

PERIZIA DI STIMA AZIENDALE

Procedura: **LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE**



N.R. 57/2024

Tipologia Procedura: **Liquidazione giudiziale**

Giudice Delegato: **Dott.Federico Maida**

Curatore: **Avv. Giuseppe Librizzi**

Dott. Gabriele Li Puma

Dottore commercialista Revisore contabile

Via Augusta ,52

96100 Siracusa (SR)

Indice

1.0 Premessa	PAG.3
2.0 Oggetto dell’incarico	PAG.3
3.0 Breve descrizione contesto aziendale	PAG.4
4.0 Il complesso aziendale	PAG.5
5.0 Le finalità della valutazione	PAG.6
6.0 La base dati e perimetrazione delle aziende/rami da valutare	PAG.10
7.0 I metodi di valutazione	PAG.12
8.0 La metodologia applicata	PAG.20
9.0 Conclusioni	PAG.41
10.0 Allegati	PAG.44

1.0 Premessa

Io sottoscritto Dott. Gabriele Li Puma, commercialista con studio in Siracusa, via Augusta 52, iscritto all'Albo dei dottori commercialisti ed esperti contabili di Siracusa al n.602/A, in ordine all'incarico specifico conferito il 18/12/2024 ,rende la presente relazione finalizzata all'esatta individuazione della composizione dell'azienda da porre in vendita, escludendo tutti i beni di incerta proprietà e/o disponibilità, stimando il possibile prezzo da porre a base di una procedura competitiva da espletare con termini ridotti e relativa pubblicità.

2.0 Oggetto dell'incarico

Il sottoscritto Dott. Gabriele Li Puma , commercialista con studio in Siracusa, via Augusta 52, iscritto all'Albo dei dottori commercialisti ed esperti contabili di Siracusa al n.602/A (di seguito anche "Perito") ha ricevuto incarico dal Curatore Fallimentare della procedura in epigrafe, giusta autorizzazione del G.D del 18/12/2024, di provvedere alla stima del valore complessivo dell'azienda di proprietà della società sottoposta a liquidazione giudiziale. La prospettiva della stima è quella della determinazione del valore di mercato dell'azienda, nell'ipotesi della futura cessione della stessa, al fine di fornire agli organi della procedura, in qualità di esperto, un valore di riferimento per l'espletamento delle necessarie procedure per la cessione della stessa.

La presente relazione, rappresenta il risultato dell'assolvimento di detto incarico da parte del sottoscritto perito, in piena e assoluta indipendenza rispetto a qualsivoglia soggetto direttamente o indirettamente interessato alla (o coinvolto nella) **valutazione del complesso aziendale di proprietà della**  **gestito dalla stessa, per l'esercizio dell'attività di ristorazione.**

A tal fine il sottoscritto stimatore dichiara di essere nelle condizioni soggettive prescritte per il professionista indipendente ai sensi dell'art. 2 comma 1 lettera o) CCII, ed in particolare dichiara

- di essere iscritto all'albo dei gestori della crisi e insolvenza delle imprese;
- di essere iscritto nel registro dei revisori legali;
- essere in possesso dei requisiti previsti dall'articolo 2399 del Codice Civile;
- non essere legato all'impresa o a altre parti interessate all'operazione di regolazione della crisi da rapporti di natura personale o professionale; il professionista e i soggetti con i quali e' eventualmente unito in associazione professionale, non devono aver prestato negli ultimi cinque anni attività di lavoro subordinato o autonomo in favore del debitore, ne' essere stati

membri degli organi di amministrazione o controllo dell'impresa, né aver posseduto partecipazioni in essa.

3.0 Breve descrizione contesto aziendale e di mercato

[REDACTED] i costituisce nella forma giuridica della società a responsabilità limitata, con atto del 01/10/2008 iscrivendosi nel registro delle imprese tenuto dalla Camera di Commercio del sud est Sicilia, in data 24/10/2008 [REDACTED]

[REDACTED] dunque costituita per l'esercizio dell'attività di ristorazione, ricevimenti e banchetti anche a domicilio o presso terzi, in locali pubblici o privati con fornitura di servizi collaterali ed attrezzatura, anche per intrattenimenti musicali e spettacoli, tavola calda, birreria, snackbar, hamburger-house, self-service, fast-food, osteria, rosticceria, pasticceria, gelateria, nonché per l'attività di produzione ed il commercio di prodotti enogastronomici con particolare riferimento a quelli tipici locali e tutte le altre attività di compendio e supporto a tali attività.

Di fatto, la Società ha svolto attività di ristorazione, esercitando un ristorante- pizzeria in [REDACTED]

[REDACTED] Fin dagli anni '90, il locale ha rappresentato un punto di riferimento iconico per la [REDACTED] grazie a un'offerta gastronomica unica, improntata su una tipologia di pizza con ingredienti selezionati del territorio. La sua ubicazione, in un edificio caratteristico e immerso nel verde, ne ha amplificato il valore simbolico, diventando meta prediletta per famiglie, appassionati del gusto e turisti alla ricerca dell'autenticità siciliana.

Il locale ha goduto nel tempo di riconoscimenti di stampa locale e di numerose recensioni positive, contribuendo al consolidamento di una clientela affezionata. [REDACTED]

4.0 Il complesso aziendale

La presente perizia ha per oggetto la stima del valore economico dell'azienda esercente attività di ristorazione (codice ateco 56.10.11) [REDACTED]

[REDACTED] ai fini della determinazione del prezzo base d'asta nel procedimento di liquidazione giudiziale.

[REDACTED] iconosciuto per l'originalità del menù, in particolare per una tipologia di pizza unica nel territorio.

Il locale in cui è svolta l'attività è di rilevanza storica e concesso attualmente in comodato gratuito.

Titolo di possesso e autorizzazioni amministrative

Il locale in cui è svolta l'attività è concesso attualmente in comodato gratuito stipulato nella forma verbale.

Ai fini dell'esercizio dell'attività di somministrazione di alimenti e bevande, l'aggiudicatario dell'azienda dovrà dimostrare il possesso di un titolo idoneo sull'immobile in cui si svolge l'attività, come previsto dalla normativa vigente e in particolare dai regolamenti comunali attuati tramite il SUAP (Sportello Unico Attività Produttive) del Comune di Siracusa. Il titolo di possesso rappresenta presupposto essenziale per il rilascio delle necessarie autorizzazioni amministrative.

Attualmente, [REDACTED]
in forza **di un contratto di comodato d'uso gratuito stipulato con la proprietà dell'immobile in forma verbale.**

In sede di trasferimento dell'azienda a seguito di aggiudicazione giudiziaria, il contratto di comodato non può ritenersi automaticamente cedibile, in quanto trattasi di contratto a titolo gratuito e *intuitu personae*, salvo espressa adesione della parte comodante.¹

¹ Codice Civile – Art. 1804 c.c.: “Il comodatario non può concedere a un terzo il godimento della cosa, senza il consenso del comodante.” Il comodato è un contratto gratuito e *intuitu personae*, e quindi non è automaticamente trasferibile a terzi senza il consenso espresso del proprietario dell'immobile.

Pertanto, affinché il futuro acquirente possa proseguire l'attività nella sede storica, si renderebbe necessario:

- **acquisire un nuovo titolo di disponibilità (es. nuovo contratto di locazione o conferma/trasferimento del comodato);**
- **in alternativa, condizionare il trasferimento d'azienda alla sottoscrizione di un accordo con il proprietario dell'immobile, formalizzato prima o contestualmente all'aggiudicazione.**

La sostenibilità e la continuità del titolo di godimento sull'immobile costituiscono dunque un elemento cruciale per la valorizzazione dell'avviamento aziendale e per la concreta operatività del ramo d'azienda trasferito.

Al fine della stima pertanto sono state elaborate 3 ipotesi che conducono ovviamente a valori molto diversi :

- **Scenario A:** stima nell'ipotesi di comodato non trasferibile, e dunque di azienda sprovvista di titolo idoneo all'esercizio dell'attività in quella specifica e storica location. Si applica il – **metodo patrimoniale semplice (senza avviamento) ovvero in assenza di comodato o comunque di comodato non trasferibile;**
- **Scenario B:** stima nell'ipotesi di comodato trasferibile, laddove lo stesso preveda la trasferibilità a terzi e dunque la disponibilità di un titolo valido al mantenimento della location storica per l'esercizio dell'attività; azienda con disponibilità del locale storico , si applica **metodo reddituale ed il alternativa il metodo misto patrimoniale/reddituale con stima autonoma dell' avviamento ;**
- **Scenario C:** stima nell'ipotesi di accordo preventivo con la proprietà per la stipula di un contratto di locazione commerciale al canone locativo stimato in euro 6.000 mensile. Azienda con disponibilità del locale storico , si applica il **metodo reddituale ed il alternativa il metodo misto patrimoniale/reddituale con stima autonoma dell' avviamento .**

5.0 Le finalità della valutazione

La valutazione è finalizzata alla determinazione del valore economico dell'azienda di proprietà della società sottoposta a liquidazione giudiziale.

La prospettiva della stima è quella della determinazione del valore di mercato dell'azienda, nell'ipotesi della futura cessione della stessa, al fine di fornire agli organi della procedura, in qualità di esperto, un valore di riferimento per l'espletamento delle necessarie procedure per la cessione della stessa.

La determinazione del valore del complesso oggetto di stima si fonda su un'indagine effettuata alla data della liquidazione giudiziale.

Dalla data di riferimento della perizia a quella di redazione e firma della stessa non sono intervenute variazioni nei valori attribuibili alle poste, tali da modificare le conclusioni raggiunte.

Oggetto della presente valutazione è la determinazione del valore attuale dell'azienda condotta dalla odierna liquidata, così come definita dall'art. 2555 codice civile, ovvero sia il complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per lo svolgimento dell'attività d'impresa. L'azienda comprende quindi, secondo tale definizione, beni materiali e beni immateriali, nonché rapporti giuridici, cioè contratti, debiti e crediti. **Nel caso di specie, essendo la società sottoposta a liquidazione giudiziale, se non diversamente specificato, i crediti ed i debiti relativi all'azienda non sono oggetto di cessione, e pertanto vengono esclusi dalla presente valutazione.**

L'art. 105, comma 4 L.F., l'art. 214 comma 3 CCII, stabilisce, in ogni caso: "Salva diversa convenzione, è esclusa la responsabilità dell'acquirente per i debiti relativi all'esercizio delle aziende cedute, sorti prima del trasferimento", non trova quindi applicazione l'art. 2560 c.c..²

I valori delle immobilizzazioni materiali e immateriali iscritte in bilancio sono stati opportunamente ridotti o azzerati secondo criteri maggiormente rappresentativi dell'attuale loro consistenza patrimoniale **ed in particolare il valore dei beni materiali iscritti in bilancio sono rettificati in funzione della stima separata e particolare effettuata su ciascun bene inventariato a cura della società incaricata Crono aste srl (Allegato A), alla quale si fa rinvio per la singola e dettagliata descrizione.**

È doveroso fornire un breve inquadramento in ordine ad alcuni concetti fondamentali posti alla base del processo di valutazione di azienda.

Oggetto del lavoro peritale è la misurazione del valore attribuito al complesso aziendale che è frutto di stime che possono essere diverse in ragione di molteplici fattori posti a presupposto della valutazione. Tale valore può - ma accade che se ne discosti anche notevolmente - essere diverso dal prezzo, che rappresenta il corrispettivo della cessione e che è il frutto dell'accordo tra le parti.

² Ai sensi degli artt. 118, comma 8, e 214, comma 3, del D.lgs. n. 14/2019 (c.d. "Codice della Crisi"), in caso di **concordato preventivo, liquidazione giudiziale, concordato semplificato liquidatorio e concordato minore l'acquirente non è responsabile per i debiti relativi all'esercizio delle aziende cedute, sorti prima del trasferimento.** L'esclusione di operatività dell'art. 2560 c.c. opera altresì in caso di **composizione negoziata della crisi**, posto che l'art. 22, comma 1, lett. d), del Codice della Crisi prevede – con il consenso del Tribunale – la possibilità di trasferire l'azienda oppure uno o più suoi rami senza responsabilità solidale dell'acquirente per i debiti aziendali.

Tali valori, infatti, possono divergere in quanto influenzati da fattori endogeni ed esogeni che ne condizionano la determinazione. Nella pratica, è facilmente rilevabile che raramente il valore coincida con il prezzo di cessione.

Ciò premesso, sarà successivamente esposta una breve disamina dei metodi elaborati dalla teoria aziendale nel corso degli anni per le valutazioni d'azienda, al fine di permettere di comprendere le scelte valutative effettuate dal sottoscritto.

Per ogni metodologia verranno evidenziati pregi e difetti, precisando che non è possibile determinare a priori una metodologia che risulti preferibile ad altre.

La scelta, operata dallo stimatore, risulta condizionata da molteplici fattori e necessita sempre di un'attenta conoscenza di tutti gli aspetti della specifica azienda oggetto di valutazione e pertanto delle sue peculiarità.

A titolo esemplificativo, la scelta può verosimilmente essere condizionata dal settore e dall'ambiente in cui l'azienda opera, dalle dimensioni, dal grado di tecnologia dei prodotti in riferimento al mercato in cui opera, dall'organizzazione della contabilità, dagli investimenti in ricerca, dall'attendibilità della programmazione e dalla sostenibilità dei risultati previsti nei business plan.

Le modalità ed i criteri seguiti sono diversi a seconda delle finalità che si perseguono. In particolare

- se lo scopo è quello di determinare il valore di una azienda durante la sua ordinaria vita, la valutazione andrà effettuata nell'ottica della continuazione dell'attività (criterio di funzionamento);
- se lo scopo valutativo è quello di determinare il valore dell'azienda che deve essere cessata, la valutazione andrà effettuata nell'ottica del realizzo dei beni di cui si compone la stessa azienda (criterio di liquidazione);
- se lo scopo è quello di determinare il valore di un'azienda che sta per essere ceduta, la valutazione dovrà tenere conto anche di elementi che normalmente non toccano il soggetto economico (i redditi prospettici, i flussi di cassa attesi, ecc.) e andrà effettuata nell'ottica della continuazione dell'attività (criterio di funzionamento).

Quando si deve valutare l'azienda, non è quasi mai sufficiente valutare i singoli beni, in quanto occorre anche una valutazione dell'azienda intesa come entità sulla base della sua capacità di produrre reddito (avviamento).

L'avviamento si definisce come la capacità dell'azienda di conseguire redditi nel tempo;

La differenza tra una azienda di nuova costituzione e una azienda avviata è da ricercarsi proprio nella possibilità di produrre risultati economici in conseguenza della collaudata organizzazione dei fattori della produzione nell'azienda stessa. L'azienda ben avviata,

dunque, fa leva su un aggregato di condizioni immateriali favorevoli che le danno maggiore attitudine a raggiungere i propri obiettivi ed a produrre utili. Di conseguenza, chi acquista un'azienda funzionante riconosce al cedente un valore di avviamento, che per l'acquirente altro non è se non il prezzo da pagare per evitare i rischi di insuccesso legati all'attività nuova, ed il sostenimento dei costi di impianto.

Nel caso in esame, in tema di avviamento commerciale, assume particolare rilevanza la sede destinata all'esercizio dell'attività:

Il valore dell'avviamento commerciale [REDACTED] è strettamente e intimamente connesso alla disponibilità dell'attuale sede operativa, [REDACTED] La clientela è storicamente legata al connubio inscindibile tra l'esperienza gastronomica offerta e la specificità della location: non si tratta solo di una pizzeria, ma di un luogo evocativo, immerso nel verde e parte integrante dell'identità percepita dal consumatore. L'esperienza del cliente si sviluppa in quella precisa cornice, tanto che il trasferimento dell'attività in un'altra sede, pur mantenendo lo stesso marchio e lo stesso format, determinerebbe un'alterazione profonda del percepito di valore. In termini prudenziali, l'avviamento può dunque considerarsi economicamente stimabile solo nella misura in cui la nuova titolarità aziendale possa mantenere l'attività nella medesima sede storica. In assenza di un valido titolo di godimento sul bene immobile – quale condizione essenziale per proseguire l'attività nello stesso luogo – l'avviamento commerciale deve ritenersi **non valutabile** e, conseguentemente, **escluso dalla stima aziendale**. In tale ipotesi, appare corretto procedere con un metodo di tipo patrimoniale semplice, basato esclusivamente sulla valorizzazione dei beni materiali.

Tale impostazione rappresenta un criterio prudenziale coerente con i principi estimativi in ambito concorsuale, teso ad evitare la sovrastima di valori potenzialmente non esigibili in sede di vendita giudiziale.

Come già detto, oggetto del lavoro peritale è la misurazione del valore attribuito al complesso aziendale che è frutto di stime che possono essere diverse in ragione di molteplici fattori posti a presupposto della valutazione. Tale valore può - ma accade che se ne discosti anche notevolmente - essere diverso dal prezzo, che rappresenta il corrispettivo della cessione e che è il frutto dell'accordo tra le parti o, nel caso, del valore che controparte ritiene di attribuire allo stesso, compatibilmente al personale piano di investimento.

Tali valori, infatti, possono divergere in quanto influenzati da fattori endogeni ed esogeni che ne condizionano la determinazione. Nella pratica, è facilmente rilevabile che raramente il valore coincida con il prezzo di cessione.

6.0 La base dati e perimetrazione delle aziende/rami da valutare

La base documentale rappresenta la piattaforma informativa contenente ogni dato ed informazione considerata rilevante e tale da potere influenzare in modo significativo la valutazione. La valutazione deve esprimere un giudizio consapevole per cui è necessario formalizzare la base informativa utilizzata, che deve essere ragionevolmente obiettiva e completa, con specifica rilevazione delle eventuali limitazioni. L'apprezzamento dell'attendibilità della base informativa è fase propedeutica all'esecuzione dell'incarico di valutazione, mirata a evitare che l'utilizzo di dati e informazioni rilevanti che presentino evidenti sintomi d'inattendibilità possano distorcere la stima, conducendo il professionista a una valutazione non corretta e gravemente inattendibile. Un dato o un'informazione inattendibile sono rilevanti quando il loro effetto sulla valutazione è idoneo ad alterare, anche solo potenzialmente, le decisioni degli utilizzatori della stima. L'apprezzamento dell'attendibilità della base informativa non costituisce un'attestazione sulla veridicità della base informativa stessa, né comprende un'attività di revisione sulle informazioni contabili dell'azienda. Tali attività non sono parte dell'incarico di valutazione, salvo che l'incarico non sia espressamente esteso a esse. Ad eccezione di quest'ultimo caso, il professionista riconoscerà quale modalità di svolgimento dell'incarico che le attività valutative siano svolte sulla base di dati e informazioni resi dal committente, senza effettuare su di essi attività di revisione o attestazioni di veridicità, ossia limitandosi al generale e complessivo apprezzamento dell'attendibilità della base informativa.

Nell'ambito delle valutazioni una delle principali attività è l'individuazione dei beni che compongono l'azienda o i rami della stessa. Prima di procedere ad una qualsiasi stima occorre delineare correttamente l'esatto perimetro di analisi. Il problema si acuisce sensibilmente in un contesto di crisi, poiché non si opera in normali condizioni di funzionamento dell'intero complesso e dei singoli beni che lo compongono. L'attività che il professionista è tenuto a svolgere varia in funzione del contesto e della finalità della valutazione. In alcuni casi la definizione del perimetro dell'azienda oggetto di valutazione è definito a priori e acquisito, senza verifiche ed integrazioni, dal professionista ai fini della valutazione. In altri casi è richiesto al professionista di verificare e definire l'esatto perimetro dell'azienda oggetto di valutazione. **In tale secondo caso valgono le seguenti indicazioni: l'azienda, o un suo ramo, è costituita da un complesso coordinato di beni, di rapporti giuridici, di risorse umane unite da una finalità economica comune e dalla capacità di generare un autonomo flusso di risultati; così, in un contesto di crisi, il professionista deve verificare la presenza di tutte queste condizioni indicando nella stima l'esistenza o meno delle predette condizioni ed i pregiudizi sul normale esercizio dell'azienda (o del ramo di azienda).**

Ad elevare le criticità del caso in esame concorrono, fra l'altro, ulteriori elementi che possono incidere sulla determinazione del valore attribuibile al ramo aziendale, ovvero:

- **l'azienda non dispone di beni immobili di proprietà**, il locale ove esercitare l'attività converge per effetto del titolo rappresentato dal contratto di comodato d'uso gratuito e soprattutto con gli effetti sopra descritti nella valutazione dell'avviamento;
- **l'azienda dispone di beni mobili strumentali di proprietà**, così come descritti nella relazione di stima redatta da Crono Aste srl (**Allegato A**) .
- **l'azienda non dispone di risorse umane ;**

In estrema sintesi , il ramo aziendale, oggetto di stima è dunque costituito da:

- **Beni materiali di proprietà ;**
- **Bene immobile di proprietà di terzi** in uso per la durata del relativo contratto di comodato d'uso gratuito;
- **Avviamento commerciale con le riserve sopra espresse.**

La valutazione qui di seguito è condotta considerando 3 scenari alternativi , ovvero:

- **Scenario A:** stima nell'ipotesi di comodato non trasferibile, e dunque di azienda sprovvista di titolo idoneo all'esercizio dell'attività in quella specifica e storica location. Si applica il – **metodo patrimoniale semplice (senza avviamento) ovvero in assenza di comodato o comunque di comodato non trasferibile;**
- **Scenario B:** stima nell'ipotesi di comodato trasferibile, laddove lo stesso preveda la trasferibilità a terzi e dunque la disponibilità di un titolo valido al mantenimento della location storica per l'esercizio dell'attività; azienda con disponibilità del locale storico , si applica **metodo reddituale ed il alternativa il metodo misto patrimoniale/reddituale con stima autonoma dell' avviamento ;**
- **Scenario C:** stima nell'ipotesi di accordo preventivo con la proprietà per la stipula di un contratto di locazione commerciale al canone locativo stimato in euro 6.000 mensile. Azienda con disponibilità del locale storico , si applica il **metodo reddituale ed il alternativa il metodo misto patrimoniale/reddituale con stima autonoma dell' avviamento .**

Qui di seguito si rappresenta la metodologia di stima adottata dallo scrivente, seguendo uno dei metodi riconosciuti in dottrina e raccomandati dal Consiglio Nazionale dell'Ordine dei commercialisti .

7.0 I Metodi di valutazione

La tecnica aziendalistica ha elaborato varie metodologie per la misurazione del valore basate su altrettanti approcci che fondamentalmente si contraddistinguono in:

- Redditali
- Patrimoniali
- Finanziari (Flussi di reddito o di cassa)
- Misti patrimoniali / redditali

La scelta di tali metodi ovviamente si basa su presupposti diversi e porta ad altrettanti risultati; la scelta dell'uno o dell'altro metodo non possono tuttavia essere indifferenti al risultato in quanto ognuno di essi si conforma maggiormente alla realtà aziendale che si intende analizzare. A titolo estremamente esemplificativo risulta chiaro che per valutare una società immobiliare di norma si faccia riferimento a metodi che pongano in primo piano l'aspetto della consistenza patrimoniale anziché di flussi di cassa o di reddito, viceversa tali metodologie verranno prese in maggior considerazione ove la componente di flusso sia maggiormente significativa rispetto alla componente patrimoniale.

Il metodo patrimoniale esprime il valore dell'azienda in funzione del valore del suo patrimonio, quantificandone il valore 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 ad un valore opportunamente rettificato rispetto ai criteri contabili di valutazione utilizzati nella predisposizione del bilancio di esercizio, quindi ... la valutazione od il processo di stima operata con il metodo patrimoniale potrebbe essere definita:

- ANALITICA, cioè riferita ad ogni singolo elemento del patrimonio aziendale;
- A VALORI CORRENTI, cioè fa riferimento a "valori" di mercato in essere alla data della valutazione;
- DI SOSTITUZIONE, perché l'ipotesi assunta è quella del riacquisto o della riproduzione per gli elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi

La valutazione dell'azienda con il metodo patrimoniale è meno soggettiva di quella ottenuta con altri metodi: minore è sia il numero di ipotesi da assumere, sia le competenze soggettive per la valutazione .

Non si deve procedere alla valutazione dei flussi di reddito o di cassa; si riduce di conseguenza l'incertezza sul risultato del processo di valutazione.

È un metodo talvolta usato per aziende con forte patrimonializzazione, cioè aventi un elevato ammontare di attività immobilizzate (es. holding pure, società immobiliari...)

Il metodo patrimoniale ha due evidenti limiti:

1. Il valore dell'azienda è determinato sulla base del saldo algebrico tra attività e passività e quindi su dati storici (rivalutati), ponendo in secondo piano la capacità dell'azienda di generare nel futuro reddito o flussi di cassa;
2. Si attribuisce un valore corrente ad ogni voce di bilancio, sia essa attiva o passiva, prescindendo dalla sua appartenenza al complesso aziendale unitariamente inteso e in funzionamento .

Punto di partenza: è la situazione patrimoniale dell'azienda, espressa con valori di funzionamento. Il capitale netto contabile viene rettificato, adeguando le singole componenti del patrimonio ai valori correnti di mercato.

Il metodo patrimoniale semplice quantifica il valore economico del capitale dell'azienda rettificando opportunamente il valore del patrimonio netto. Rende attuale ed aggiornato il valore relativo al patrimonio dell'azienda

$$V = K$$

dove:

V= valore dell'azienda

K= valore patrimoniale rettificato

- Per gli elementi che compongono l'attivo patrimoniale destinati allo scambio o risultanti da precedenti scambi, il criterio preso a riferimento è quello del Valore di presumibile realizzo;
- Per le immobilizzazioni strumentali, il criterio preso a riferimento è quello del Valore di sostituzione;
- Gli elementi che compongono il passivo patrimoniale vengono invece valutati con il criterio del Valore di presunta estinzione.

Il metodo patrimoniale complesso quantifica il valore economico del capitale dell'azienda rettificando opportunamente il valore del patrimonio netto ed includendo il valore delle risorse "intangibili" anche se non iscritte a bilancio (purché "separabili")

$$V = K + I$$

dove:

V= valore dell'azienda

K= valore patrimoniale rettificato

I= valore degli elementi immateriali

Ogni bene immateriale deve avere le seguenti caratteristiche:

- Deve originare utilità differite nel tempo;
- Deve essere trasferibile;
- Deve essere misurabile.

La valorizzazione dei beni immateriali pone, in situazioni di crisi, una serie di problemi potendosi, a seconda dei criteri utilizzati, pervenire a risultati anche fortemente difformi; per tali ragioni, le metodologie applicate devono essere particolarmente rigorose. Il metodo patrimoniale, nelle sue varianti di metodo semplice o complesso, è solitamente il metodo di riferimento delle aziende in crisi che optano per la soluzione liquidatoria. L'identificazione del capitale netto rettificato fornisce comunque una misura delle potenzialità patrimoniali dell'organizzazione. Ne consegue che la sua misurazione può fornire di per sé una informazione utile e comporre parte integrante e cruciale dell'analisi fondamentale che porta alla valutazione dell'azienda, nonché a definire le scelte in merito alla eventuale convenienza a cessare l'attività.

Il metodo reddituale

I metodi reddituali si basano sull'assunto che la capacità reddituale è la grandezza che meglio descrive il valore aggregato dell'azienda, nella prospettiva che il valore dell'azienda si identifica con la sommatoria dei flussi economici ottenibili a cui si aggiunge, laddove l'orizzonte temporale sia limitato, il valore finale.

La valutazione presuppone quindi la quantificazione della capacità reddituale prospettica (espressa da R) e la definizione di un modello di calcolo che consenta di esprimere il valore dell'azienda in funzione di tale capacità attesa. Riguardo al modello di calcolo, si utilizza un comune modello di attualizzazione dei flussi di reddito previsionali, il cui parametro fondamentale è il tasso di attualizzazione al quale tali flussi vengono scontati.

La stima del reddito prospettico richiederebbe, a rigor di termini, lo sviluppo di un opportuno piano industriale, le cui proiezioni siano, eventualmente, integrate da dati storici, prendendo quindi in considerazione anche i redditi passati, rappresentati con opportune rettifiche, ovvero un processo di "normalizzazione" (si pensi, ad esempio, a quei redditi prodotti per cause eccezionali e non ripetibili e straordinari). Ciò non toglie che, a seconda delle esigenze e delle specifiche caratteristiche dell'azienda esaminata, la capacità reddituale della stessa possa essere stimata a partire dai soli dati consuntivi oppure, in alternativa, su basi puramente

previsionali. Per quanto concerne il margine economico che meglio esprime la capacità reddituale dell'azienda ai fini della valutazione, questo dipende dalle caratteristiche dell'azienda e può essere costituito alternativamente dall'Ebitda, dall'Ebit o dall'utile netto.

Il tasso di attualizzazione al quale i redditi vanno scontati è il costo del capitale proprio, che esprime il rendimento minimo che gli investitori si attendono come remunerazione del capitale proprio investito nell'azienda.

Per la stima del costo dell'Equity K_e si utilizza il modello del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), ovvero si ha:

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

Quantificato il reddito prospettico R_e il costo del capitale proprio K_e , il valore dell'azienda può essere stimato operativamente con diverse metodologie:

- *metodo della rendita di durata definita*
- *metodo della rendita perpetua*
- *metodo reddituale complesso*

Le varie metodologie si fondano sulla comune assunzione che il valore dell'azienda sia pari al valore attuale dei redditi che questa è in grado di generare nel corso del tempo e che il valore attuale vada calcolato scontando i flussi reddituali al costo del capitale proprio K_e .

Con il **metodo della rendita a durata definita** si suppone che l'azienda sia in grado di generare un reddito annuo costante pari a R per un arco temporale limitato di n anni. Come enunciato, il valore dell'azienda sarà dato dalla somma dei redditi prodotti nel tempo attualizzati al costo del capitale proprio K_e . In tal caso la formula di attualizzazione si semplifica come segue:

$$W = Ra_{n|K_e} = R \frac{1 - (1 + K_e)^{-n}}{K_e}$$

Al variare del numero di anni in cui si ipotizza che l'azienda sia in grado di generare redditi, cambierà chiaramente la valutazione.

Il **metodo della rendita perpetua** presuppone invece che l'attività sia capace di produrre annualmente redditi pari a R e che sia in grado di mantenere tale capacità reddituale per un arco di tempo indefinito. In tal caso il valore dell'azienda sarà dato da:

$$W = \frac{R}{K_e}$$

Una terza opzione è data dal **metodo reddituale complesso**, che parte non già dalla stima di un reddito medio R_{ma} dalla quantificazione puntuale dei flussi di reddito R_t per ciascun periodo previsionale in un arco temporale di n anni. In base a tale ipotesi, il valore dell'azienda, al solito pari al valore attuale dei redditi scontati al costo del capitale proprio K_e sarà dato dalla seguente relazione:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1 + K_e)^t}$$

La scelta tra le diverse tecniche di valutazione reddituale dipende dalle informazioni a disposizione e dalle caratteristiche specifiche dell'azienda che si sta valutando. A parità di reddito R e tasso K_e il risultato del metodo della rendita di durata definita tenderà a convergere con quello della rendita perpetua al crescere del numero di anni n . A differenza degli altri due, che richiedono la stima di una capacità reddituale media (espressa proprio da R) il metodo reddituale complesso richiede preferibilmente lo sviluppo di un piano finanziario che definisca analiticamente la proiezione anno per anno del reddito di impresa atteso. I primi due metodi, invece, per quanto sia comunque da preferirsi la definizione di un piano previsionale, possono essere applicati anche lavorando sui soli dati storici ed inferendo da questi la capacità reddituale prospettica dell'azienda.

Tasso di attualizzazione: Il tasso di attualizzazione serve per determinare il valore attuale dei flussi prospettici. Maggiore è il rischio che un certo flusso non si verifichi e maggiore deve essere il tasso, il tasso deve rappresentare una misurazione congrua del livello di rischio che il potenziale investitore è disposto ad assumersi, ovvero l'entità della remunerazione minima attesa sul capitale che è disposto a rischiare e ad investire in una azienda o ramo della stessa. Maggiore sarà l'incertezza del risultato e maggiore sarà il rischio per l'investitore di perdere il capitale investito, per cui maggiore dovrà essere la remunerazione attesa. A tal fine, nel caso di valutazione di aziende in crisi, il professionista deve impiegare tassi più alti che nelle

valutazioni ordinarie. Il tasso di attualizzazione esprime il rapporto tra reddito e capitale che viene reputato conveniente per l'investimento nell'impresa.

La scelta del tasso è un elemento soggettivo di valutazione che può creare effetti distorsivi notevoli sul risultato della valutazione stessa.

Il tasso di attualizzazione deve considerare in aggiunta al rendimento delle attività prive di rischio un premio per l'investimento in attività d'impresa, che rifletta un rischio generale "di mercato" e un rischio di settore/impresa.

La stima del costo del capitale proprio passa attraverso la somma di due componenti:

- la remunerazione che spetta a chi rinunciando al consumo immediato presta la sua ricchezza, che può essere calcolata con riferimento al saggio d'interesse per impieghi sicuri e liquidi (ad es. impieghi in titoli di Stato). Il c.d. **"tasso privo di rischio"** ;
- il premio che va a remunerare il rischio in cui si incorre investendo in una specifica attività (c.d. **"premio per il rischio"**).

Per il tasso privo di rischio il professionista può riferirsi ad emissioni di obbligazioni tripla A che abbiano la stessa durata dell'orizzonte del piano. Per l'Europa i rendimenti tripla A possono essere consultati sul sito della Banca Centrale Europea <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html> indicando la durata desiderata od ai titoli di Stato ad esempio BTP a 10 anni o a 5 anni.

Per il tasso di rischio il professionista la metodologia più usata per la determinazione del rendimento del capitale di rischio è quella nota come Capital Asset Pricing Model (CAPM). In simboli:

$$k_E = r_f + \beta [R_M - r_f]$$



Premio al rischio

dove:

k_E = tasso di rendimento atteso del capitale di rischio = costo dell'equity

r_f = tasso di rendimento atteso di un'attività priva di rischio

beta = parametro espressivo del rischio della società da valutare

R_M = rendimento medio espresso dal mercato azionario

Il coefficiente beta (β) è inteso come misura del rapporto tra il grado di variabilità del rendimento di un'azione rispetto alle variazioni del mercato azionario nel suo complesso. In formula:

$$\beta = \frac{\text{COV}(r_i, r_m)}{\text{VAR}(r_m)}$$

- dove $Cov(R_i, R_m)$ esprime la covarianza esistente tra il rendimento espresso dal portafoglio di mercato (R_m) e quello del titolo i -esimo (R_i)
- $Var(R_m)$ rappresenta la varianza espressa dai rendimenti del portafoglio di mercato,

Un esempio di calcolo di K_e

$$R_f = 2\%$$

$$R_m = 7\%$$

$$\beta = 1,25$$

$$K_e = 2\% + (7\% - 2\%) \times 1,25 = 8,25\%$$

Fattori che influenzano K_e (valutazione empirica) :

Fattori esterni : situazione generale dell'economia - situazione economica generale del settore - situazione concorrenziale del settore - livelli di competizione - prospettive di andamento del settore

Fattori interni : - tipologia e dimensione dell'azienda - efficienza dell'organiz. produttiva aziendale - efficienza del settore programm. e ricerca - efficienza dell'organizzazione commercia- flessibilità aziendale - possibilità di ampliamento delle attività - qualità del management - grado di indebitamento - mobilità finanziaria- consistenza del capitale imm.to e circolante- continuità degli utili nel tempo - tipologia e qualità dei prodotti (e servizi) - ampiezza della gamma dei prodotti - grado di innovazione .

Il premio per il rischio di mercato è definito come differenza tra i rendimenti medi del portafoglio di mercato e i rendimenti medi dei titoli privi di rischio. In concreto può essere determinato in riferimento al Paese in cui l'azienda svolge la sua attività operativa. Negli ultimi anni, in Italia, il premio per il rischio di mercato è stato determinato nell'ambito di un intervallo compreso tra il 4,5% e il 7,81%. Il coefficiente beta (β) può essere determinato partendo dal settore di appartenenza, riferendosi a database disponibili (ad es. il sito del prof. Damodaran di New York University) . Il beta di settore dovrà poi essere adeguato alla realtà specifica attraverso opportune maggiorazioni legate alla leva finanziaria attuale e, se ricorre, allo stato di PMI. Tali maggiorazioni cumulate possono aumentare il beta di settore nell'ordine di intervalli compresi tra il 50 e il 100%. In alternativa tali correttivi possono essere portati direttamente ad incremento del premio per il rischio, seppur ovviamente in misura ridotta rispetto a quella adesso indicata.

Il metodo misto patrimoniale – reddituale : I metodi misti cercano di tener conto contemporaneamente dell'aspetto patrimoniale, che introduce nella valutazione elementi di obiettività e verificabilità, e dell'aspetto reddituale, essenziale fini della determinazione del capitale economico. I metodi misti patrimoniali reddituali - stimano dunque il valore aziendale come somma di due componenti elementari, e cioè rispettivamente:

- a)** il valore patrimoniale delle attività dell'azienda, risultato della stima patrimoniale;
- b)** il valore "creato" (o distrutto), inteso come avviamento positivo (goodwill) o negativo (badwill), pari al valore attuale del flusso di sovra-redditi (sotto-redditi) che l'impresa oggetto di valutazione è in grado di ritrarre dall'impiego delle attività gestite.

L'approccio basato sui metodi misti patrimoniali reddituali si riferisce ad un concetto largamente sviluppato nella teoria economica, secondo il quale il capitale di un'azienda deve essere valutato in funzione sia della dotazione di beni tangibili e intangibili, sia della capacità del management di ritrarne saggi di remunerazione superiori a quello "normale". Tale capacità è normalmente rappresentata su un periodo compreso tra 5 e 10 anni. Nel caso di aziende in crisi l'applicabilità del periodo più ampio dipende dal rischio implicito nel piano di risanamento e quindi il rischio sarà riflesso da una adeguata combinazione di questi due elementi: durata del periodo (n) e tasso di attualizzazione (i o i').

Tali metodi apportano una "correzione reddituale" al valore risultante dall'applicazione dei metodi patrimoniali, così da tenere nella dovuta considerazione la capacità della società oggetto stima di generare profitti in misura tale da garantire remunerazione del capitale investito.

In pratica, il confronto tra redditività prospettica e redditività giudicata "soddisfacente" per l'azienda da valutare consente la quantificazione di un goodwill (badwill) da portare ad incremento (decremento) del patrimonio netto rettificato.

Il metodo misto più diffuso è quello della attualizzazione limitata del sovrareddito (noto come "U.E.C." in quanto raccomandato dall'Union Européenne des Experts Comptables Economiques et Financiers). In simboli:

$$W = K + I + a_{n-i'}(R - i \times K') + SA$$

dove:

W	= Valore del capitale economico della società da valutare
K	= Patrimonio netto rettificato "strumentale"
I	= Valore degli <i>Intangibles</i> non iscritti a bilancio (separabili)
R	= Reddito medio normale atteso per la società da valutare
i	= Tasso di rendimento "normale" (di settore)
K'	= Patrimonio netto rettificato strumentale "complesso" (K' = K + I)
(R - iK')	= Sovrareddito (Sottoreddito)
i'	= Tasso di attualizzazione
n	= Periodo di attualizzazione
$a_{n-i'}$	$a_{n-i'}(R - iK')$ = Goodwill (Badwill)
SA	= Valore dei beni estranei alla gestione (<i>Surplus Assets</i>)

Alcune precisazioni in merito ai tassi i e i':

- Il **tasso i** esprime una misura di rendimento giudicata "soddisfacente", vale a dire in linea con le aspettative di un generico investitore nel capitale di rischio di una azienda appartenente al medesimo settore di quella oggetto d'analisi

- Il **tasso i'** è da intendersi come la combinazione di più elementi: a) la pura remunerazione finanziaria del capitale investito (tasso risk-free) ; b) il rischio della specifica azienda (variabilità del suo rendimento atteso rispetto a quella del rendimento medio del mercato azionario) . Spesso solo (a)

I metodi misti, nati per risolvere le problematiche connesse all'applicazione dei metodi patrimoniali, da un lato, e reddituali, dall'altro, finiscono per "soffrire" dei limiti propri degli uni e degli altri:

- risentono della soggettività e dell'incertezza tipica dei metodi reddituali;
- risentono della mancanza di razionalità e scientificità tipica dei metodi patrimoniali.

In particolare, la "correzione reddituale" introdotta da tali metodi non è certo sufficiente a permettere l'apprezzamento della capacità da parte dell'azienda oggetto di valutazione di produrre stabilmente flussi di reddito a disposizione dei propri azionisti.

Il metodo finanziario : La valutazione d'azienda con il metodo finanziario si ispira al concetto generale che il valore di un'azienda è pari al valore attualizzato dei flussi di cassa che essa sarà in grado di generare in futuro. Il metodo di valutazione in argomento, denominato anche Discounted cash flow (DCF) è uno dei metodi più utilizzati per la valutazione aziendale, basato sulla valutazione dei flussi di cassa.

8.0 La Metodologia applicata

Tra i metodi di stima comunemente riconosciuti in dottrina e sopra descritti, lo scrivente ha adottato, in funzione degli scenari rappresentati, metodologie differenziate:

- Il **metodo reddituale** ed in alternativa il **metodo misto con stima autonomo dell'avviamento**, è stato impiegato per la valutazione dell'azienda nello scenario in cui l'attività possa proseguire nella sede storica, in quanto considerato più aderente alla reale capacità dell'impresa di generare utili sulla base della sua continuità operativa e dell'avviamento consolidato.
- Il **metodo patrimoniale semplice** è stato invece utilizzato per stimare il valore dell'azienda nell'ipotesi in cui venga meno la disponibilità del locale storico e l'attività debba essere rilocalizzata altrove. In tale evenienza, infatti, si presume la perdita dell'avviamento commerciale, inteso come legame storico e affettivo del consumatore con l'esperienza gastronomica offerta in quella specifica cornice territoriale. In assenza di elementi certi sugli esiti commerciali di una nuova localizzazione, e in mancanza di un titolo di godimento opponibile e duraturo sull'immobile attuale, il metodo reddituale non sarebbe attendibile, rendendosi necessaria una stima prudenziale basata unicamente sul valore dei beni materiali.

Inoltre, il metodo patrimoniale consente di pervenire a una valutazione che risulta compatibile sia con l'ipotesi di cessione dell'azienda come complesso unico organizzato di beni e rapporti giuridici, sia con l'ipotesi alternativa di cessione in blocco di soli beni, senza configurare un effettivo trasferimento di azienda. Ciò ne rafforza ulteriormente la validità nelle situazioni in cui non vi sia certezza circa la trasferibilità dell'avviamento o della sede, garantendo una base valutativa prudente ma coerente con la realtà trasferibile nell'ambito della procedura di liquidazione giudiziale.

Questa distinzione metodologica consente di rappresentare in modo realistico e trasparente le diverse ipotesi di valorizzazione economica dell'azienda, in coerenza con i principi di diligenza e cautela richiesti in ambito concorsuale.

- **Il metodo patrimoniale** è facilmente adattabile a stime di aziende in cui assumono rilevanza il valore degli assets presenti nel patrimonio, ovvero aziende immobiliari, manifatturiere con immobilizzazioni rilevanti ecc. Il metodo ha l'indubbio vantaggio di non essere necessariamente supportato da un piano industriale previsionale e per tale motivo risulta essere il metodo più semplice. I valori ottenuti da tale criterio di stima hanno inoltre, almeno in linea teorica, il vantaggio della sicurezza e dell'affidabilità, in quanto non derivanti da previsioni soggettive (che in quanto tali possono non avverarsi) ma da dati certi ed oggettivi. Il metodo presenta nel contempo dei limiti nella misura in cui il valore dell'azienda è determinato sulla base del saldo algebrico tra attività e passività e quindi su dati storici (rivalutati), ponendo in secondo piano la capacità dell'azienda di generare nel futuro reddito o flussi di cassa;
- **il metodo misto (patrimoniale – reddituale)** supera il limite del precedente metodo, in quanto cerca di tener conto contemporaneamente dell'aspetto patrimoniale, che introduce nella valutazione elementi di obiettività e verificabilità, e dell'aspetto reddituale, essenziale fini della determinazione del capitale economico. I metodi misti patrimoniali reddituali - stimano dunque il valore aziendale come somma di due componenti elementari, e cioè rispettivamente: a) il valore patrimoniale delle attività dell'azienda, risultato della stima patrimoniale; b) il valore "creato" (o distrutto), inteso come avviamento positivo (goodwill) o negativo (badwill), pari al valore attuale del flusso di sovra-redatti (sotto-redatti) che l'impresa oggetto di valutazione è in grado di ritrarre dall'impiego delle attività gestite. Nel caso di specie , mancando la componente patrimoniale risulta di difficile attuazione.

Al fine della stima pertanto sono state elaborate diverse ipotesi riconducibili e 3 scenari distinti e che conducono ovviamente a valori molto diversi :

- **Scenario A:** stima nell'ipotesi di comodato non trasferibile, e dunque di azienda sprovvista di titolo idoneo all'esercizio dell'attività in quella specifica e storica location. Si applica il **metodo patrimoniale semplice (senza avviamento) ovvero in assenza di comodato o comunque di comodato non trasferibile;**
- **Scenario B:** stima nell'ipotesi di comodato trasferibile, laddove lo stesso preveda la trasferibilità a terzi e dunque la disponibilità di un titolo valido al mantenimento della location storica per l'esercizio dell'attività; azienda con disponibilità del locale storico, si applica **metodo reddituale ed il alternativa il metodo misto patrimoniale/reddituale con stima autonoma dell'avviamento;**
- **Scenario C:** stima nell'ipotesi di accordo preventivo con la proprietà per la stipula di un contratto di locazione commerciale al canone locativo stimato in euro 6.000 mensile. Azienda con disponibilità del locale storico, si applica il **metodo reddituale ed il alternativa il metodo misto patrimoniale/reddituale con stima autonoma dell'avviamento.**

Quando alla determinazione del canone locativo da applicare **allo scenario C** si precisa quanto di seguito (così come determinato nel piano attestato):

Il canone locativo è stato stimato in Euro 72.000/annui (6.000/mese), nella determinazione del superiore importo il sottoscritto ha tenuto conto della superficie dei locali (170 mq interni +150 mq dehors esterno) e di una superficie esterna (giardino, terrazze scoperte, parcheggio) stimata per difetto in mq 500. Applicando alle suddette superfici i valori OMI per le locazioni commerciali (negozi) registrate dall'Agenzia delle Entrate per la zona urbana "Belvedere" (non essendo disponibili i dati relativi alla zona Tremmilia) il sottoscritto ha determinato il detto canone, precisamente:

Valore Locativo medio OMI	Mq.	Canone mese
Euro 8,75 mq	320 mq (interni +dehors)	€ 2.800,00
Euro 6,80 mq	500 mq (giardino e terrazze, park)	€ 3.400,00
		€ 6.200,00
arrotondato		€ 6.000,00

Scenario A

Stima nell'ipotesi di comodato non trasferibile, e dunque di azienda sprovvista di un titolo idoneo all'esercizio dell'attività in quella specifica e storica location. Si applica il metodo patrimoniale semplice (senza avviamento), ovvero in assenza di comodato o comunque di comodato non trasferibile;

In assenza del locale storico si ritiene disperso l'avviamento, in quanto il legame con la sede iconica costituisce fattore determinante del successo commerciale.

Ai fini della predetta valutazione calata nel predetto scenario, in assenza di avviamento commerciale, vendendo a mancare la disponibilità dei locali storici, si applica il metodo patrimoniale semplice.

Il predetto metodo quantifica il valore economico del capitale dell'azienda rettificando opportunamente il valore del patrimonio netto. Rende attuale ed aggiornato il valore relativo al patrimonio dell'azienda

$$V = K$$

dove:

V= valore dell'azienda

K= valore patrimoniale rettificato

Nel caso di specie , essendo la società sottoposta a liquidazione giudiziale, se non diversamente specificato, i crediti ed i debiti relativi all'azienda non sono oggetto di cessione, e pertanto vengono esclusi dalla presente valutazione.

L' art 214 comma 3 CCII , stabilisce, in ogni caso: "Salva diversa convenzione, è esclusa la responsabilità dell'acquirente per i debiti relativi all'esercizio delle aziende cedute, sorti prima del trasferimento", non trova quindi applicazione l'art. 2560 c.c..

I valori delle immobilizzazioni materiali e immateriali iscritte in bilancio sono stati opportunamente ridotti o azzerati secondo criteri maggiormente rappresentativi dell'attuale loro consistenza patrimoniale **ed in particolare il valore dei beni materiali iscritti in bilancio sono rettificati in funzione della stima separata e particolare effettuata su ciascun bene inventariato a cura della società incaricata Crono aste srl (Allegato A) ,alla quale si fa rinvio per la singola e dettagliata descrizione.**

L'ultimo bilancio approvato al 31/12/2023 qui di seguito è oggetto di rettifica in funzione di quanto sopra precisato :

	2023	valori di rettifica
Stato patrimoniale		
Attivo		
A) Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti	7.500	0
B) Immobilizzazioni		
I - Immobilizzazioni immateriali	1	0
II - Immobilizzazioni materiali	11.432	30.240
III - Immobilizzazioni finanziarie		
Totale immobilizzazioni (B)	11.433	30.240

C) Attivo circolante		
I - Rimanenze		
Immobilizzazioni materiali destinate alla vendita		
II - Crediti		
esigibili entro l'esercizio successivo	1.639	0
esigibili oltre l'esercizio successivo	290.700	0
imposte anticipate		
Totale crediti	292.339	0
III - Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni		
IV - Disponibilità liquide	2.877.143	0
Totale attivo circolante (C)	3.169.482	0
D) Ratei e risconti	1.269	0
Totale attivo	3.189.684	30.240
Passivo		
A) Patrimonio netto		
I - Capitale	10.000	0
II - Riserva da soprapprezzo delle azioni		
III - Riserve di rivalutazione		
IV - Riserva legale	2.000	0
V - Riserve statutarie		0
VI - Altre riserve	1	0
VII - Riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi		0
VIII - Utili (perdite) portati a nuovo	212.968	0
IX - Utile (perdita) dell'esercizio	-1.281.139	0
Perdita ripianata nell'esercizio		
X - Riserva negativa per azioni proprie in portafoglio		
Totale patrimonio netto	-1.056.170	30.240
B) Fondi per rischi e oneri	403.376	0
C) Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato	74.445	0
D) Debiti		
esigibili entro l'esercizio successivo	464.132	0
esigibili oltre l'esercizio successivo	3.303.901	0
Totale debiti	3.768.033	0
E) Ratei e risconti		0
Totale passivo	3.189.684	0

κ= 30.240

Pertanto, si ricorre al metodo patrimoniale semplice, considerando esclusivamente i beni materiali stimati in perizia:

Metodo	Valore (€)
Metodo Patrimoniale puro Totale stimato (Scenario A)	30.240

Scenario B

Stima nell'ipotesi di comodato trasferibile, laddove lo stesso preveda la trasferibilità a terzi e dunque la disponibilità di un titolo valido al mantenimento della location storica per l'esercizio dell'attività; azienda con disponibilità del locale storico , si applica metodo reddituale ed in alternativa il metodo misto patrimoniale/reddituale con stima autonoma dell'avviamento .

Premesso quanto riferito, e con riferimento al predetto scenario in esame, lo scrivente ha ritenuto ragionevole l'applicazione di due metodi diversi, ovvero del metodo reddituale puro ed in alternativa del metodo reddituale misto con stima autonoma dell'avviamento.

Mentre il primo considera l'attualizzazione dei flussi di reddito attesi , il secondo considera congiuntamente il valore dei redditi attesi ed il valore del patrimonio K determinato con il metodo patrimoniale

I metodi reddituali si basano sull'assunto che la capacità reddituale è la grandezza che meglio descrive il valore aggregato dell'azienda, nella prospettiva che il valore dell'azienda si identifica con la sommatoria dei flussi economici ottenibili a cui si aggiunge, laddove l'orizzonte temporale sia limitato, il valore finale.

La valutazione presuppone quindi la quantificazione della capacità reddituale prospettica (espressa da R) e la definizione di un modello di calcolo che consenta di esprimere il valore dell'azienda in funzione di tale capacità attesa. Riguardo al modello di calcolo, si utilizza un comune modello di attualizzazione dei flussi di reddito previsionali, il cui parametro fondamentale è il tasso di attualizzazione al quale tali flussi vengono scontati.

La stima del reddito prospettico richiederebbe, a rigor di termini, lo sviluppo di un opportuno piano industriale, le cui proiezioni siano, eventualmente, integrate da dati storici, prendendo quindi in considerazione anche i redditi passati, rappresentati con opportune rettifiche , ovvero un processo di "normalizzazione" (si pensi, ad esempio, a quei redditi prodotti per cause eccezionali e non ripetibili e straordinari).

Nel caso di specie , è stato implementato il piano previsionale allegato alla proposta di concordato (Allegato C) .

Ciò non toglie che, a seconda delle esigenze e delle specifiche caratteristiche dell'azienda esaminata, la capacità reddituale della stessa possa essere stimata a partire dai soli dati consuntivi oppure, in alternativa, su basi puramente previsionali.

Nel caso in esame, la stima del valore può essere effettuata secondo tre scenari alternativi:

- **Considerando esclusivamente i dati storici**, opportunamente normalizzati, cioè depurati dagli elementi straordinari e non ricorrenti;
- **Basandosi solo sui dati previsionali**, così come utilizzati nella relazione attestata a supporto della proposta di concordato;
- **Integrando sia i dati storici normalizzati che quelli previsionali**, per offrire una visione più completa e bilanciata.

L'adozione del terzo approccio, che unisce passato e futuro, produce in genere una valutazione **superiore rispetto all'ipotesi basata solo sui dati storici** (che riflettono anche risultati negativi di esercizi precedenti), ma **inferiore rispetto alla stima fondata esclusivamente sulle previsioni**, spesso caratterizzate da un ottimismo implicito.

Questo approccio integrato è utile per evidenziare in modo concreto gli interventi e le azioni che dovrà mettere in atto un soggetto dotato delle adeguate risorse finanziarie, gestionali e organizzative, al fine di attuare un efficace "turnaround" e riportare l'azienda a una condizione di redditività stabile nel tempo.

È evidente, infatti, che basare la valutazione solo su proiezioni future – solitamente formulate in chiave positiva – tende a determinare un valore più elevato rispetto a quello calcolato sui soli dati storici, che, anche se normalizzati, in alcuni esercizi evidenziano perdite.

Cosa diversa, se avessimo a disposizione un ramo aziendale in esercizio, da stimare e porre in vendita, condotto in un regime di costante redditività storica, già in linea con i dati prospettici. Più alto è lo scostamento fra dati storici e dati previsionali, maggiore sarà l'intervento richiesto dal nuovo management della futura gestione. Interventi quali ad esempio, una rivisitazione del proprio menù gastronomico finalizzato ad intercettare maggiormente i gusti della clientela, senza tralasciare quei prodotti che garantiscono la maggiore marginalità; rivedere il comparto delle risorse umane dal punto di vista della produttività e competenza acquisita, ovvero intereventi opportunamente modulati in grado, di :

- garantire il miglioramento della marginalità da un lato, e mantenere, nel contempo, lo standard qualitativo già noto alla clientela acquisita e fidelizzata negli anni ;
- non subire il rischio di dispersione nel tempo della clientela storica, spesso particolarmente diffidente e sensibile agli effetti dei mutamenti gestionali non sempre garanti di una continuità qualitativa .

Per quanto concerne il margine economico che meglio esprime la capacità reddituale dell'azienda ai fini della valutazione, questo dipende dalle caratteristiche dell'azienda e può

essere costituito alternativamente dall'Ebitda, dall'Ebit o dall'utile netto. **Nel caso in esame , per entrambe le ipotesi di stima è stato considerato l'utile netto.** È del tutto evidente il metodo reddituale, rispetto ad altri , presenta maggiori criticità sotto il profilo della obiettività, in quanto i risultati di stima raggiunti possono variare in funzione della fisiologica arbitrarietà attribuita allo stimatore (come ad esempio la scelta del tasso di attualizzazione e delle componenti di rischio considerate, la scelta dell'orizzonte temporale più o meno ampio, e l'adozione di un piano previsionale il cui sviluppo porta necessariamente in dote profili di incertezza) .

Così ai fini esemplificativi , l'applicazione di un tasso di capitalizzazione leggermente più alto, 15,24% rispetto al 14% , sintetizza un indice di rischio di investimento più elevato, ovvero con un maggior rischio di insuccesso in termini di mancato raggiungimento dei risultati attesi. Il maggior rischio attribuito all'investimento ne riduce il valore economico finale .

La base dati utilizzata per la presente perizia si fonda sull'analisi dei bilanci d'esercizio depositati dalla società  e gli esercizi compresi tra il 2017 e il 2023. La scelta di estendere l'analisi fino al quinquennio antecedente si è resa necessaria al fine di controbilanciare gli effetti distorsivi che hanno interessato i risultati economici degli esercizi 2020 e 2021, profondamente influenzati dalla pandemia da Covid-19 e dalle relative misure restrittive.

L'esercizio 2024 non è stato preso in considerazione in quanto, alla data della perizia, non risulta ancora oggetto di deposito ufficiale presso il Registro delle Imprese ma soprattutto è rappresentativo di un esercizio infrannuale e segnato dall'apertura della procedura di liquidazione giudiziale.

L'esercizio 2023 è stato oggetto di considerazione, ma con un approccio selettivo e prudentiale: sono state escluse dal calcolo le componenti economiche di natura straordinaria, sia positive che negative, al fine di ottenere una rappresentazione coerente e normalizzata della redditività operativa.

Ai fini della valutazione, i valori patrimoniali dei beni materiali iscritti in bilancio sono stati sostituiti con quelli risultanti dalla perizia estimativa indipendente predisposta da Crono Aste. **Per la componente reddituale, si è fatto riferimento all'utile netto quale indicatore rappresentativo della redditività caratteristica dell'azienda.**

Nel caso in esame, ai fini della stima aziendale, la base dati informativa quale riferimento contabile e valutativo ,è costituita da:

- 1) Perizia di stima di crono aste dei beni inventariati dal curatore (Allegato A)

- 2) Bilanci 2017,2018,2019, 2020, 2021, 2022 e 2023 (Allegato B)
- 3) Relazione ex art. 84 comma 5 CCII (Allegato C)
- 4) Banca dati tassi applicati (Allegato D)

Con riferimento alla base dati utile all'adozione del metodo di stima reddituale, si precisa pertanto che :

- i dati consuntivi sono estratti dai bilanci, forniti dalla società e chiusi al 31/12/2019, 31/12/2020, 31/12/2021, 31/12/2022 e 31/12/2023 ;
- i dati previsionali riferiti ad un orizzonte prospettico quinquennale , sono estratti dal piano attestato nella proposta di concordato e qui di seguito rappresentati .

Nella sezione "Dati consuntivi" è riportata la riclassificazione del conto economico a valore aggiunto, elaborata sulla base dei bilanci depositati relativi agli esercizi 2019-2023, depurata degli oneri e proventi di natura straordinaria. In tale periodo, non sono presenti costi per affitti o locazioni, poiché l'immobile adibito all'attività aziendale era detenuto in comodato d'uso gratuito. Nella sezione "Dati previsionali", invece, la riclassificazione del conto economico – redatta sulla base del piano attestato allegato alla proposta di concordato (Allegato B) – è stata elaborata considerando l'ipotesi di continuazione dell'uso gratuito dell'immobile, escludendo pertanto dai costi operativi il canone annuo di €72.000 precedentemente ipotizzato per la disponibilità del bene.

DATI CONSUNTIVI						DATI PREVISIONALI				
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ricavi pizzeria	967.827	564.296	621.708	981.191	977.147	434.827	448.500	461.909	476.042	490.413
Ricavi prodotti complementari						552.675	569.924	587.139	604.865	623.123
Altri ricavi e proventi										
Ricavi di vendita	967.827	564.296	621.708	981.191	977.147	987.502	1.018.424	1.049.048	1.080.907	1.113.536
Acquisti di merci e bevande	-445.134	-145.851	-122.817	-311.010	-393.479	- 344.907	- 357.272	- 365.915	- 374.716	-383.678
Variazione delle rimanenze	-1.718	-1.260	2.865	-2.183	-3.546	- 5.363	- 805	- 801	- 797	-793
<i>Costi diretti della produzione venduta</i>	-446.852	-147.111	-119.952	-313.193	-397.025	- 350.270	- 358.077	- 366.716	- 375.513	- 384.471
Margine di contribuzione lordo	520.975	417.185	501.756	667.998	580.122	637.232	660.347	682.332	705.394	729.065
	54%	75%	82%	68%	77%	65%	65%	65%	65%	66%
Canoni di noleggio e leasing	-275	-704	-918	-731	-2.518	- 2.000	- 3.702	- 5.216	- 6.760	-8.336
Costi per servizi	-80.610	-45.718	-36.502	-40.965	-73.501	- 44.000	- 44.000	- 44.000	- 44.000	- 44.000
Costi per utenze (GPL + Energia+Legna)						- 44.000	- 44.440	- 44.885	- 45.334	-45.788
HACCP, sicurezza e ambiente						- 1.800	- 1.000	- 1.000	- 1.000	- 1.000

ONERI DIVERSI DI GESTIONE (INCLUSO TARI)	-2.082	-7.561	-36	-783	0	-	11.000	-	11.000	-	11.000	-	11.000
Totale costi per servizi	-82.692	-53.279	-36.538	-41.748	-73.501	-	100.800	-	100.440	-	100.885	-	101.334
Valore Aggiunto	438.008	363.202	464.300	625.519	504.103	-	534.432	-	556.205	-	576.231	-	597.300
Salari e Stipendi	-327.889	-107.163	-224.603	-317.466	-300.605	-	267.000	-	272.934	-	277.028	-	281.183
Oneri Sociali	-104.328	-37.465	-72.184	-104.173	-103.153	-	85.440	-	87.339	-	88.649	-	89.979
Quota TFR	-18.498	-14.935	-26.455	-27.081	-20.770	-	20.538	-	20.217	-	20.521	-	20.828
Costo del personale	-450.715	-159.563	-323.242	-448.720	-424.528	-	372.978	-	380.490	-	386.198	-	391.990
EBITDA	-12.707	203.639	141.058	176.799	79.575	-	161.454	-	175.715	-	190.033	-	205.310
Ammortamenti	-8.704	-8.434	-11.897	-8.755	0	-	3.177	-	1.500	-	3.500	-	6.500
Oneri finanziari	0	-119	-273	-232	-5.092	-	11.839	-	12.210	-	12.577	-	12.959
Risultato ante imposte	-21.411	195.086	128.888	167.812	74.483	-	146.438	-	162.005	-	173.956	-	185.851
Imposte di competenza	-4.863	-42.937	-43.090	-53.189	0	-	40.856	-	45.199	-	48.534	-	51.852
Risultato netto dell'esercizio	-26.274	152.149	85.798	114.623	74.483	-	105.582	-	116.806	-	125.422	-	133.998

SVILUPPO DEL METODO REDDITUALE

I metodi reddituali esprimono il valore dell'azienda sulla base della capacità della stessa di generare redditi. Il primo passo consiste quindi nel quantificare tale capacità determinando il valore del reddito che ci si aspetta che l'azienda sia in grado di produrre annualmente.

La valutazione qui di seguito spiegata è stata condotta **considerando sia i dati consuntivi , via via normalizzati, ovvero al netto degli elementi straordinari , che i dati previsionali per i motivi sopra precisati.**

La valutazione con il metodo reddituale , presuppone quindi la quantificazione della capacità reddituale prospettica e la definizione di un modello di calcolo che consenta di esprimere il valore dell'azienda in funzione di tale capacità attesa. Riguardo al modello di calcolo, si utilizza un comune modello di attualizzazione dei flussi di reddito previsionali, il cui parametro fondamentale è il tasso di attualizzazione al quale tali flussi vengono scontati.

DETERMINAZIONE DEL COSTO DEL CAPITALE (Ke)

In dottrina si ritiene che il tasso di capitalizzazione debba essere scelto e modulato in relazione alla maggiore o minore incertezza dei risultati prospettici attesi e inseriti nella stima. Il tasso di capitalizzazione deve quindi misurare il rischio che il potenziale investitore è disposto ad assumersi, ovvero, l'entità della remunerazione minima da lui richiesta e per ciò attesa sul capitale che è disposto a rischiare e a investire in azienda o in un ramo della stessa. Maggiore sarà l'incertezza del risultato e, di conseguenza, maggiore il rischio per l'investitore di perdere il capitale investito, per cui maggiore dovrà essere la remunerazione attesa.

In questa ottica, il tasso risulterà pari alla partecipazione congiunta di più parametri di rendimento , in quanto deve considerare in aggiunta al rendimento delle attività prive di

rischio un premio per l'investimento in attività d'impresa, che rifletta un rischio generale "di mercato" e un rischio di settore/impresa.

La stima del costo del capitale proprio passa attraverso la somma delle seguenti componenti:

- A) Tasso base risk free:** Il c.d. "tasso privo di rischio, ovvero la remunerazione che spetta a chi rinunciando al consumo immediato presta la sua ricchezza, che può essere calcolata con riferimento al saggio d'interesse per impieghi sicuri e liquidi (ad es. impieghi in titoli di Stato)."; Nel caso specifico si è preso a riferimento il rendimento titoli di stato a 10 anni (3,63%). Tale tasso costituisce la soglia minima di rendimento, in assenza di rischio e con la garanzia del pieno recupero del capitale investito;
- B) Market spread** (in aggiunta al tasso base e per tenere conto della rischiosità specifica dell'investimento e del settore), determinato sulla base delle seguenti componenti:
- 1) *Equity risk Italia* (tasso di rendimento medio osservato sul mercato borsistico italiano per le aziende quotate e n rapporto ai rendimenti dei titoli di stato)
 - 2) *Italy country risk* (rischio specifico dell'Italia, sulla base dei dati andamentali dell'economia nazionale e dei giudizi di rating rilasciati dalle maggiori agenzie internazionali e riconosciute)
 - 3) *Rischio addizionale* (tasso di rischio che si aggiunge ai precedenti, per tenere conto della specifica condizione di rischio in cui si trova oggi Atena Srl)
 - 4) *Indice BETA "unlevered"* (rapporto tra il rendimento dei titoli relativi alle aziende attive nel settore della Ristorazione in Europa (43 aziende osservate) e il rendimento dei titoli delle aziende europee nel loro complesso. L'indice BETA amplifica o riduce il peso dei rischi specifici ex a., b. e c a seconda de valore che assume maggiore o minore a 1. È importante ricordare che un Unlevered Beta pari a 1,0 implica lo stesso livello di rischio dell'indice di mercato. Se l'Unlevered Beta è inferiore a 1,0 indica un rischio inferiore, mentre un Unlevered Beta superiore a 1,0 indica un rischio più elevato. Analisti e investitori possono utilizzare Unlevered beta per valutare il rischio intrinseco di un'azienda e decidere strategie di investimento adeguate o confrontarla con i concorrenti dello stesso settore. Il beta unlevered fornisce una misura migliore del rischio sistematico: il rischio sistematico si riferisce al rischio che non può essere eliminato attraverso la diversificazione. È il rischio che colpisce l'intero mercato o un settore specifico. Il beta unlevered cattura questo rischio sistematico rimuovendo l'impatto di fattori specifici dell'azienda come debito, tasse e struttura del capitale. Concentrandoci sul rischio aziendale principale, possiamo ottenere una misura più accurata dell'esposizione dell'azienda alle fluttuazioni del mercato. Il beta unlevered aiuta nella stima del costo del capitale proprio: il costo del capitale proprio è un

parametro cruciale in vari calcoli finanziari, come la determinazione del tasso di sconto per la valutazione di un’azienda o la valutazione dei progetti di investimento. Il beta unlevered svolge un ruolo significativo nella stima costo del capitale proprio fornendo una misura del rischio sistematico della società. Ad esempio, il Capital Asset Pricing Model (CAPM) è un metodo ampiamente utilizzato per stimare il costo del capitale proprio. Utilizza il beta unlevered come input chiave per calcolare il rendimento atteso del capitale proprio. Utilizzando il beta unlevered, possiamo ottenere una stima più accurata del costo del capitale proprio, che è essenziale per prendere solide decisioni finanziarie.

I tassi ai punti 1 , 2 , 4 , sono valorizzati o sulla base delle banche dati rese disponibili dal Prof. Aswath Damodaran - Professor of Finance a the Stern School of Business at New York University, consultabili all’indirizzo <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/NewHomeage/home.htm> e aggiornate con frequenza minima mensile. La componente risk-free è stata, dunque, determinata sulla base del rendimento alla data di riferimento della valutazione dei titoli di Stato (gennaio 2025), per i quali il rendimento all’emissione e` risultato pari al **3,63%**. Il risk premium e il rischio paese “Italia” a gennaio 2025, erano rispettivamente pari a 7,261% e a 3,63 %. Ulteriore componente della rischiosità del comparto economico qui considerato, e` espressa dall’indice beta *unlevered* che, nel caso specifico, risulta pari a **0,87%**. Ai fini della valutazione della rischiosità specifica di [REDACTED] infine, il sottoscritto ha ritenuto di applicare un tasso di rischiosità specifica minima, pari allo **1,5%** tenuto conto del tipo di attività svolta e della localizzazione sicuramente privilegiata dell’esercizio.

In sintesi, dunque, il tasso i) utilizzato ai fini della presente valutazione viene complessivamente quantificato in misura pari **al 13,80%**, come risultante dai seguenti parametri:

Equity Risk Premium (ERP)	7,26%	A
Country Risk Premium	2,93%	B
Rischiosita specifica [REDACTED]	1,50%	C
Beta Unlevered (Bu)	0,87	D
Market Risk Premium	10,17%	E (A+B+C)*D
Tasso Free risk (Rf) (BTP 10 ANNI)	3,63%	F
Cost of Equity	13,80%	E+F

Ke scelto per scontare redditi	
Costo del Capitale Proprio (Ke)	13,80%

$$K_e = R_f + B_u * ERP = 3,63\% + 0,87 * (7,26\% + 2,93\% + 1,5\%) = 13,8\%$$

Il Ke scelto verrà impiegato per attualizzare i redditi attesi nel Metodo della rendita a durata definita .

Fonte dei dati:

BTP 10 ANNI (fonte Mef)	3,625	Tasso Free risk netto (Rf)
(fonte: Damodaran, gennaio 2025)	7,26	Equity Risk Premium ITA (ERP)
(fonte: Damodaran, gennaio 2025)	2,93	Country Risk Premium ITA (ERP)
(fonte: Damodaran, gennaio 2025)	0,87	Beta Unlevered (Bu)

DETERMINAZIONE DEL REDDITO MEDIO ATTESO

Come già accennato nella presente perizia, si è ritenuto opportuno anche valutare le implicazioni derivanti dalla scelta tra l'utilizzo dei soli dati storici, dei soli dati previsionali o di entrambi combinati.

L'adozione esclusiva dei **dati storici** valorizzerebbe l'azienda unicamente sulla base dei risultati conseguiti nel passato. Tuttavia, tale approccio rischierebbe di rappresentare in modo parziale e riduttivo il potenziale reale dell'impresa, in quanto rifletterebbe gli esiti di una gestione che ha condotto alla liquidazione giudiziale, caratterizzata da andamenti altalenanti e in diversi esercizi da risultati in perdita. In tal caso, il valore risultante tenderebbe a essere influenzato negativamente da scelte gestionali pregresse, non sempre virtuose, e non rispecchierebbe le potenzialità future legate a un nuovo assetto organizzativo o gestionale.

Al contrario, l'impiego esclusivo dei **dati previsionali** potrebbe condurre a una valutazione eccessivamente ottimistica. Tali stime presuppongono una condizione aziendale "chiavi in mano" già funzionante, capace di generare i redditi attesi senza tener conto degli sforzi economici e gestionali che il futuro aggiudicatario dovrà sostenere per effettuare un turnaround efficace, con investimenti strutturali, rilancio commerciale e riorganizzazione operativa.

Per queste ragioni, lo scrivente ha ritenuto più equilibrato adottare un **approccio misto**, che contempli sia i dati storici normalizzati (escludendo componenti straordinarie), sia una proiezione di sostenibilità futura dei flussi reddituali. Tale impostazione metodologica rappresenta un compromesso realistico: da un lato fornisce una visione attendibile delle

performance passate, dall'altro considera il potenziale di redditività in una gestione rinnovata, tenendo conto dei costi impliciti della transizione. Ciò consente di restituire un quadro più veritiero e prudente del valore economico dell'azienda, coerente con la sua effettiva trasferibilità e rilanciabilità nel contesto della liquidazione giudiziale.

Al fine di giungere alla determinazione del reddito medio atteso, si riportano di seguito i dati del fatturato e dei principali margini economici per il periodo preso in considerazione. A partire da questi verrà determinato il reddito medio impiegato per la valutazione nelle due ipotesi, ovvero considerando i soli dati previsionali (5 esercizi prospettici) come da relazione attestata al piano concordatario ed una seconda ipotesi considerando sia i dati previsionali che i dati consuntivi relativi agli ultimi 5 bilanci disponibili. (2019,2020,2021,2022,2023).

I metodi reddituali, esprimono il valore dell'azienda sulla base della capacità della stessa di generare redditi. Il primo passo consiste quindi nel quantificare tale capacità determinando il valore del reddito che ci si aspetta che l'azienda sia in grado di produrre annualmente. La determinazione del reddito medio, richiede la selezione del margine da prendere come riferimento, fra i seguenti: Ricavi; Mol (margine contribuzione lorda) ; Ebit (risultato operativo); Utile netto

	CONSUNTIVO					PREVISIONALE				
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ricavi	967.827	564.296	621.708	981.191	977.147	987.502	1.018.424	1.049.048	1.080.907	1.113.536
(M.c.l)	520.975	417.185	501.756	667.998	580.122	637.232	660.347	682.332	705.394	729.065
(Ebit)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	12.707	203.639	141.058	176.799	79.575	161.454	175.715	190.033	205.310	221.070
Utile netto	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	26.274	152.149	85.798	114.623	74.483	105.582	116.806	125.422	133.998	143.277

Nel caso di specie è stato preso in considerazione l'**utile netto**, quale margine di riferimento.

- Per quanto riguarda i dati consuntivi, tale margine è stato normalizzato, escludendo gli effetti derivanti da proventi e oneri di natura straordinaria.
- Nei dati previsionali, contenuti nel piano attestato, l'utile netto è stato invece ricalcolato ipotizzando l'assenza di costi di locazione, al fine di riflettere uno scenario gestionale in continuità con quello storico, caratterizzato dalla disponibilità dell'immobile in regime di comodato d'uso gratuito.

**Reddito medio atteso
consuntivo 2019/2023**

€ 80.156

Il reddito atteso è pari alla media dell'utile ottenuto dall'azienda nei 5 anni consuntivi esaminati (2019-2023)

**Reddito medio atteso
previsionale
2024/2028**

€ 125.017

Il reddito atteso è pari alla media dell'utile ottenuto dall'azienda nei 5 anni del piano previsionale (2024-2028).

**Reddito medio
consuntivo e atteso
previsionale
2019/2028**

€ 102.586

Il reddito atteso è pari alla media dell'utile ottenuto dall'azienda nei 5 anni consuntivi esaminati (2019-2023) e nei 5 anni del piano previsionale (2024-2028).

Alla luce dei dati sopra precisati , qui di seguito sintetizzati , segue il calcolo del valore aziendale (W) .

	CONSUNTIVO					PREVISIONALE				
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Reddito normalizzato annuo R (utile netto)	- 26.274	152.149	85.798	114.623	74.483	105.582	116.806	125.422	133.998	143.277
Reddito normalizzato medio 2019/2028	€ 102.586									
Orizzonte temporale n	5									
Tasso di attualizzazione i	13,80%									
Coefficiente di attualizzazione della rendita an	3,45003866									
Coefficiente di attualizzazione vn	0,524056817									

VALORE W € 353.927

Il Metodo della rendita a durata definita basa la valutazione sull'ipotesi che l'azienda sia in grado di produrre un reddito annuo costante e pari a € 102.586 per 5 anni futuri

Reddito medio periodo (R) : 102.586

Costo del capitale proprio (Ke) : 13,80%

Numero di anni: 5

Il valore dell'azienda si ottiene attualizzando i redditi attesi al costo del capitale proprio (Ke). Avendo ipotizzato che i redditi si mantengono costanti per 5 anni, la relazione che esprime il valore attuale si semplifica come segue.

$$W = R * a_{\overline{n}|Ke} = R * [1 - 1/(1 + Ke)^n]/Ke = 102.586 * [1 - 1/(1 + 13,80\%)^5]/13,80\% = \mathbf{353.927}$$

$W = R * a_{\overline{n} Ke}$	102.586	*	3,45003866	353.927
-------------------------------	---------	---	------------	---------

Metodo	Valore (€)
Metodo reddituale puro Totale stimato (Scenario B)	353.927

SVILUPPO DEL METODO REDDITUALE MISTO

Il **metodo misto con stima autonoma dell'avviamento** è una tecnica di valutazione dell'azienda che combina elementi patrimoniali e reddituali, al fine di cogliere sia il valore statico del complesso aziendale sia la sua capacità di generare reddito nel tempo. A differenza di un mero calcolo aritmetico, questo metodo **non si limita a sommare il valore del patrimonio netto rettificato a una componente reddituale**, ma **prevede una stima autonoma e distinta dell'avviamento**, inteso come l'extra valore attribuibile alla capacità dell'impresa di generare utili superiori alla normale remunerazione del capitale impiegato.

L'avviamento viene quindi calcolato separatamente, sulla base di una proiezione dei risultati futuri normalizzati e attualizzati, e successivamente **aggiunto al valore del capitale economico determinato sulla base del patrimonio rettificato**.

Differenze rispetto ad altri metodi di valutazione

1. Metodo reddituale puro:

- Si basa esclusivamente sulla capacità dell'impresa di generare redditi futuri.
- Il valore aziendale è determinato attualizzando i flussi reddituali attesi (normalmente l'utile operativo o il cash flow).
- Non tiene conto, se non in forma implicita, del valore delle singole attività e passività.
- L'avviamento è incluso implicitamente nel valore attualizzato.

2. Metodo patrimoniale semplice:

- Si fonda esclusivamente sul valore contabile o rettificato delle attività e passività.
- È di tipo statico e fotografa la situazione patrimoniale alla data di valutazione.
- Non considera le prospettive reddituali future né stima l'avviamento come entità autonoma.

- Può risultare limitativo per aziende in funzionamento con buone prospettive reddituali.

Precisazione sulla natura del metodo misto

Il **metodo misto con stima autonoma dell'avviamento** non può essere ricondotto a una semplice somma aritmetica tra il valore patrimoniale e quello reddituale, poiché l'avviamento rappresenta un elemento economico distinto, frutto di una valutazione prospettica della capacità reddituale eccedente rispetto alla remunerazione ordinaria del capitale. Esso esprime il valore immateriale dell'impresa, spesso derivante da fattori quali la posizione di mercato, il know-how, la clientela consolidata e altri intangibili non iscritti in bilancio.

Il metodo misto tiene conto sia del patrimonio sia della capacità reddituale attesa dell'azienda. La tecnica adoperata è detta Stima Autonoma dell'Avviamento e prevede che il valore dell'azienda sia ottenuto sommando il valore del Patrimonio Netto con il valore attuale dei flussi di sovrareddito. Il sovrareddito esprime quella componente del reddito che eccede il rendimento atteso del Patrimonio Netto ($Ke \cdot K'$).

***La componente patrimoniale della valutazione si basa sul valore rettificato del Patrimonio Netto, come emerso dal Metodo Patrimoniale (euro 30.240).**

Da un punto di vista reddituale invece ci si basa sull'ipotesi che l'azienda sia in grado di produrre un reddito annuo costante e pari a € 102.586 per 5 anni futuri

	CONSUNTIVO					PREVISIONALE				
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Reddito normalizzato annuo R (utile netto)	- 26.274	152.149	85.798	114.623	74.483	105.582	116.806	125.422	133.998	143.277
Reddito normalizzato medio 2019/2028	€ 102.586									
Orizzonte temporale n	5									
Tasso di attualizzazione i	13,80%									
Coefficiente di attualizzazione della rendita an	3,45003866									
Coefficiente di attualizzazione vn	0,524056817									
Patrimonio netto rettificato K*	30.240									

FORMULA UNICA	369.774,66	W
---------------	------------	---

FORMULA SCOMPOSTA	K	AVVIAMENTO	K+A=W	
	30.240	339.534,66	369.775	W

$$W = K' + (R - Ke \cdot K') \cdot a_{\overline{n}|Ke} = K' + (R - Ke \cdot K') \cdot [1 - 1/(1 + Ke)^n]/Ke = 30.240 + (102.586 - 13,8\% \cdot 30.240) \cdot [1 - 1/(1 + 13,8\%)^5]/13,80\% = 369.775$$

$W = K' + (R - Ke * K') * a - (n, Ke) =$	369.775
--	---------

Metodo	Valore (€)
Metodo reddituale puro Totale stimato (Scenario B)	353.927
Metodo reddituale misto Totale stimato (Scenario B)	369.775

Scenario C

Stima nell'ipotesi di accordo preventivo con la proprietà per la stipula di un contratto di locazione commerciale al canone locativo stimato in euro 6.000 mensile. Azienda con disponibilità del locale storico , si applica il **metodo reddituale ed il alternativa il metodo misto patrimoniale/reddituale con stima autonoma dell' avviamento** .

Nella sezione "Dati consuntivi" è riportata la riclassificazione del conto economico a valore aggiunto, elaborata sulla base dei bilanci depositati per gli esercizi 2019-2023. In tali esercizi non sono presenti costi per affitti o locazioni, in quanto l'immobile utilizzato dall'azienda era detenuto in comodato d'uso gratuito. Al contrario, nella sezione "Dati previsionali", la riclassificazione del conto economico – redatta sulla base del piano attestato allegato alla proposta di concordato (Allegato B) – include, tra i costi operativi, un ipotetico canone annuo pari a €72.000 per la disponibilità dell'immobile in cui viene svolta l'attività aziendale, riferito agli esercizi 2024-2025.

DATI CONSUNTIVI						DATI PREVISIONALI				
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ricavi pizzeria	967.827	564.296	621.708	981.191	977.147	434.827	448.500	461.909	476.042	490.413
Ricavi prodotti complementari						552.675	569.924	587.139	604.865	623.123
Altri ricavi e proventi	1.959	26.901	59.396	2.453	733.101					
Ricavi di vendita	969.786	591.197	681.104	983.644	1.710.248	987.502	1.018.424	1.049.048	1.080.907	1.113.536
Acquisti di merci e bevande	-445.134	-145.851	-122.817	-311.010	-393.479	-344.907	- 357.272	- 365.915	- 374.716	-383.678
Variazione delle rimanenze	-1.718	-1.260	2.865	-2.183	-3.546	- 5.363	- 805	- 801	- 797	-793
Costi diretti della produzione venduta	-446.852	-147.111	-119.952	-313.193	-397.025	- 350.270	- 358.077	- 366.716	- 375.513	- 384.471
Margine di contribuzione lordo	522.934	444.086	561.152	670.451	1.313.223	637.232	660.347	682.332	705.394	729.065
	54%	75%	82%	68%	77%	65%	65%	65%	65%	66%
Canoni di noleggio e leasing	-275	-704	-918	-731	-2.518	- 74.000	- 75.702	- 77.216	- 78.760	-80.336
Costi per servizi	-80.610	-45.718	-36.502	-40.965	-73.501	- 44.000	- 44.000	- 44.000	- 44.000	- 44.000

Costi per utenze (GPL + Energia+Legna)	-	44.000	-	44.440	-	44.885	-	45.334	-	45.788	
HACCP, sicurezza e ambiente	-	1.800	-	1.000	-	1.000	-	1.000	-	1.000	
ONERI DIVERSI DI GESTIONE (INCLUSO TARI)	-2.082	-7.561	-36	-783	-2.088.723	-	11.000	-	11.000	-	11.000
Totale costi per servizi	-82.692	-53.279	-36.538	-41.748	-2.162.224	-	100.800	-	100.440	-	100.885
Valore Aggiunto	439.967	390.103	523.696	627.972	-851.519	-	462.432	484.205	504.231	525.300	546.941
Salari e Stipendi	-327.889	-107.163	-224.603	-317.466	-300.605	-	267.000	-	272.934	-	277.028
Oneri Sociali	-104.328	-37.465	-72.184	-104.173	-103.153	-	85.440	-	87.339	-	88.649
Quota TFR	-18.498	-14.935	-26.455	-27.081	-20.770	-	20.538	-	20.217	-	20.521
Costo del personale	-450.715	-159.563	-323.242	-448.720	-424.528	-	372.978	-	380.490	-	386.198
EBITDA	-10.748	230.540	200.454	179.252	-1.276.047	-	89.454	103.715	118.033	133.310	149.070
Ammortamenti	-8.704	-8.434	-11.897	-8.755	0	-	3.177	-	1.500	-	3.500
Oneri finanziari	0	-119	-273	-232	-5.092	-	11.839	-	12.210	-	12.577
Risultato ante imposte	-19.452	221.987	188.284	170.265	-1.281.139	-	74.438	90.005	101.956	113.851	126.720
Imposte di competenza	-4.863	-42.937	-43.090	-53.189	0	-	20.768	-	25.111	-	28.446
Risultato netto dell'esercizio	-24.315	179.050	145.194	117.076	-1.281.139	-	53.670	64.894	73.510	82.087	91.365

I metodi reddituali, esprimono il valore dell'azienda sulla base della capacità della stessa di generare redditi. Il primo passo consiste quindi nel quantificare tale capacità determinando il valore del reddito che ci si aspetta che l'azienda sia in grado di produrre annualmente. La determinazione del reddito medio, richiede la selezione del margine da prendere come riferimento, fra i seguenti: Ricavi; M.cl (margine contribuzione lorda) ; Ebit (risultato operativo); Utile netto

	CONSUNTIVO					PREVISIONALE				
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ricavi	967.827	564.296	621.708	981.191	977.147	987.502	1.018.424	1.049.048	1.080.907	1.113.536
(M.c.l)	520.975	417.185	501.756	667.998	580.122	637.232	660.347	682.332	705.394	729.065
(Ebit)	- 12.707	203.639	141.058	176.799	79.575	89.454	103.715	118.033	133.310	149.070
Utile netto	- 26.274	152.149	85.798	114.623	74.483	53.670	64.894	73.510	82.087	91.365

Nel caso di specie è stato preso in considerazione l'**utile netto**, quale margine di riferimento.

- Per quanto riguarda i dati consuntivi, tale margine è stato normalizzato, escludendo gli effetti derivanti da proventi e oneri di natura straordinaria.
- Nei dati previsionali, contenuti nel piano attestato, l'utile netto è stato invece riportato così come nel piano ipotizzando la presenza di costi di locazione, al fine di riflettere uno scenario gestionale in cui la nuova e futura gestione sarà, caratterizzata dalla

disponibilità dell'immobile in forza di un contratto di locazione (72.000 annuale) in luogo del comodato gratuito.

**Reddito medio atteso
consuntivo 2019/2023**

€ 80.156

Il reddito atteso è pari alla media dell'utile ottenuto dell'azienda nei 5 anni consuntivi esaminati (2019-2023)

**Reddito medio atteso
previsionale 2024/2028**

€ 73.105

Il reddito atteso è pari alla media dell'utile ottenuto dell'azienda nei 5 anni del piano previsionale (2024-2028).

**Reddito medio
consuntivo e atteso
previsionale 2019/2028**

€ 76.631

Il reddito atteso è pari alla media dell'utile ottenuto dell'azienda nei 5 anni consuntivi esaminati (2019-2023) e nei 5 anni del piano previsionale (2024-2028).

Alla luce dei dati sopra precisati , qui di seguito sintetizzati , segue il calcolo del valore aziendale (W) .

	CONSUNTIVO					PREVISIONALE				
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Reddito normalizzato annuo R (utile netto)	- 26.274	152.149	85.798	114.623	74.483	53.670	64.894	73.510	82.087	91.365
Reddito normalizzato medio 2019/2028	€ 76.631									
Orizzonte temporale n	5									
Tasso di attualizzazione i	13,80%									
Coefficiente di attualizzazione della rendita an	3,45003866									
Coefficiente di attualizzazione vn	0,524056817									
VALORE W	€ 264.378									

Il Metodo della rendita a durata definita basa la valutazione sull'ipotesi che l'azienda sia in grado di produrre un reddito annuo costante e pari a € 76.631 per 5 anni futuri.

Reddito medio periodo (R) : 76.631

Costo del capitale proprio (Ke) : 13,80%**Numero di anni: 5**

Il valore dell'azienda si ottiene attualizzando i redditi attesi al costo del capitale proprio (Ke).
Avendo ipotizzato che i redditi si mantengono costanti per 5 anni, la relazione che esprime il valore attuale si semplifica come segue.

$$W = R * a_{\overline{n}|Ke} = R * [1 - 1/(1 + Ke)^n]/Ke = 76.631 * [1 - 1/(1 + 13,80\%)^5]/13,80\% = \mathbf{264.378}$$

$W = R * a_{\overline{n} Ke}$	76.631	*	3,45003866	264.378
-------------------------------	---------------	----------	-------------------	----------------

Metodo	Valore (€)
Metodo reddituale puro Totale stimato (Scenario C)	264.378

SVILUPPO DEL METODO REDDITUALE MISTO

Il metodo misto tiene conto sia del patrimonio sia della capacità reddituale attesa dell'azienda.
La tecnica adoperata è detta Stima Autonoma dell'Avviamento e prevede che il valore dell'azienda sia ottenuto sommando il valore del Patrimonio Netto con il valore attuale dei flussi di sovrareddito. Il sovrareddito esprime quella componente del reddito che eccede il rendimento atteso del Patrimonio Netto (Ke*K').

***La componente patrimoniale della valutazione si basa sul valore rettificato del Patrimonio Netto, come emerso dal Metodo Patrimoniale (euro 30.240).**

Da un punto di vista reddituale invece ci si basa sull'ipotesi che l'azienda sia in grado di produrre un reddito annuo costante e pari a € 76.631 per 5 anni futuri

	CONSUNTIVO					PREVISIONALE				
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Reddito normalizzato annuo R (utile netto)	- 26.274	152.149	85.798	114.623	74.483	53.670	64.894	73.510	82.087	91.365
Reddito normalizzato medio 2019/2028	€ 76.631									
Orizzonte temporale n	5									
Tasso di attualizzazione i	13,80%									
Coefficiente di attualizzazione della rendita an	3,45003866									
Coefficiente di attualizzazione vn	0,524056817									
Patrimonio netto rettificato K*	30.240									

FORMULA UNICA	280.226	W
---------------	---------	---

FORMULA SCOMPOSTA	K	AVVIAMENTO	K+A=W	
	30.240	249.985,68	280.226	W

$$W = K' + (R - Ke \cdot K') \cdot a_{\overline{n}|Ke} = K' + (R - Ke \cdot K') \cdot [1 - 1/(1 + Ke)^n]/Ke = 30.240 + (76.631 - 13,8\% \cdot 30.240) \cdot [1 - 1/(1 + 13,8\%)^3]/13,80\% = 280.226$$

$W = K' + (R - Ke \cdot K') \cdot a_{\overline{n} Ke} =$	280.226
--	---------

Metodo	Valore (€)
Metodo reddituale puro Totale stimato (Scenario C)	264.378
Metodo reddituale misto Totale stimato (Scenario C)	280.226

9.0 Conclusioni

Alla luce dell'incarico conferito ed in ordine ai quesiti posti qui di seguito richiamati :

1.Valutazione dell'azienda



lo scrivente rende la presente relazione con i seguenti rilievi e determinazioni quantificando il valore del compendio aziendale della società , **determinato mediante il metodo patrimoniale nella prima ipotesi (A) ed il doppio metodo reddituale, e misto nelle altre sue ipotesi,(B - C),** considerate le dovute e specificate assumption, in:

- **Scenario A): W = metodo patrimoniale**
- **Scenario B): W = metodo reddituale**
- **Scenario B): W = metodo misto reddituale**
- **Scenario C): W = metodo reddituale**
- **Scenario C): W = metodo misto reddituale**

Alla luce delle analisi e delle valutazioni svolte, si giunge alle seguenti conclusioni:

Scenario A – Azienda priva di titolo idoneo sul locale storico (comodato non trasferibile o assente):

In tale ipotesi, l'azienda risulterebbe priva del diritto di utilizzo del locale in cui storicamente è stata esercitata l'attività. Conseguentemente, non risulta economicamente stimabile alcun valore di avviamento, in quanto strettamente legato alla specifica location. Si applica quindi il **metodo patrimoniale semplice**, che ha condotto alla determinazione di un **valore di stima pari a € 30.240,01**, corrispondente esclusivamente al valore dei beni materiali inventariati.

Metodo	Valore (€)
Metodo Patrimoniale puro Totale stimato (Scenario A)	30.240

Scenario B – Comodato trasferibile o rinnovabile a favore dell'aggiudicatario:

Qualora fosse confermata la trasferibilità del comodato gratuito in essere, o la sua rinnovabilità in capo al futuro acquirente, la valutazione ha potuto tenere conto dell'avviamento commerciale collegato all'iconicità della sede e al radicamento storico dell'attività in quella specifica location.

In tal caso si è applicato il **metodo reddituale puro** e, in via alternativa, il **metodo misto patrimoniale-reddituale**, giungendo a una **valutazione economica sensibilmente più elevata**, congrua rispetto alla capacità reddituale prospettica dell'azienda.

Metodo	Valore (€)
Metodo reddituale puro Totale stimato (Scenario B)	353.927
Metodo reddituale misto Totale stimato (Scenario B)	369.775

Scenario C – Nuovo contratto di locazione commerciale stipulato con la proprietà:

In questa ipotesi si è ipotizzata la stipula di un contratto di locazione commerciale con canone annuo pari a **€ 72.000**. Tale scenario, pur comportando un aggravio in termini di costi fissi, consente la continuità dell'attività nella sede storica. Anche in questo caso, la valutazione si è basata sull'applicazione del **metodo reddituale** e, alternativamente, del **metodo misto**, con risultati economici comparabili a quelli dello Scenario B, seppur lievemente inferiori per effetto dell'incidenza del canone locativo.

Metodo	Valore (€)
Metodo reddituale puro Totale stimato (Scenario C)	264.378
Metodo reddituale misto Totale stimato (Scenario C)	280.226

Considerazioni conclusive sul titolo di godimento dell'immobile

La **titolarità e trasferibilità del diritto di godimento sull'immobile sito i**  costituiscono un **fattore determinante e condizionante** ai fini della valorizzazione del complesso aziendale.

Attualmente, l'azienda opera in forza di **comodato d'uso gratuito verbale, non cedibile automaticamente** al futuro aggiudicatario. In quanto contratto gratuito e a carattere "*intuitu personae*", il titolo stesso rappresenterebbe un fattore di fragilità in termini di garanzia di continuità di gestione nel predetto locale .

Tale condizione **rappresenta una rilevante criticità**, in quanto:

- **rende incerta la prosecuzione dell'attività nella sede storica**, che costituisce elemento fondante dell'avviamento e dell'identità del marchio 
- **rende incerta l'immediata trasferibilità dell'azienda** al futuro acquirente, che potrebbe non ottenere le necessarie autorizzazioni amministrative in assenza di titolo facilmente trasferibile sull'immobile e fra l'altro conferito in modo verbale all'attuale conduttore;
- **incide sensibilmente sul valore economico del compendio aziendale**, potendo determinare l'applicazione di metodi valutativi più prudenti e meno favorevoli.

In assenza di **formale titolo giuridico opponibile**, e in mancanza di **impegno scritto da parte del proprietario** a sottoscrivere un contratto con l'aggiudicatario, deve ritenersi prevalente lo scenario A, con conseguente limitazione della stima al solo valore patrimoniale dei beni materiali.

La presente relazione, rappresenta il risultato dell'assolvimento dell' incarico da parte del sottoscritto perito, in piena e assoluta indipendenza rispetto a qualsivoglia soggetto direttamente o indirettamente interessato alla (o coinvolto nella) valutazione del suddetto ramo.

La presente relazione illustra le finalità e le limitazioni dell'esercizio estimativo, oltre alla relativa concreta esecuzione.

Ritenendo di aver adempiuto all'incarico ricevuto, nel ringraziare la S.V. Ill.ma ed il Curatore fallimentare per la fiducia accordata, resto a disposizione per qualsiasi eventuale chiarimento e/o integrazione che dovesse rendersi opportuna e/o necessaria.

Con osservanza.

Siracusa 03/05/2025

Dott Gabriele Li Puma



10.0 Allegati

1. Allegato 1: nomina stimatore
2. Allegato A: Inventario con stima crono aste srl
3. Allegato B: Bilanc  rl 2017/2023
4. Allegato C: Relazione ex art 84 CCII
5. Allegato D: Tassi applicati