

CIRCOLARE MONOGRAFICA

VALUTAZIONI AZIENDALI

Indennizzi balneari: l'equità del valore alla prova della remunerazione finanziaria

Pubblicate le Linee guida per la stima del valore d'indennizzo per i concessionari uscenti da concessioni demaniali marittime

di Raffaele Marcello | 22 Ottobre 2026

Le Linee guida del CNDCEC richiamano il valore negoziale equitativo dei PIV 2026, ma affidano al WACC la determinazione dell'equa remunerazione. Il loro impiego congiunto impone di verificare che l'indennizzo non incorpori sovrapposizioni economiche.

Le recenti Linee guida del CNDCEC

La determinazione dell'**indennizzo spettante al concessionario balneare uscente** non si esaurisce nella valorizzazione degli investimenti non ammortizzati. Occorre soprattutto raccordare le due componenti previste dalla legge: il **valore economico residuo degli investimenti** e l'**equa remunerazione del capitale impiegato**. Le due grandezze seguono criteri diversi, ma concorrono nello stesso importo.



Novità

Le Linee guida pubblicate nell'ottobre 2026 dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (CNDCEC) propongono un percorso di stima che richiama i Principi Italiani di Valutazione (**PIV**) dell'Organismo Italiano di Valutazione (OIV). Il Documento individua nel **valore negoziale equitativo** (*Equitable Value*) la configurazione appropriata per la componente patrimoniale, mentre propone il **costo medio ponderato del capitale** (Weighted Average Cost of Capital, WACC) come parametro di riferimento per calcolare l'equa remunerazione.

L'indicazione, utile sul piano operativo, lascia, aperta una domanda: la somma di un valore definito in funzione degli interessi delle parti e di una remunerazione calcolata in via convenzionale conserva l'**equilibrio** che l'indennizzo dovrebbe garantire?

La natura dell'indennizzo e il richiamo ai PIV

L'art. 4, comma 9, della Legge n. 118/2022, come modificato dal D.L. n. 131/2024 (convertito con Legge n. 166/2024), riconosce al **concessionario uscente**, in caso di affidamento della concessione a

un nuovo soggetto, un **indennizzo** costituito dal valore degli investimenti effettuati e non ancora ammortizzati, al netto degli aiuti pubblici, percepiti e non rimborsati, e da quanto necessario a garantire un'equa remunerazione degli investimenti effettuati negli ultimi cinque anni.

La disposizione individua **due componenti**, senza tuttavia definirne compiutamente i criteri economico-aziendali di misurazione. Le Linee guida, sul punto, offrono criteri applicativi tratti dalla teoria e dalla prassi valutativa, pur riconoscendo la particolare natura della fattispecie.

Non si tratta, infatti, di stimare il capitale economico dell'impresa balneare né di determinarne il prezzo di cessione. L'oggetto della valutazione è rappresentato dagli **investimenti strumentali** che conservano un'utilità per il concessionario subentrante.

È una precisazione decisiva. I **PIV 2026**, nel quadro delle valutazioni legali, richiedono che la configurazione di valore e i criteri applicativi siano coerenti con la finalità della stima e con le disposizioni che la disciplinano. La configurazione di valore dipende infatti, dall'oggetto da stimare e dalla funzione assegnata alla valutazione.

Il valore negoziale equitativo come criterio di equilibrio

Il CNDCEC individua nel **valore negoziale equitativo**, richiamato dal PIV I.6.20, la configurazione maggiormente coerente con la natura dell'indennizzo.

La scelta ha una sua giustificazione. Il **valore di mercato** presuppone una negoziazione tra operatori indipendenti, mentre quello **d'investimento** riflette le caratteristiche soggettive di un determinato investitore. Entrambe risultano meno adatte quando il trasferimento delle utilità economiche consegue alla riassegnazione del titolo concessorio.

L'**Equitable Value** tiene conto delle posizioni delle due controparti e mira a evitare vantaggi ingiustificati per l'una o oneri sproporzionati per l'altra.

Applicato alle **concessioni balneari**, ciò significa riconoscere al concessionario uscente il valore dell'utilità economica residua degli investimenti, senza imporre al subentrante il pagamento di beni o interventi privi di un beneficio oggettivamente apprezzabile.

Il **valore contabile netto** è dunque un punto di partenza, non il valore da riconoscere automaticamente.

Le Linee guida ammettono il ricorso al costo storico aggiornato, al costo di riproduzione e al costo di sostituzione, opportunamente rettificati per deperimento fisico e obsolescenza. Il valore così determinato incontra, inoltre, il limite del valore d'uso, secondo l'impostazione richiamata dall'OIC 9 e dallo IAS 36.

Il criterio è in linea con l'approccio del **costo previsto dai PIV per le immobilizzazioni materiali**. Resta però da chiarire un aspetto: se il valore residuo è già costruito considerando l'utilità economica trasferita, quale funzione aggiuntiva svolge la remunerazione finanziaria?

L'equa remunerazione e la scelta del WACC

La seconda componente dell'indennizzo è rappresentata dall'**equa remunerazione degli investimenti effettuati nell'ultimo quinquennio**. Le Linee guida interpretano tale previsione come riconoscimento di un rendimento normale del capitale investito, individuando nel **WACC** il parametro ordinariamente utilizzabile.

In termini finanziari, il WACC esprime il **costo medio ponderato delle fonti di finanziamento**, tenendo conto del capitale proprio, dell'indebitamento, del relativo costo e degli effetti fiscali. Il

parametro è pertinente quando si intende stimare il rendimento normalmente richiesto agli investimenti in relazione al rischio sopportato.

Il WACC è però sviluppato nell'ambito delle valutazioni finanziarie di investimenti e aziende e quindi per utilizzarlo in un indennizzo previsto dalla legge occorre chiarire quale **rendimento** si intenda riconoscere.

Il CNDCEC propone di applicare il tasso al costo storico degli investimenti, al netto dei contributi pubblici, ponderando il risultato in funzione del periodo trascorso dall'investimento e riconoscendo una remunerazione non superiore a un'annualità. Il **quinquennio** individua così gli investimenti ammissibili, senza tradursi automaticamente in cinque annualità di rendimento. La convenzione intende compensare l'impiego di capitale, contenendo al tempo stesso l'onere a carico del subentrante.

Resta da stabilire se il **risultato** misuri il rendimento economico del capitale o sia, più propriamente, una maggiorazione calcolata secondo una regola standardizzata.

La differenza ha conseguenze concrete. Nella valutazione finanziaria, il rendimento del capitale è collegato al rischio e alla capacità dell'investimento di produrre benefici economici. Nel modello proposto, invece, la remunerazione è applicata al costo storico, indipendentemente dal rendimento effettivamente conseguito durante la concessione.

Il rischio di sovrapposizione tra valore e rendimento

La somma del valore negoziale equitativo e dell'equa remunerazione può far emergere una **sovrapposizione economica** che va verificata caso per caso.

Non per questo le due voci devono essere considerate, in ogni caso, duplicative. La loro distinta previsione trova fondamento nella legge e risponde a finalità differenti.

La **componente patrimoniale** ritorsa il valore residuo degli investimenti che conservano utilità per il subentrante. Quella **economica** riconosce una remunerazione normale degli investimenti effettuati negli ultimi cinque anni.

La distinta previsione normativa, da sola, non assicura però che la loro somma produca un importo equo.

Si consideri un **investimento il cui valore residuo sia determinato attraverso l'attualizzazione dei benefici economici futuri**. Il tasso utilizzato per attualizzare quei flussi riflette già il rischio dell'investimento e il rendimento richiesto al capitale.

L'aggiunta di un **rendimento convenzionale calcolato sul costo storico** non comporta di per sé una duplicazione in senso tecnico, poiché riguarda una componente distinta prevista dal legislatore. Può però determinare un indennizzo complessivo superiore al valore economico delle utilità trasferite.

Il rischio è meno immediato quando la componente patrimoniale è stimata mediante il **costo di sostituzione deprezzato**, ma non viene meno l'esigenza di verificare la ragionevolezza dell'importo complessivo. La correttezza dei singoli calcoli va quindi tenuta distinta dalla congruità dell'indennizzo complessivo.

Anche due stime corrette, se sommate senza una verifica di insieme, possono condurre, a un importo poco compatibile con la funzione perequativa dell'indennizzo.

Il rendimento già conseguito durante la concessione

Merita attenzione anche il **rapporto tra equa remunerazione e redditività già realizzata dal concessionario uscente**. Gli investimenti effettuati nel corso della concessione possono aver contribuito alla produzione di ricavi e risultati economici prima della cessazione del rapporto.

Il modello del CNDCEC non assume il rendimento effettivamente conseguito come parametro di determinazione della seconda componente, preferendo un **rendimento normale applicato agli investimenti ammissibili**. In questo modo si evitano ricostruzioni complesse della redditività attribuibile ai singoli beni e di ridurre la dipendenza della stima dalle capacità gestionali del concessionario.

Va però rilevato che una remunerazione finanziaria riconosciuta indipendentemente dai risultati già realizzati risponde a una logica diversa da quella ordinariamente utilizzata per misurare il rendimento economico di un investimento. In tale prospettiva, l'**equa remunerazione** si configura soprattutto come importo convenzionale previsto dalla legge, non come misura della redditività effettiva. È opportuno esplicitare questa natura convenzionale, senza attribuire al WACC una capacità di misurazione che, in questo contesto, non possiede.

La verifica di coerenza dell'indennizzo complessivo

Ciò posto, non si tratta di abbandonare il WACC, né di sostituire con criteri discrezionali quelli indicati dalla legge. Il punto è il **controllo metodologico** che il professionista deve svolgere prima di concludere la stima.

In primo luogo va controllata la **coerenza tra il rischio incorporato nel tasso di remunerazione e quello effettivamente riferibile agli investimenti**, evitando l'applicazione meccanica di parametri desunti da società non comparabili. Vanno inoltre tenute distinte le ipotesi utilizzate per la componente patrimoniale da quelle adottate per la componente economica, verificando che non siano riconosciuti benefici riferiti a investimenti estranei al perimetro dell'indennizzo.

È utile, infine, **confrontare l'indennizzo complessivo**, ove possibile, **con l'utilità economica residua trasferita al concessionario subentrante**. Non ne deriva un tetto all'indennizzo estraneo alla legge: il confronto serve a verificare la tenuta delle ipotesi adottate e a rilevare eventuali anomalie.

In questo senso i PIV non servono soltanto a scegliere il metodo, ma anche a motivare e controllare il percorso che conduce al valore conclusivo.

Un'equità da verificare nel risultato finale

Le Linee guida del CNDCEC forniscono, anche, una base utile per **uniformare i criteri per la stima degli indennizzi**, soprattutto in assenza di una disciplina tecnica sufficientemente dettagliata.

La scelta del valore negoziale equitativo è coerente con la natura dell'operazione, così come il WACC può essere utilizzato come parametro per quantificare il rendimento normale del capitale.

Rimane una **differenza di impostazione** da governare: la prima è orientata all'equità del trasferimento tra specifiche controparti; la seconda prevede una remunerazione parametrica che prescinde, almeno in parte, dall'effettiva utilità economica trasferita.

La differenza non rende il modello incoerente, purché il professionista dia conto delle scelte compiute e delle loro conseguenze sul valore finale.

La correttezza di ciascuna componente è necessaria, ma non basta, in quanto occorre **motivare anche la congruità dell'importo** risultante dalla loro somma.



Cosa fare

La tenuta del modello si misurerà proprio su questa **verifica conclusiva**: conoscere quanto spetta all'uscente, senza addossare al subentrante un costo che non trovi adeguata giustificazione nella funzione dell'indennizzo.

Riferimenti normativi:

- Legge 5 agosto 2022, n. 118, art. 4;
- D.L. 16 settembre 2024, n. 131, conv., con mod., dalla Legge 14 novembre 2024, n. 166, art. 1;
- CNDCEC, Linee guida 16 ottobre 2026, "Linee Guida per la stima del valore d'indennizzo per i concessionari uscenti da concessioni demaniali marittime".