenario si concretizzerebbe qualora, in mancanza di prospettive di conseguimento di risultati positivi (utile) dalla gestione del ramo, la stabile organizzazione italiana optasse per la risoluzione del contratto di affitto.

In tal caso, Karatzis Italia non solo non potrebbe più beneficiare del flusso di ricavi da locazione (affitto del ramo) ma dovrebbe anche sopportare le perdite derivanti dalla gestione diretta (ripresa in carico) del ramo d'azienda, con necessità di



ulteriori coperture delle stesse da parte di Karatzis S.A.. In questo scenario la Società dovrebbe essere posta immediatamente in liquidazione.

La metodologia valutativa maggiormente idonea a stimare il valore di mercato della Società in sede di liquidazione è da ritenersi, quindi, quella patrimoniale, che riconduce il valore di impresa alla somma algebrica del valore di mercato degli asset/attività posseduti e dei debiti/passività da estinguere.

In particolare, il valore del capitale economico viene definito considerando il *Net Asset Value*, quale differenza tra il valore di mercato delle attività ed il valore di mercato delle passività aziendali.

In sintesi, il NAV è un metodo analitico, in quanto esprime una stima, distintamente per ciascun elemento del patrimonio (attivo/passivo), allineata al suo valore corrente. In particolare, il metodo del NAV è riassumibile nel seguente algoritmo:

$$W = PN + [(P1 + P2 + \dots) - (M1 + M2 + \dots)] (1-t) - LC^6$$

Gli *asset* vengono valorizzati singolarmente o per gruppi sulla base del valore di realizzo.

Orbene, considerato che la situazione patrimoniale al 31 dicembre 2023 include attività il cui valore di mercato (immobilizzazioni materiali ed immateriali) in

⁶ W = valore economico dell'azienda oggetto di valutazione; PN = patrimonio netto contabile; P = plusvalenze; M = minusvalenze; t = aliquota fiscale; LC = *liquidation costs* (costi di liquidazione).



un'ottica di cessione risulta trascurabile⁷, il valore di realizzo del compendio patrimoniale, dedotte le spese di liquidazione⁸, viene stimato in Euro 32,3 mila.

Tabella 3.1 - Stima del valore economico di Karatzis Italia S.r.l. al 31 dicembre 2023

Valutazione Karatzis Italia s.r.l. - metodo patrimoniale	dare	avere
Euro/000		
Attivo		
Immobilizzazioni Immateriali		
Immobilizzazioni Materiali		
Immobilizzazioni Finanziarie		
Rimanenze		
Crediti commerciali	18,5	
Altre attività	47,2	
Disponibilità liquide e attività fin.	151,9	
Totale attività	217,6	
Passivo		
Debiti Commerciali		(87)
Altre passività		(7)
Fondi rischi		(55)
Finanziamento soci		(27)
Totale passività		(175,4)
Spse di liquidazione		(10,0)
Valroe economico Karatzis Italia AL 31 DICEMBRE 2023		32,3

Fonte: Elaborazioni proprie

Si precisa che il finanziamento soci erogato dalla controllante Karatzis SA era stato nel tempo utilizzato a copertura delle perdite d'esercizio e che di tale copertura risulta aver beneficiato anche il Sig. Matteo xxxx il quale, pur non avendo

⁷ Si evidenzia che il contratto di affitto del ramo d'azienda prevedeva che nel periodo di durata dell'affitto, l'ammortamento dei beni ammortizzabili e delle spese capitalizzate inclusi nell'azienda venisse effettuato dalla affittuaria e che nessun corrispettivo fosse dovuto dall'affittuaria al termine del contratto di affitto a titolo di costi/oneri/ammortamenti e/o contributo spese per il ripristino del valore dei beni materiali e immateriali facenti parte dell'azienda.

⁸ Le spese di liquidazione sono state quantificate sulla base delle disposizioni del Decreto del Ministro della Giustizia n. 140 del 20 luglio 2012, ipotizzando che la liquidazione venga conclusa in un esercizio e considerando spese amministrative residue per portare a termine la liquidazione. Il Decreto contiene il Regolamento recante la determinazione dei parametri per la liquidazione da parte di un organo giurisdizionale dei compensi per le professioni regolarmente vigilate dal Ministero della Giustizia, ai sensi dell'articolo 9 del decreto-legge 24 gennaio 2012, n. 1, convertito, con modificazioni, dalla legge 24 marzo 2012, n. 27.



partecipato al ripianamento delle perdite, possiede una partecipazione il cui valore economico risulta positivo.

Si evidenzia tuttavia che le probabilità di avveramento dello scenario di liquidazione a breve termine qui in esame possono essere considerate, allo stato attuale, remote, in quanto la proroga del contratto di affitto siglata nel 2022 denota la volontà di Karatzi Imprese Industriali & Alberghiere SA, per il tramite della stabile organizzazione, di investire ancora sul mercato italiano.

Scenario di liquidazione a medio termine

Lo scenario in esame risulta, allo stato attuale, quello maggiormente probabile/plausibile in quanto la stabile organizzazione italiana potrebbe ragionevolmente⁹ optare per la prosecuzione del contratto di affitto fino al momento in cui diventerà proprietaria del ramo d'azienda, a seguito dell'esercizio del diritto di opzione e la corresponsione di canoni di locazione nella misura del prezzo pattuito (Euro 242 mila)¹⁰.

Con l'acquisizione del ramo d'azienda, la stabile organizzazione acquisirebbe il portafoglio clienti che rappresenta l'*asset* più rilevante del ramo medesimo. Conseguentemente, **al fine di assicurare la continuità aziendale alle due entità, Karatzi S.A. dovrebbe continuare a ripianare le perdite di Karatzis Italia S.r.l., mentre Karatzi Imprese Industriali & Alberghiere S.A. dovrebbe provvedere alla copertura delle perdite future della stabile organizzazione italiana.**

⁹ Si precisa che contrattualmente non è previsto nessun automatismo con riguardo all'acquisizione del ramo d'azienda. Al momento gli amministratori di Karatzis Italia non sono infatti a conoscenza della volontà di Karatzi Imprese Industriali & Alberghiere Società Anonima di esercitare l'opzione di acquisto entro una data precisa.

¹⁰ Fino alla data del 28 febbraio 2024 la stabile organizzazione risulta aver già corrisposto Euro 169,2 migliaia a titolo di canoni di locazione.



Per tale ragione si ritiene che la valutazione di Karatzis Itala s.r.l. al 31 dicembre 2023 dovrebbe rimanere all'incirca invariata anche negli esercizi futuri, considerato che il patrimonio netto della Società, a seguito del ripianamento delle perdite, dovrebbe attestarsi sui valori di fine 2023 (Euro 68,5 mila).

In sintesi, i due scenari innanzi rappresentati vedono Karatzis Italia s.r.l. in posizione passiva (in quanto potrebbe subire la liquidazione a seguito delle decisioni prese dalla stabile organizzazione) mentre lo scenario di ripresa in carico del ramo d'azienda da parte di Karatzis Italia S.r.l. di propria iniziativa appare poco plausibile in quanto dovrebbe fare fronte a ulteriori perdite gestionali che dovrebbero essere ripianate da Karatzi S.A..



4. VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE DEL SIG. MATTEO xxxx

L'ultimo *step* del processo valutativo riguarda la stima del valore di mercato della partecipazione del Sig. xxxx nel capitale sociale della Società.

Nel caso specifico, trattandosi di una partecipazione di minoranza, chi scrive ha ritenuto doveroso **applicare il c.d. sconto di minoranza**, calcolato in modo indiretto, ovvero stimando la percentuale di sconto da applicare alla corrispondente quota del capitale sociale.

Più precisamente la suddetta percentuale di sconto è stata determinata in considerazione delle **due componenti dello sconto di minoranza, ossia lo sconto per mancanza di:**

- **controllo**, da intendersi unicamente quale sconto per la mancanza dei benefici privati associabili alle partecipazioni di maggioranza. **Tale componente è stata assunta nella percentuale dello 0,89% sulla base delle più recenti ricerche svolte in Italia in ambito accademico¹¹ ;**
- **liquidità**, quale penalizzazione applicata alla valutazione di una partecipazione a causa dell'assenza o della carenza di un mercato pronto e attivo delle quote societarie. Anche la componente in commento è stata stimata sulla base delle risultanze di indagini empiriche, per lo più statunitensi¹². Al riguardo, i valori evidenziati dalle citate indagini mostrano **valori medi dello sconto di liquidità,**

¹¹ Cfr.: Antonio Salvi, *Premi di maggioranza e sconti di minoranza. Metodi di stima ed evidenze empiriche in Europa*, Giuffrè Editore, 2019. Al riguardo la percentuale in commento dello 0,89% è da intendersi quale valore medio degli sconti rilevati dal Professor Salvi nella sua indagine empirica relativa a società quotate.

¹² Cfr.: Olga Ferraro: *The role of premiums and discounts in business valuation. Evidence from the Italian context*, Olga Ferraro, Franco Ernesto Rubino, 2017.



a seconda che si consideri il campione totale analizzato (campione allargato) o ristretto (solo post 1990), **rispettivamente pari al 25% e al 16%**.

In sintesi, **lo sconto di minoranza è risultato pari al 25,89% (campione allargato) o al 16,89% (campione ristretto)**, quale somma delle due componenti innanzi descritte. Ai fini della presente analisi si è ritenuto di considerare un valore (20%) compreso nella forchetta di tali valori.

Ciò detto, ad esito del processo valutativo condotto, **il valore corrente attribuibile alla partecipazione detenuta dal Sig. Matteo xxxx nella società Karatzis alla data del 31 dicembre 2023, viene stimato in Euro 12,6 mila**, come riportato nella seguente tabella:

Tabella 4.1 – Stima del valore di mercato della partecipazione detenuta dal Sig. Matteo xxxx	
Stima del valore di mercato della partecipazione del Sig. Merli	
Euro/000	
Valore economico di Karatzis Italia s.r.l.	32,3
Partecipazione del Sig. Merli	49%
Valore corrente partecipazione del Sig. xxxx al lordo sconto di minoranza	15,80
Sconto di liquidità/minoranza (20%)	-3,16
Valore corrente della partecipazione del Sig. Merli	12,6

Fonte: Elaborazioni proprie



5. CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Nei precedenti Capitoli si è avuto modo di evidenziare come la valutazione economica di Karatzis Italia s.r.l. debba tener conto della peculiarità dell'affitto del ramo azienda in cui si compendia l'intera attività operativa ad un soggetto - la stabile organizzazione italiana di Karatzi Imprese Industriali & Alberghiere S.A. - facente parte del medesimo gruppo di imprese.

Ai fini della stima del valore economico della Società lo scrivente ha pertanto valutato se il canone di affitto del ramo d'azienda potesse ritenersi adeguato, trattandosi di un'operazione intercorsa tra parti correlate.

Dalle analisi condotte è emerso che l'entità del canone è da ritenersi più che congrua, alla luce dei risultati economici conseguiti prima da Karatzis Italia e, successivamente, dalla stabile organizzazione italiana di Karatzi Imprese Industriali & Alberghiere S.A..

Inoltre, Karatzis Italia - pur beneficiando del supporto finanziario del gruppo Karatzi, in grado di garantire la sua continuità aziendale - dovrebbe avere una vita residua breve o comunque non superiore al medio termine, a seconda delle scelte strategiche che il gruppo Karatzi deciderà di intraprendere circa il proseguimento dell'affitto del ramo d'azienda.

In considerazione del fatto che Karatzis Italia, allo stato attuale, non presenta prospettive di miglioramento delle proprie *performance* economiche, si è ritenuto di individuare nel **metodo patrimoniale il criterio maggiormente idoneo a stimarne il valore economico.**



Pertanto, a conclusione degli approfondimenti condotti e sulla base dell'approccio metodologico adottato, fondato sulla documentazione di riferimento in precedenza indicata, nonché sui limiti e sulle ipotesi esposte, si ritiene che **al 31 dicembre 2023 il valore di mercato di Karatzis Italia s.r.l., propedeutico ai fini della valutazione della partecipazione della Sig. xxxx nella stessa Società, possa corrispondere ad un valore positivo, che si attesta a Euro 32,3 mila.**

Ne consegue che il valore economico della suddetta partecipazione, calcolato moltiplicando la percentuale dell'interessenza (49%) al suddetto valore complessivo attribuito alla Società, dedotto lo sconto di minoranza, possa essere stimato in Euro 12,6 mila.

I valori individuati, in virtù delle specifiche esigenze imposte dalla natura dell'incarico ricevuto, devono essere interpretati e utilizzati solo per le finalità in precedenza riportate.

Milano, 29 aprile 2024

DELOITTE FINANCIAL ADVISORY S.r.l. S.B.

Antonio Cattaneo
Socio

