

TRIBUNALE DI ROMA – SETTORE CIVILE – SEZIONE XIV
LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE N. 501/2026 R.G.
GIUDICE DELEGATO: DOTT.SSA CARMEN BIFANO – CURATORE: DOTT. DANIELE VESTITA

**RELAZIONE DI STIMA DEL POSSIBILE VALORE DEI RAMI D'AZIENDA
DENOMINATI “GLI ARCHI” E “MUSÈ” RIFERIBILI ALLA
ANWOARA SOCIETÀ A RESPONSABILITÀ LIMITATA
IN LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE**

DOTT. ANDREA DOMINIJANNI
DOTTORE COMMERCIALISTA
REVISORE LEGALE

ROMA, 31 LUGLIO 2026

Indice

1. Oggetto dell'incarico e documentazione esaminata.	3
2. Ipotesi e limitazioni.	5
3. Breve descrizione della Anwoara S.r.l. ed individuazione del perimetro dei Rami d'azienda oggetto di stima.	7
4. Le metodologie di stima del capitale economico delle Aziende.	10
4.1 La nozione di capitale economico.	10
4.2 I metodi di valutazione del capitale economico.	10
4.2.1 I metodi diretti.	10
4.2.2 I metodi indiretti basati su grandezze flusso.	11
4.2.3 I metodi indiretti basati su grandezze stock.	12
4.2.4 I metodi basati su grandezze flusso-stock (metodi misti).	13
5. La scelta della metodologia valutativa.	14
6. La stima del valore economico dei Rami d'azienda alla data del 30.06.2026 con il metodo reddituale.	16
6.1 La ricostruzione dei conti economici normalizzati dei Rami.	16
6.2 La stima del tasso di attualizzazione/ congrua remunerazione.	17
6.3 La stima del valore del Ramo "Gli Archi".	18
6.4 La stima del valore del Ramo "Musè".	19
6.5 Analisi di sensitività.	20
6.6 Verifica mediante criterio empirico di controllo.	20
6.7 Le manifestazioni di interesse pervenute.	21
7. Conclusioni.	22

1. Oggetto dell'incarico e documentazione esaminata.

Con sentenza rep. n. 571/2026 del 28 maggio 2026, il Tribunale di Roma ha dichiarato l'apertura della liquidazione giudiziale n. 501/2026 a carico della Anwoara Società a responsabilità limitata, codice fiscale, partita iva e numero di iscrizione al Registro delle Imprese presso la Camera di Commercio di Roma n. 16347741007, con sede legale in Roma, in Via Sebastiano Veniero nn. 24-26-28 (d'ora innanzi, per brevità, anche semplicemente la "Società" o la "Anwoara"), nominando Giudice Delegato la Dott.ssa Carmen Bifano e Curatore il Dott. Daniele Vestita (nel prosieguo anche la "Curatela").

Con istanza depositata in data 21 luglio 2026 – dato atto che taluni imprenditori attivi nel settore hanno anticipato l'intenzione di formalizzare manifestazioni di interesse per l'acquisto delle aziende riferibili ad Anwoara e ritenuto che la vendita delle stesse possa consentire, in chiave prospettica, la migliore valorizzazione dell'attivo della procedura – il Curatore ha richiesto al Giudice Delegato (esercente, in assenza del Comitato dei Creditori, le relative funzioni ex art. 140, comma 4, CCII) l'autorizzazione alla nomina dello scrivente Dott. Andrea Dominijanni, Dottore commercialista iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma e Revisore legale, per la predisposizione di un documento estimativo del possibile valore delle aziende riferibili ad Anwoara S.r.l., in vista dell'avvio di un tentativo urgente di dismissione ex art. 213, comma 6 CCII, funzionale (i) alla valutazione di congruità delle offerte medio tempore pervenute e (ii) all'avvio della procedura competitiva di vendita dell'azienda ovvero di singoli rami della stessa.

Il presente documento costituisce l'espletamento dell'incarico in questione.

Lo scrivente dichiara, ai fini che qui rilevano, di trovarsi in posizione di piena indipendenza rispetto alla Società, ai suoi soci e amministratori, al Curatore e agli organi della procedura, di non versare in alcuna delle situazioni di incompatibilità o di conflitto di interessi previste dalla legge e di non intrattenere, né avere intrattenuto, rapporti professionali o personali idonei a comprometterne l'autonomia di giudizio.

Il valore del capitale economico dei Rami di azienda riferibili alla Società – costituiti, come meglio *infra*, dai due esercizi di somministrazione di alimenti e bevande condotti sotto le insegne "Gli Archi Trattoria Pizzeria" e "Musè Bar & Restaurant" – è stato calcolato con riferimento alla data del **30 giugno 2026**, ultima data per la quale si dispone di evidenze gestionali complete (corrispettivi telematici trasmessi all'Agenzia delle Entrate sino al 30.06.2026), sulla base dei dati resi disponibili, delle informazioni fornite e delle metodologie esposte nella presente relazione, e con le precisazioni, le ipotesi e le avvertenze riepilogate nel corpo dell'elaborato.

In particolare, le analisi effettuate e i risultati raggiunti nella presente relazione si fondano sulla seguente documentazione, fornita al sottoscritto dalla Curatela ovvero acquisita presso pubblici registri:

- visura storica della Società estratta dal Registro delle Imprese di Roma in data 18.06.2026;
- atto costitutivo del 29.09.2021 (costituzione in forma di S.r.l. semplificata) e statuto sociale;

- verbale di assemblea straordinaria del 12.07.2024 (aumento gratuito del capitale sociale da euro 1.000 ad euro 100.000) e atti notarili di cessione di quote del 02.09.2024 e del 20.11.2024;
- fascicoli di bilancio chiusi al 31.12.2021, al 31.12.2022 e al 31.12.2023;
- registrazioni dei corrispettivi telematici giornalieri dei due esercizi per i periodi 2024, 2025 e primo semestre 2026 (matricole dispositivi 99IEB054383 e 99IEB070260);
- elenco delle fatture elettroniche passive ricevute nel periodo 2022-2026 ed elenco delle fatture elettroniche attive emesse;
- inventari fisici dei beni mobili presenti presso i due esercizi, redatti a seguito dell'apposizione dei sigilli ("Inventario Gli Archi" e "Inventario Musè");
- elenco dei mobili di proprietà del locatore presenti nei locali di Via Tunisi e consegnati al conduttore in data 16.12.2023, sottoscritto dal [REDACTED];
- contratto di locazione commerciale relativo ai locali di Via Sebastiano Veniero 24-28, sottoscritto con il [REDACTED] e registrato in data 11.10.2021 (prot. 3T/012502, Ufficio Territoriale Roma 2);
- contratto di locazione relativo ai locali con accessi da Via Sebastiano Veniero 62-64-68-70 e Via Tunisi 1/A, sottoscritto con [REDACTED] registrato in data 16.12.2023 (prot. 3T/025775, Ufficio Territoriale Roma 1);
- S.C.I.A. di apertura per somministrazione di alimenti e bevande relative ai due esercizi (anno 2021 per Via Veniero 24-28; anno 2024 per l'unità locale di Via Tunisi) e relative licenze (prot. CA/2021/177644 del 20.10.2021 e prot. CA/2024/23001 del 09.02.2024);
- lista anagrafica dei dipendenti al 17.07.2026 e prospetto del fondo T.F.R. al 31.12.2025;
- istanza di autorizzazione alla nomina del perito depositata dal Curatore in data 21.07.2026;
- manifestazioni di interesse medio tempore pervenute alla Curatela (Sig. Paolo Galetta, 08.07.2026; Farnese 22 S.r.l. semplificata);
- ulteriore documentazione di natura amministrativa e contabile ritenuta utile ai fini della redazione del presente elaborato.

* * *

Tanto sopra premesso, dopo avere richiamato, nel secondo paragrafo, le ipotesi e le limitazioni sottostanti all'attività svolta dallo scrivente, il presente elaborato è strutturato come segue. Nel terzo paragrafo si riporta una sintetica descrizione della Anwoara S.r.l. e si procede ad individuare puntualmente il perimetro dei due Rami d'azienda oggetto di stima. La relazione prosegue, nel quarto paragrafo, con la disamina delle metodologie di stima maggiormente impiegate nella prassi professionale e accreditate dalla migliore dottrina economico-aziendale per la valutazione di complessi aziendali. Nel quinto e nel sesto paragrafo, una volta individuata la metodologia ritenuta più adatta al caso di specie, si procede a stimare, alla data di riferimento del 30 giugno 2026, il valore del capitale economico dei Rami di azienda "Gli Archi" e "Musè". L'elaborato termina, nel settimo paragrafo, con alcune brevi considerazioni conclusive e di riepilogo del lavoro svolto.

2. Ipotesi e limitazioni.

Il valore dei Rami di azienda individuato nella presente relazione è stato determinato sulla base dei dati, delle informazioni e delle metodologie ivi esposte. Tale valore deve essere considerato un valore **teorico di riferimento**, da non confondere con l'eventuale prezzo di cessione, che potrà essere determinato, in sede di procedura competitiva, sulla base di ulteriori considerazioni e di altri elementi contingenti e soggettivi.

La presente relazione è fondata sui documenti, sulle informazioni e sui dati messi a disposizione del sottoscritto dalla Curatela ovvero acquisiti presso pubblici registri.

In questa prospettiva, è doveroso precisare che lo scrivente – pur avendo adottato tutte le necessarie precauzioni per un'attenta valutazione di tali documenti, informazioni e dati ed avendo svolto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio – non risponde della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di tali documenti, dati e informazioni.

Si precisa, altresì, che lo scrivente non ha effettuato alcuna forma di revisione relativamente alla documentazione di natura contabile ed extracontabile ricevuta e, pertanto, non assume alcuna responsabilità in ordine agli effetti che potrebbero prodursi sulla stima a causa di eventuali errori o omissioni nei dati contabili e negli altri documenti ed informazioni ricevute. In particolare, va rilevato che la Società non ha depositato i bilanci relativi agli esercizi 2024 e 2025 e che non è disponibile una contabilità analitica per punto vendita: i conti economici dei singoli Rami sono stati pertanto ricostruiti in via normalizzata dallo scrivente sulla base delle risultanze dei corrispettivi telematici, dei flussi di fatturazione elettronica, della documentazione contrattuale e giuslavoristica e delle incidenze storiche desumibili dai bilanci depositati, secondo le assunzioni analiticamente esposte nel sesto paragrafo.

Il parere dello scrivente, inoltre, è formulato alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e, pertanto, non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e non prevedibile. Si rammenta, in ogni caso, che i dati prospettici, essendo basati su assunzioni inerenti eventi e azioni future, sono caratterizzati da connaturati elementi di soggettività e incertezza e, in particolare, dal rischio che eventi e azioni preventivate possano non verificarsi ovvero possano verificarsi in misura e in tempi diversi da quelli prospettati, ovvero ancora che possano verificarsi eventi in origine non previsti.

Giova porre in rilievo, inoltre, che non è stata effettuata dallo scrivente alcuna indagine sui titoli di proprietà dei beni ricompresi nei Rami, né sull'eventuale esistenza di diritti o gravami su di essi, né sulla regolarità urbanistico-edilizia dei locali, nel presupposto che la proprietà e l'esercizio siano in regola con le normative vigenti; la trasferibilità delle autorizzazioni amministrative ed il subentro nei contratti di locazione ex art. 184 CCII sono assunti nei termini di legge. Gli inventari fisici allegati descrivono i beni per quantità e tipologia, senza attribuzione di valori unitari: la stima non incorpora, pertanto, un apprezzamento analitico dei singoli cespiti, restando impregiudicata la possibilità di farne oggetto di separata stima ai fini della determinazione della base d'asta; per l'esercizio di Via Tunisi, taluni mobili ed arredi risultano di proprietà del locatore, come da verbale del 16.12.2023, e sono esclusi dal perimetro dei beni per i quali avverrà il trasferimento del diritto

di proprietà. Per tali beni, difatti, potrà trasferirsi esclusivamente il relativo possesso, ai termini e alle condizioni meglio individuate nel contratto di affitto sottoscritto in data 16.12.2023 (cfr. art. 3).

Da ultimo, si evidenzia che alla data della presente relazione l'attività di entrambi gli esercizi risulta interrotta per effetto dell'apposizione dei sigilli ex art. 193 CCII, avvenuta il 30 giugno 2026, e che non è stato autorizzato l'esercizio provvisorio dell'impresa: il valore stimato presuppone la tempestiva ripresa dell'attività in capo al cessionario, atteso che la protratta chiusura degli esercizi e la dispersione del personale sono suscettibili di eroderne rapidamente la consistenza.

3. Breve descrizione della Anwoara S.r.l. ed individuazione del perimetro dei Rami d'azienda oggetto di stima.

La Anwoara Società a responsabilità limitata è stata costituita in data 29 settembre 2021, in forma di società a responsabilità limitata semplificata con capitale sociale di euro 1.000, ed è iscritta al Registro delle Imprese di Roma (REA RM-1650594) dal 5 ottobre 2021, con inizio dell'attività dal 29 ottobre 2021. Con verbale di assemblea straordinaria del 12 luglio 2024 il capitale sociale è stato gratuitamente aumentato ad euro 100.000 mediante imputazione di riserve disponibili, con contestuale adozione di un nuovo statuto sociale.

Il capitale sociale della Società – interamente sottoscritto e versato e pari ad euro 100.000 – è attualmente detenuto, a seguito degli atti di cessione di quote del 2 settembre 2024 e del 20 novembre 2024, dal [REDACTED], titolare di una quota pari al 98%, e dal [REDACTED], titolare di una quota pari al 2%. La Società è gestita da un Amministratore unico, che risulta essere, a far data dal 1° settembre 2025, il [REDACTED].

L'oggetto sociale della Anwoara, per come risultante dalla documentazione camerale esaminata, comprende, tra l'altro, «l'organizzazione e la gestione, sia in proprio che per conto terzi, di ristoranti, trattorie, pizzerie, tavole calde, rosticcerie, mense aziendali, posti di ristoro, bar, spacci per alcolici e superalcolici, pasticcerie e gelaterie con relativa produzione, locali per la somministrazione al pubblico di alimenti e bevande di qualsiasi natura»; l'attività prevalente esercitata è quella di «ristorante con somministrazione di alimenti e bevande» (codice ATECO 56.10.11).

Più in dettaglio, la Società ha operato attraverso due esercizi di ristorazione, entrambi ubicati in Roma, nel quartiere Prati: (i) il ristorante-pizzeria ad insegna “Gli Archi Trattoria Pizzeria”, condotto presso i locali della sede legale di Via Sebastiano Veniero 24-28, attivo dall'ottobre 2021; (ii) il ristorante-bar ad insegna “Musè Bar & Restaurant”, condotto presso l'unità locale di Via Tunisi 1/B (locali con accessi da Via Sebastiano Veniero 62-64-68-70 e da Via Tunisi 1/A), aperto nel corso del 2024 (S.C.I.A. del 09.02.2024).

Con la sentenza di apertura della liquidazione giudiziale non è stata autorizzata la prosecuzione dell'attività di impresa. In data 30 giugno 2026 il Curatore, effettuato l'accesso presso i locali e riscontrata la prosecuzione di fatto dell'attività di entrambi gli esercizi a nome della Società, ne ha disposto l'interruzione con apposizione dei sigilli ex art. 193 CCII; l'impresa risulta, ad oggi, «inattiva» presso il Registro delle Imprese.

* * *

Come già indicato nelle pagine che precedono, nel contesto sopra delineato ed al fine di salvaguardare, a beneficio dei creditori, sia i valori aziendali sia i livelli occupazionali, la Curatela intende procedere con urgenza alla dismissione dei Rami d'azienda ex art. 213, comma 6 CCII, anche in ragione dei significativi canoni da riconoscersi ai soggetti proprietari delle mura.

Ciascuno dei due Rami d'azienda si compone, in sintesi, dei beni organizzati e dei rapporti giuridici strettamente afferenti all'esercizio dell'attività caratteristica del medesimo.

Più in particolare, il perimetro dei Complessi aziendali in argomento – secondo lo schema tipico delle cessioni concorsuali ex art. 214 CCII – risulta costituito da quanto elencato di seguito:

- l'avviamento commerciale;
- le autorizzazioni amministrative per la somministrazione di alimenti e bevande: licenza prot. CA/2021/177644 del 20.10.2021 per l'esercizio di Via Sebastiano Veniero 24-28 e licenza prot. CA/2024/23001 del 09.02.2024 per l'esercizio di Via Tunisi;
- i contratti di locazione degli immobili nei quali sono condotti gli esercizi, nei quali il cessionario subentrerà ai sensi dell'art. 184 CCII: (a) per il Ramo "Gli Archi", il contratto sottoscritto con il [REDACTED] avente ad oggetto i locali di Via Sebastiano Veniero 24-28 (piano terra e interrato, cat. C/1 e C/2, foglio 403, part. 82, subb. 3 e 6), con decorrenza 11.10.2021, prima scadenza al 10.10.2027, rinnovo tacito di sei anni salvo disdetta con preavviso di dodici mesi e canone annuo a regime di euro 38.400 (euro 3.200 mensili); (b) per il Ramo "Musè", il contratto sottoscritto con [REDACTED] avente ad oggetto i locali su due livelli, della consistenza catastale di circa mq 439, con accessi da Via Sebastiano Veniero 62-64-68-70 e Via Tunisi 1/A, con decorrenza 18.12.2023, durata di sei anni (sino al 17.12.2029), rinnovo ex art. 28 L. 392/1978, canone annuo a regime di euro 192.000 oltre IVA (euro 16.000 mensili; euro 120.000 per il primo anno ed euro 156.000 per il secondo) e deposito cauzionale di euro 48.000;
- i beni strumentali, gli arredi e le attrezzature di cucina, di sala e di bar presenti presso i singoli esercizi, quali risultanti dagli inventari fisici redatti a seguito dell'apposizione dei sigilli ed allegati alla presente relazione: per l'esercizio "Gli Archi", in sintesi, la dotazione completa di cucina (forni, banchi e vetrine frigo, lavastoviglie, friggitrice, piani cottura), gli arredi di sala (oltre 40 tavoli e 85 tra sedie e sgabelli), la macchina del caffè, la spillatrice, il registratore di cassa, la cassa automatica e le scorte minute; per l'esercizio "Musè", gli arredi di sala e di bar disposti su due livelli (oltre 40 tavoli, poltrone e sedute), il bancone bar con spillatrice a quattro vie, le attrezzature di cucina (forno pizza a due piani, celle frigorifere, impastatrice, affettatrice, piani di lavoro), le dotazioni audio-video e le scorte di magazzino. Le immobilizzazioni materiali iscritte nell'ultimo bilancio depositato, al 31.12.2023, esprimevano un valore contabile netto di euro 91.122. Si evidenzia che, per l'esercizio di Via Tunisi, taluni mobili ed arredi risultano di proprietà del locatore [REDACTED] siccome presenti nei locali e consegnati al conduttore alla data di decorrenza del contratto (verbale del 16.12.2023, coerente con la clausola contrattuale che riserva al locatore la facoltà di riprendere arredi ed attrezzature di sua proprietà): tali beni non rientrano pertanto nel perimetro del Ramo.

La Curatela ha altresì rappresentato l'intenzione di escludere dal perimetro di cessione, in prima battuta, i rapporti di lavoro subordinato con il personale in forza, attualmente sospesi ex art. 172 CCII, salva restando la facoltà dell'aggiudicatario dei Rami d'azienda di manifestare una diversa volontà in ordine al loro subentro.

Restano in ogni caso esclusi dal perimetro dei Rami i debiti maturati ante procedura, dei quali risponde esclusivamente la massa: ai sensi dell'art. 214, comma 3, CCII, infatti, la cessione concorsuale è effettuata *senza* la responsabilità dell'acquirente prevista dall'art. 2560 codice civile.

* * *

Quanto all'andamento economico della Società, i bilanci depositati evidenziano una rapida crescita dimensionale e reddituale nel triennio 2021-2023, trainata dall'esercizio di Via Veniero 24-28 (importi in euro):

Conto economico	2021	2022	2023
Valore della produzione	75.814	796.023	1.062.785
Costi della produzione	-65.618	-683.852	-866.399
Differenza tra valore e costi (A-B)	10.196	112.171	196.386
Oneri finanziari	–	-8.136	-5.380
Imposte	-3.854	-36.743	-53.649
Utile netto	6.342	67.292	137.357

Stato patrimoniale	2021	2022	2023
Immobilizzazioni materiali	–	20.713	91.122
Attivo circolante	47.505	298.846	233.917
Totale attivo	47.505	319.559	325.049
Patrimonio netto	7.343	74.634	211.991
Fondo T.F.R.	1.818	7.268	13.995
Debiti	38.344	235.705	97.111

Per il periodo successivo all'ultimo bilancio depositato, l'andamento dei ricavi da somministrazione dei singoli esercizi è stato ricostruito sulla base dei corrispettivi telematici giornalieri trasmessi all'Agenzia delle Entrate (importi in euro):

Corrispettivi	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Totale
2024 – Ramo “Gli Archi”	190.956	242.804	182.372	175.860	791.992
2024 – Ramo “Musè”	0	61.960	248.978	197.490	508.428
2024	190.956	304.764	431.350	373.350	1.300.421
2025 – Ramo “Gli Archi”	178.255	247.871	221.598	149.568	797.293
2025 – Ramo “Musè”	176.139	275.368	293.809	197.817	943.133
2025	354.394	523.239	515.407	347.385	1.740.425
2026 – Ramo “Gli Archi”	88.335	111.970	–	–	200.304
2026 – Ramo “Musè”	134.245	228.138	–	–	362.383
2026	222.580	340.108	–	–	562.688

Nel primo semestre 2026 entrambi gli esercizi evidenziano una marcata contrazione dei volumi rispetto ai corrispondenti periodi del 2025 (Ramo “Gli Archi”: -53% circa; Ramo “Musè”: -20% circa), riconducibile al deterioramento della gestione che ha preceduto l'apertura della procedura concorsuale.

* * *

A seguire, vengono brevemente ripercorsi i principali approcci metodologici proposti dalla migliore dottrina economico-aziendale per la stima del valore del capitale economico di una Azienda (o di un Ramo d'azienda).

4. Le metodologie di stima del capitale economico delle Aziende.

4.1 La nozione di capitale economico.

Il capitale d'impresa è, come noto, una quantità astratta variamente configurabile nel suo valore in funzione delle finalità della stima e delle ipotesi e congetture assunte a fondamento del processo estimativo.

Tra le diverse configurazioni di capitale – l'unica che rileva ai fini della presente relazione – figura il capitale di trasferimento, ovvero quella configurazione del capitale d'impresa stimata ai fini del “trasferimento” del complesso aziendale. Tale nozione di capitale può essere, a sua volta, variamente articolata in relazione alla posizione assunta dal soggetto valutatore di fronte al processo estimativo. In particolare, si possono distinguere tre ottiche valutative: quella del soggetto acquirente (“valore strategico” nell'ottica dell'acquirente), quella del soggetto venditore (“valore strategico” nell'ottica del venditore) e quella del perito indipendente (“valore economico” del capitale, vale a dire il capitale stimato nell'ottica del perito indipendente).

È, pertanto, solo in relazione alla posizione valutativa del perito indipendente che la configurazione di capitale di trasferimento può definirsi “capitale economico”.

4.2 I metodi di valutazione del capitale economico.

Il valore economico di un'Azienda (o di un suo Ramo) è – come si è avuto modo di precisare – una quantità astratta, cioè non fondata su dati obiettivi automaticamente determinabili: la sua valutazione impone il ricorso a stime, ipotesi, congetture che potranno variare da perito a perito dando luogo a valutazioni differenti anche in riferimento alla medesima impresa. Naturalmente, questi elementi di soggettività debbono essere analizzati alla luce di fondati requisiti. Di norma, si conviene sull'affermazione che i requisiti che un'attendibile metodologia di valutazione del capitale economico d'impresa deve tentare di soddisfare sono:

- *razionalità*: il metodo deve essere concettualmente valido e seguire un percorso logico, chiaro e condivisibile, vale a dire deve essere dotato di consistenza teorica;
- *obiettività*: il metodo deve essere concretamente applicabile, e deve cioè essere fondato su dati certi (o almeno credibili) e controllabili;
- *generalità*: il metodo deve prescindere dalle caratteristiche e dagli interessi delle parti coinvolte e dalla forza contrattuale e/o abilità negoziale che esse esprimono nella negoziazione;
- *stabilità*: il metodo deve essere in grado di esprimere un valore del capitale economico perdurante nel tempo, e quindi svincolato da fatti contingenti non dettati da consolidati mutamenti dello scenario di riferimento.

I metodi di valutazione delle aziende che, in linea generale, sono in grado di soddisfare in misura ragionevolmente adeguata i suddetti principi possono essere classificati in metodi diretti (in senso stretto e fondati su moltiplicatori empirici) e metodi indiretti (basati su grandezze flusso, su grandezze stock e su grandezze flusso-stock, c.d. metodi misti).

4.2.1 I metodi diretti.

I metodi diretti fondano la stima del valore economico d'impresa su grandezze desunte dal mercato. In particolare, si distinguono: i metodi diretti in senso stretto, che determinano il valore del capitale economico sul fondamento dei prezzi espressi dal mercato, e i metodi diretti fondati su moltiplicatori empirici, che eguagliano il valore del capitale economico al prodotto tra un moltiplicatore di mercato e una grandezza espressiva del valore economico del capitale d'impresa.

I metodi diretti in senso stretto si articolano in due categorie, a seconda che l'azienda da valutare sia o meno quotata presso una Borsa valori. Nel primo caso, il capitale economico dell'impresa *valutanda* viene calcolato come sommatoria dei prezzi di mercato delle diverse categorie di azioni in circolazione ($W = \sum P_i \cdot m_i$). Nel caso, invece, in cui l'azienda non sia quotata, il valore economico del suo capitale viene stimato come media aritmetica, semplice o ponderata, dei valori economici assunti da un selezionato numero di aziende assimilabili, per caratteristiche qualitative e quantitative, a quella oggetto di valutazione, calcolati sulla base dei “prezzi fatti” in transazioni aventi ad oggetto imprese simili.

I metodi diretti fondati sui moltiplicatori empirici si sogliono distinguere in criteri basati sull'*equity approach to valuation* – che conducono alla stima del valore economico del capitale in via diretta, applicando alla grandezza aziendale prescelta (utile, cash flow, patrimonio netto) il moltiplicatore di mercato (P/E, P/CF, P/BV) di un campione di imprese simili – e criteri fondati sull'*entity approach to valuation*, che stimano il capitale economico in via mediata, sottraendo al valore economico delle attività (firm value, determinato mediante moltiplicatori del tipo FV/EBIT o FV/EBITDA) il valore di mercato dei debiti finanziari.

4.2.2 I metodi indiretti basati su grandezze flusso.

I metodi indiretti fondati su grandezze flusso possono essere distinti in due classi di metodologie valutative, denominate metodi fondamentali teorici e metodi semplificati.

I *metodi fondamentali teorici* si articolano nella formula fondamentale finanziaria teorica, che stima il capitale economico dell'azienda sulla base del valore attuale dei flussi monetari totali, attivi e passivi, prodotti dall'azienda stessa ($W = F_1v^1 + F_2v^2 + \dots + F_nv^n$); nella formula fondamentale reddituale teorica, che eguaglia il valore del capitale economico dell'impresa al valore attuale dei redditi che essa è in grado di generare ($W = R_1v^1 + R_2v^2 + \dots + R_nv^n + P_nv^n$); e nella formula fondamentale fondata sui flussi di dividendo distribuibili. I procedimenti teorici rispondono pienamente ai requisiti di «razionalità» e di «equità», in quanto definiscono esattamente tutti gli elementi che devono essere presi in considerazione per giungere ad un valore razionale ed equo del capitale economico; essi, però, non soddisfano il requisito della «obiettività», essendo di assai difficile applicazione pratica, poiché utilizzano parametri difficilmente prevedibili (la misura puntuale dei flussi, i dividendi, l'arco temporale da considerare). Le rilevanti difficoltà di applicazione delle formule teoriche “fondamentali” impongono, pertanto, il ricorso a formule sostitutive semplificate che, pur non possedendo la stessa validità concettuale, possano essere proficuamente applicabili.

I *metodi reddituali semplificati* muovono dall'idea che il valore dell'azienda dipenda unicamente dai flussi di reddito che essa, in base alle attese, sarà in grado di produrre. Nella versione c.d. “levered”

(o diretta), il capitale economico è pari al valore attuale dei redditi netti attesi «normalizzati»; in ipotesi di perpetuità dei flussi:

$$W = RN / ic$$

dove RN è il reddito medio normale atteso e ic è il tasso di congrua remunerazione del capitale proprio. Ove si disponga di previsioni analitiche per un periodo esplicito, la formula si articola nella somma del valore attuale dei redditi netti attesi del periodo di previsione esplicita e del valore attuale del c.d. valore terminale (“TV”), calcolato come rendita perpetua – eventualmente a crescita costante g – del reddito medio-normale a regime:

$$W = \sum RN_t \cdot v^t + TV \cdot v^n, \text{ con } TV = RN \cdot (1+g) / (ic - g)$$

Nella versione c.d. “unlevered” (o mediata), il valore economico del capitale si determina per differenza tra il valore economico dell’attivo operativo – pari al valore attuale dei redditi operativi normalizzati al netto delle imposte, scontati al costo medio ponderato del capitale ($WACC$) – e il valore economico dei debiti finanziari ($W = A - D$).

Ai fini dell’applicazione dei metodi reddituali occorre definire: (i) le tecniche di previsione del reddito (metodo dei risultati storici; metodo di proiezione dei risultati storici; metodo dei risultati programmati; metodo dell’innovazione); (ii) la durata del periodo di previsione, che può essere agganciata a condizioni oggettive e specifiche dell’azienda ovvero considerata illimitata; (iii) il tasso di attualizzazione dei flussi reddituali, nel rispetto del principio di coerenza tra tassi e flussi.

Con riferimento a quest’ultimo aspetto, il tasso di congrua remunerazione può essere espresso dal seguente algoritmo: $ic = i_1 + i_2 + scr$, dove i_1 è il risk free rate o price of time; i_2 rappresenta il premio per il rischio; scr (specific company risk) è una maggiorazione del tasso atta a fronteggiare rischi specifici del complesso aziendale, legati alla sua struttura, alla tipologia di attività svolta, ai luoghi dove essa è esercitata, alla concentrazione della clientela, alla dimensione e alla non negoziabilità dell’investimento. Il premio per il rischio (i_2) è comunemente stimato sulla base del Capital Asset Pricing Model (CAPM), mediante la relazione:

$$i_2 = \beta (Rm - i_1)$$

dove β rappresenta la misura del rischio operativo e finanziario del complesso aziendale e $(Rm - i_1)$ il premio offerto dal mercato per gli investimenti aleatori. Nel caso di complessi aziendali non quotati, per i quali non sia disponibile il beta di mercato, è possibile utilizzare, quale proxy, il beta medio di un campione di imprese comparabili con il complesso aziendale oggetto di stima.

I metodi finanziari semplificati, infine, determinano il valore del capitale economico in funzione dei flussi monetari prospettici dell’azienda, secondo uno schema del tutto analogo (attualizzazione dei flussi di cassa levered al costo del capitale proprio, ovvero dei flussi unlevered al WACC con successiva deduzione dei debiti finanziari); la loro applicazione richiede la costruzione di piani finanziari analitici di cui, nel caso di specie, non si dispone.

4.2.3 I metodi indiretti basati su grandezze stock.

I metodi basati su grandezze stock vengono definiti patrimoniali e si fondano sul principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell’attivo e del passivo che compongono il capitale

dell'azienda. Essi si distinguono in metodo patrimoniale semplice (o puro) e metodi patrimoniali complessi.

Il metodo patrimoniale puro, che trova il suo punto di partenza nel capitale netto di bilancio, considera il valore dell'azienda da cedere pari al valore del capitale netto rettificato, calcolato mediante la riespressione a valori correnti degli elementi dell'attivo e del passivo patrimoniale ($K' = A' - P'$). I metodi patrimoniali complessi sommano al patrimonio netto rettificato il valore dei beni immateriali non contabilizzati ($W = K' + \text{Val. Imm.}$), aventi (metodi di I grado) o non aventi (metodi di II grado) un autonomo valore di mercato. Tali metodi sono ispirati alla teoria del going concern value, secondo la quale per costituire una azienda ex novo è necessario sostenere dei costi che non vengono sopportati nel caso di acquisto di una azienda che già esiste e funziona; essi presuppongono, peraltro, che l'azienda sia in grado di remunerare congruamente il patrimonio investito, dovendosi, in difetto, apportare una correzione reddituale al valore patrimoniale.

4.2.4 I metodi basati su grandezze flusso-stock (metodi misti).

I metodi misti, basati su grandezze flusso-stock, costituiscono una mediazione tra i metodi patrimoniali – dai quali prendono la caratteristica della verificabilità oggettiva – e i metodi reddituali – dai quali prendono le considerazioni sulle aspettative reddituali. I metodi misti più diffusi sono il metodo “tedesco” del valore medio (W pari alla media tra valore patrimoniale e valore di rendimento) e il metodo “anglosassone” della stima autonoma dell'avviamento, in base al quale:

$$W = K' + (R - i \cdot K') \cdot an^{-i}$$

dove K' rappresenta il patrimonio netto rettificato e il secondo addendo esprime la correzione reddituale (goodwill o badwill), stimata mediante l'attualizzazione, per un periodo n , del sovra/sottoreddito che l'azienda sarà presumibilmente in grado di produrre rispetto alla congrua remunerazione del capitale investito. L'applicazione di tali metodi richiede l'individuazione dei beni facenti parte del complesso aziendale e la stima analitica del loro valore corrente.

5. La scelta della metodologia valutativa.

Come si è avuto modo di descrivere nel precedente capitolo, la scelta di una o più metodologie da impiegare ai fini della stima del valore economico di un'Azienda (o di un suo Ramo) dipende dalla finalità sottesa alla valutazione, dalle caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione e dalla qualità e quantità delle informazioni e dei dati disponibili. Non esiste, infatti, è bene ribadirlo ancora una volta, un metodo che sia riconosciuto universalmente valido per la stima del valore economico di un complesso aziendale, in quanto in grado di soddisfare, in ogni circostanza, i requisiti di "razionalità", "obiettività", "generalità" e "stabilità" in misura migliore di tutti gli altri.

Nel caso in esame – determinazione del possibile valore delle aziende riferibili ad Anwoara S.r.l. in liquidazione giudiziale – si precisa quanto segue:

- il fine della valutazione è la stima, da parte di un perito indipendente, del valore economico dei due Rami d'azienda che la Curatela intende dismettere con urgenza ex art. 213, comma 6, CCII, a supporto della valutazione di congruità delle offerte eventualmente nel frattempo formalizzate ovvero, comunque, ai fini dell'individuazione di un valore di riferimento per l'avvio della procedura di vendita competitiva;
- le informazioni disponibili sono quelle descritte nel capitolo 1; per la precisione, è il caso di rammentare che si dispone, per ciascun esercizio, delle risultanze analitiche dei corrispettivi telematici per il periodo 2024 – primo semestre 2026, dei contratti di locazione, dei dati sul personale e delle incidenze di costo desumibili dai bilanci depositati e dai flussi di fatturazione passiva, elementi ritenuti dallo scrivente idonei e sufficienti al fine di ricostruire conti economici normalizzati di Ramo ed esprimere un giudizio in merito alle relative prospettive reddituali;
- per quanto concerne le caratteristiche dei Rami d'azienda oggetto di valutazione, va rilevato che si tratta di aziende commerciali di somministrazione (c.d. *labour and location intensive*), caratterizzate da un attivo fisso di importo contenuto e prive di una situazione patrimoniale di ramo attendibile (non essendo stati depositati i bilanci 2024 e 2025, né essendo disponibile una perizia estimativa dei beni strumentali), il cui valore è essenzialmente legato alla capacità di generare flussi reddituali mediante l'organizzazione, le licenze, la posizione commerciale e l'avviamento.

Tanto sopra premesso, lo scrivente, ai fini della stima del valore economico dei Rami d'azienda in esame, ha ritenuto opportuno adottare il **metodo reddituale semplificato** nella versione "levered", con previsione analitica dei flussi lungo un orizzonte finito pari alla durata residua dei contratti di locazione, comprensiva del periodo di rinnovo di sei anni ex art. 28 della L. 392/1978, senza applicazione di alcun valore terminale.

Tale criterio, infatti, appare il più idoneo ad apprezzare la capacità di generazione di reddito dei complessi aziendali in esame, che ne costituisce l'essenza economica, ricomprendendo nella stima il periodo di rinnovo contrattuale quale ipotesi-base ed evitando, al contempo, l'apprezzamento di flussi perpetui oltre la durata dei rapporti locativi; di converso, i metodi patrimoniali e misti risultano

scarsamente applicabili in difetto di una situazione patrimoniale di ramo e di stime analitiche dei beni, mentre i metodi diretti non risultano praticabili in assenza di quotazioni e di un campione attendibile di transazioni comparabili.

In definitiva, il valore di ciascun Ramo d'azienda è stato calcolato sul fondamento della seguente formula:

$$W = \sum R N t \cdot v^t \text{ (orizzonte finito, senza valore terminale)}$$

Ciò posto, nel prosieguo si procederà alla stima separata degli elementi necessari alla valutazione dei Rami d'azienda mediante la metodologia sopra individuata.

6. La stima del valore economico dei Rami d'azienda alla data del 30.06.2026 con il metodo reddituale.

6.1 La ricostruzione dei conti economici normalizzati dei Rami.

In assenza di bilanci per gli esercizi 2024 e 2025 e di una contabilità analitica per punto vendita, i conti economici dei singoli Rami sono stati ricostruiti in via normalizzata sulla base delle seguenti assunzioni:

- ricavi da corrispettivi: risultanze effettive dei registratori telematici per singolo esercizio (2024, 2025 e primo semestre 2026);
- fatturazione attiva: risultanze effettive dei flussi di fatturazione elettronica emessa;
- altri ricavi: prudenzialmente esclusi dalle proiezioni;
- costo del personale: euro 30.000 annui per addetto, per un organico normalizzato di n. 7 unità (Ramo “Gli Archi”) e n. 9,5 unità medie (Ramo “Musè”);
- canoni di locazione: valori contrattuali effettivi di ciascun periodo;
- consumi di materie prime: 52,6% del valore della produzione, pari all’incidenza storica effettiva desunta dai flussi di fatturazione passiva;
- costi per servizi: 10% del valore della produzione (9% per il Ramo “Musè” dal 2028);
- oneri diversi di gestione: 1,7% del valore della produzione, in linea con le incidenze storiche;
- imposte: aliquota complessiva effettiva del 28,82% (Ires ed Irap), applicata ai soli imponibili positivi.

Quanto alle proiezioni, in considerazione dello stato di fermo degli esercizi e dell’incertezza sui tempi e sugli esiti del riavvio, si è prescisso dai volumi – ormai non significativi – espressi nel primo semestre 2026, adottando ipotesi differenziate per Ramo:

- Ramo “Gli Archi”: è stata ipotizzata la riapertura per soli due mesi nel 2026 (novembre-dicembre) – in ragione delle tempistiche del processo competitivo di vendita, tra adeguata pubblicità, aggiudicazione e formalizzazione del trasferimento all’acquirente – con volumi pari alla media storica 2024-2025 in pro-rata; per il 2027 è stato assunto il medesimo livello di attività per l’intero esercizio, non ravvisandosi ragioni per ulteriori riduzioni dei ricavi una volta riavviata l’attività; dal 2028 e sino alla scadenza del periodo di rinnovo contrattuale (10.10.2033) è stato mantenuto il medesimo reddito medio-normale annuo (euro 32.441), senza applicazione di alcun valore terminale oltre tale data;
- Ramo “Musè”: è stata ipotizzata la riapertura per due mesi nel 2026 (novembre-dicembre), per le medesime ragioni legate alle tempistiche del processo competitivo, sui ricavi normalizzati in pro-rata; i ricavi a regime sono stati normalizzati sul potenziale del locale mediante il parametro dei ricavi per metro quadrato, calcolato sulla superficie commerciale rettificata di circa 245 mq: a fronte di circa euro 5.923/mq espressi in media dal Ramo “Gli Archi” e di circa euro 3.054/mq espressi storicamente dal “Musè”, è stato assunto un parametro pari a quello medio-normale espresso dal Ramo “Gli Archi” (euro 5.923/mq), cui corrispondono ricavi a regime per euro 1.451.079, valore che si assume di raggiungere in maniera progressiva e comunque

non prima del 2028, dopo un primo esercizio (il 2027) con ricavi assunti in misura pari a 1,3 milioni di euro; il canone di locazione è stato assunto al livello contrattuale a regime (euro 192.000 annui); dal 2029 e sino alla scadenza del periodo di rinnovo contrattuale (17.12.2035) è stato assunto il reddito a regime (euro 39.626), senza applicazione di alcun valore terminale oltre tale data.

Sulla base delle assunzioni che precedono, i conti economici normalizzati dei due Rami risultano i seguenti (importi in euro):

Ramo “Gli Archi” – Via Sebastiano Veniero 24-28:

	2024	2025	2026E (2 mesi)	2027-2033
Ricavi da corrispettivi	791.992	797.293	132.440	794.642
Fatturazione attiva	45.947	11.299	4770	28.622
Valore della produzione	837.939	808.592	137.211	823.266
Canoni di locazione	-38.400	-38.400	-6400	-38.400
Costo del personale	-210.000	-210.000	-35.000	-210.000
Materie prime (52,6%)	-440.721	-425.285	-72.167	-433.003
Costi per servizi (10%)	-83.794	-80.859	-13.721	-82.326
Oneri diversi di gestione (1,7%)	-14.208	-13.711	-2.326	-13.960
EBITDA = EBIT = EBT	50.816	40.337	7.596	45.576
Imposte (28,82%)	-14.645	-11.625	-1.642	-13.135
Reddito netto	36.171	28.712	5.954	32.441

Ramo “Musè” – Via Tunisi 1:

	2024	2025	2026E (2 mesi)	2027	2028	2029-2035
Ricavi da corrispettivi	508.428	943.133	216.667	1.300.000	1.451.079	1.451.079
Fatturazione attiva	33.690	11.299	–	–	–	–
Valore della produzione	542.118	954.431	216.667	1.300.000	1.451.079	1.451.079
Canoni di locazione	-120.000	-156.000	-32.000	-192.000	-192.000	-192.000
Costo del personale	-213.750	-285.000	-47.500	-285.000	-285.000	-285.000
Materie prime (52,6%)	-285.131	-501.991	-113.958	-683.745	-763.207	-763.207
Costi per servizi (10%; 9% dal 2028)	-54.212	-95.443	-21.667	-130.000	-130.597	-130.597
Oneri diversi di gestione (1,7%)	-9192	-16.183	-3.674	-22.043	-24.605	-24.605
EBITDA = EBIT = EBT	-140.167	-100.186	-2.132	-12.788	55.671	55.671
Imposte (28,82%)	40.396	28.874	614	3.686	-16.044	-16.044
Reddito netto	-99.771	-71.312	-1.517	-9.103	39.626	39.626

Come si evince dai prospetti che precedono, il Ramo “Gli Archi” esprime, negli esercizi storici normalizzati (al netto degli altri ricavi), margini positivi (EBITDA 2024-2025 pari a circa euro 40-51 mila); il Ramo “Musè” evidenzia margini storici negativi, destinati a divenire positivi – sino ad un EBITDA di circa euro 51-56 mila a regime – soltanto in ipotesi di conseguimento dei ricavi normalizzati, con il canone contrattuale a regime.

6.2 La stima del tasso di attualizzazione/congrua remunerazione.

Il tasso di attualizzazione (K_e), corrispondente al tasso di congrua remunerazione del capitale proprio, è stato calcolato come sommatoria del risk free rate (i_1), del premio per il rischio (i_2) e di una maggiorazione per il rischio specifico (scr).

Il saggio risk free (i_1), tasso di remunerazione per il puro investimento di capitale, è stato determinato tenendo conto del rendimento lordo dei titoli di Stato a lungo termine alla data di riferimento, pari al 3,22%, nettato della componente fiscale (12,50%); pertanto, i_1 è stato posto pari al 2,82%.

Il premio per il rischio (i_2) è stato calcolato sulla base del Capital Asset Pricing Model (CAPM). Nel caso di specie, considerato che l'impresa oggetto delle presenti valutazioni non è quotata in Borsa, non risulta direttamente disponibile il dato relativo al coefficiente β dell'Azienda; si è pertanto ritenuto ragionevole approssimare il β dei Rami di cui trattasi con il β unlevered relativo al settore "Restaurant/Dining", pari a 0,71 (fonte: Damodaran, New York University, aggiornamento 2026). Il premio per il rischio di mercato ($R_m - i_1$) è stato fissato, avuto riguardo al rischio-paese per l'Italia, al 7,55% (fonte: Damodaran, New York University, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>). Il premio per il rischio (i_2), calcolato con la tecnica del CAPM, è pari pertanto al 5,37% ($7,55\% \times 0,71$).

In considerazione della ridotta dimensione dei complessi aziendali, della non negoziabilità dell'investimento e del particolare contesto concorsuale in cui la dismissione si colloca, è stata infine applicata una maggiorazione per il rischio specifico (scr) pari al 5,00%.

Alla luce delle ipotesi sopra specificate, il tasso di congrua remunerazione può essere determinato, in definitiva, come segue:

$$K_e = i_1 + i_2 + scr = 2,82\% + 5,37\% + 5,00\% = 13,19\%$$

È appena il caso di specificare che il tasso di attualizzazione dianzi riportato è un saggio nominale e netto d'imposta, coerentemente con le caratteristiche dei flussi da scontare. Non è stato applicato alcun valore terminale, sicché non si è resa necessaria l'assunzione di un tasso di crescita di lungo periodo (g).

6.3 La stima del valore del Ramo "Gli Archi".

Applicando il tasso sopra determinato ai flussi reddituali netti attesi del Ramo "Gli Archi" lungo l'intero orizzonte contrattuale, comprensivo del periodo di rinnovo (sino al 10.10.2033, con ultimo esercizio pro-rata), attualizzati con riferimento alla data di valutazione del 30.06.2026, si perviene ai seguenti risultati (importi in euro):

	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033*
Flusso reddituale netto	5.954	32.441	32.441	32.441	32.441	32.441	32.441	25.153
Fattore di sconto (K_e 13,19%)	0,9395	0,8300	0,7330	0,6476	0,5722	0,5055	0,4465	0,4056
Valore attuale	5.594	26.926	23.781	21.010	18.562	16.400	14.484	10.202

Somma valori attuali dei flussi 2026 – 10.10.2033 (* esercizio 2033 pro-rata)	136.959
Valore del Ramo (W)	136.959

Il valore economico del Ramo “Gli Archi” alla data di riferimento può essere pertanto fatto pari, in arrotondamento, a **137 migliaia di euro**.

Quanto al rapporto locativo, la prosecuzione oltre la prima scadenza del 10.10.2027 costituisce l'ipotesi-base della stima: il contratto prevede il rinnovo tacito di sei anni e, trattandosi di locazione ad uso commerciale con contatti diretti con il pubblico, il diniego di rinnovo alla prima scadenza è consentito al locatore nei soli casi tassativi di cui all'art. 29 della L. 392/1978, dei quali non emerge agli atti alcun elemento, non risultando peraltro comunicata alcuna disdetta: non si ravvisano, pertanto, allo stato, ragioni per considerare il mancato rinnovo alla prima scadenza quale scenario di riferimento. Anche nell'ipotesi, ritenuta remota, di diniego di rinnovo, al conduttore spetterebbe in ogni caso l'indennità per la perdita dell'avviamento di cui all'art. 34 della medesima legge, pari a diciotto mensilità del canone (circa euro 57.600, raddoppiabili sino a circa euro 115.200 ove il locatore prosegua nei locali un'attività analoga): importo idoneo a presidiare in misura sostanziale il valore attribuito al Ramo, che viene comunque prudenzialmente mantenuto al livello indicato, senza alcun incremento a tale titolo.

6.4 La stima del valore del Ramo “Musè”.

Applicando il medesimo procedimento ai flussi reddituali netti attesi del Ramo “Musè” lungo l'intero orizzonte contrattuale, comprensivo del periodo di rinnovo (sino al 17.12.2035, con ultimo esercizio pro-rata), determinati in ipotesi di conseguimento dei ricavi normalizzati con canone contrattuale a regime e attualizzati al 30.06.2026, si perviene ai seguenti risultati (importi in euro):

	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035*
Flusso reddituale netto	-1.517	-9.103	39.626	39.626	39.626	39.626	39.626	39.626	39.626	38.106
Fattore di sconto	0,9395	0,8300	0,7330	0,6476	0,5722	0,5055	0,4465	0,3944	0,3485	0,3094
Valore attuale	-1.425	-7.555	29.048	25.664	22.673	20.032	17.692	15.630	13.809	11.788

Somma valori attuali dei flussi 2026 – 17.12.2035 (* esercizio 2035 pro-rata)	147.356
Valore del Ramo (W)	147.356

Il valore economico del Ramo “Musè” alla data di riferimento può essere pertanto fatto pari, in arrotondamento, a **147 migliaia di euro**.

Preme evidenziare che tale valore è strettamente subordinato all'effettivo conseguimento dei ricavi normalizzati assunti nel modello, significativamente superiori a quelli storicamente espressi dall'esercizio: ai volumi storici, con il canone contrattuale a regime, il Ramo risulterebbe infatti strutturalmente in perdita. Il rischio di esecuzione del piano di rilancio è stato apprezzato mediante la severità delle restanti assunzioni e dovrà essere considerato nella valutazione delle offerte. Si rammenta, inoltre, che taluni arredi dell'esercizio risultano di proprietà del locatore (verbale del 16.12.2023) e sono esclusi dal perimetro dei beni trasferibili, e che la sorte del deposito cauzionale di euro 48.000 versato al locatore sarà regolata in sede di cessione, in funzione del subentro del cessionario nel contratto di locazione. Si precisa, infine, che l'orizzonte di valutazione ricomprende l'intero periodo di rinnovo di sei anni ex art. 28 della L. 392/1978 (sino al 17.12.2035), assunto

quale ipotesi-base non ravvisandosi allo stato alcun presupposto di disdetta, mentre nessun valore è stato riconosciuto oltre tale data, a presidio della prudenza della stima; anche nell'ipotesi remota di mancato rinnovo alla prima scadenza, l'indennità per la perdita dell'avviamento ex art. 34 (diciotto mensilità del canone, pari a circa euro 288.000, raddoppiabili sino a circa euro 576.000) risulterebbe superiore allo stesso valore attribuito al Ramo, che resta pertanto pienamente presidiato.

6.5 Analisi di sensitività.

Al fine di apprezzare la variabilità del risultato rispetto al parametro valutativo di maggiore rilievo, il valore di ciascun Ramo è stato ricalcolato al variare del tasso di attualizzazione ($K_e \pm 1$ punto percentuale); in assenza di valore terminale, il tasso di crescita g non rileva. I risultati sono riepilogati nel prospetto che segue (importi in migliaia di euro):

K_e	12,19%	13,19%	14,19%
Ramo "Gli Archi"	141,7	137,0	132,5
Ramo "Musè"	154,9	147,4	140,3
Totale	296,6	284,3	272,8

Il valore del Ramo "Gli Archi" si colloca dunque in un intervallo compreso tra circa 132 e circa 142 migliaia di euro (valore centrale: 137 migliaia di euro) e quello del Ramo "Musè" tra circa 140 e circa 155 migliaia di euro (valore centrale: 147 migliaia di euro): intervalli che possono costituire un utile riferimento per il Curatore nella valutazione di congruità delle offerte che perverranno ovvero per l'avvio della procedura di vendita competitiva. Per il Ramo "Musè", la variabile di gran lunga più rilevante non è costituita dai parametri finanziari, bensì dall'effettivo conseguimento dei ricavi normalizzati assunti nel modello, secondo quanto esposto al paragrafo 6.4.

6.6 Verifica mediante criterio empirico di controllo.

In conformità alla migliore prassi valutativa, che raccomanda di porre a confronto le risultanze del metodo principale con le indicazioni di un criterio di controllo, i valori dei Rami sono stati raffrontati con i moltiplicatori empirici osservati nelle operazioni aventi ad oggetto piccole aziende di ristorazione, tipicamente compresi tra 3,5 e 5,5 volte l'EBITDA normalizzato. Applicando tali moltiplicatori:

- all'EBITDA medio-normale storico del Ramo "Gli Archi" (media 2024-2025, circa euro 46 mila), si ottiene un intervallo di valori compreso tra circa 160 e circa 251 migliaia di euro, rispetto al quale il valore reddituale di 137 migliaia di euro si colloca al di sotto dell'estremo inferiore, confermandone la natura di soglia prudenziale;
- all'EBITDA a regime del Ramo "Musè" (circa euro 56 mila), si ottiene un intervallo compreso tra circa 195 e circa 306 migliaia di euro, rispetto al quale il valore reddituale di 147 migliaia di euro si colloca anch'esso al di sotto, a presidio del rischio di esecuzione del piano di rilancio sotteso ai ricavi normalizzati.

Gli scostamenti rispetto agli intervalli dei moltiplicatori non inficiano la stima svolta attraverso l'applicazione del metodo principale, ma ne chiariscono la natura di riferimento prudenziale per la

procedura di vendita competitiva, alla cui dinamica è rimessa l'emersione dell'eventuale maggior valore potenziale.

Tali scostamenti trovano peraltro una spiegazione ulteriore nella diversa impostazione temporale dei due criteri: i moltiplicatori empirici incorporano, per costruzione, l'ipotesi di una durata indefinita dell'azienda, mentre la stima reddituale qui condotta è circoscritta al periodo di disponibilità dei locali, comprensivo del rinnovo contrattuale e senza valore terminale.

6.7 Le manifestazioni di interesse pervenute e le ulteriori evidenze acquisite dallo scrivente.

Come detto, alla Curatela è stata preannunciata, da parte di taluni soggetti, la formalizzazione di manifestazioni di interesse per l'acquisto dei rami oggetto del presente lavoro; manifestazioni il cui contenuto è stato già informalmente anticipato dalle controparti interessate, nei termini che seguono:

- manifestazione di interesse n. 1: ha ad oggetto l'acquisto di entrambi i rami, per un prezzo indicato per ciascun ramo superiore a quello risultante dall'applicazione delle metodologie di stima applicate dallo scrivente, tuttavia da regolarsi solo in parte contestualmente alla cessione e, quanto al resto, in forma dilazionata con pagamenti mensili;
- manifestazione di interesse n. 2: ha ad oggetto l'acquisto del solo ramo "Gli Archi Trattoria Pizzeria" per un corrispettivo di euro 100.000 da pagarsi in unica soluzione, ed è subordinata – quale condizione essenziale – al subentro nel contratto di locazione ovvero alla stipula di nuovo contratto a condizioni sostanzialmente equivalenti, oltre che al buon esito della due diligence e alle autorizzazioni degli organi della procedura;
- manifestazione di interesse n. 3: ha ad oggetto l'acquisto della licenza ricompresa nel ramo "Musé Bar & Restaurant", senza indicazione di un valore di riferimento.

Le predette manifestazioni – per loro natura preliminari, non vincolanti e soggette a condizioni – costituiscono un primo, concreto, riscontro dell'interesse del mercato per i compensi aziendali di che trattasi e confermano l'opportunità dell'avvio, con urgenza, della procedura competitiva di vendita ex art. 213, comma 6, CCII, nell'ambito della quale ogni offerta dovrà essere valutata anche in ragione delle modalità di pagamento, delle garanzie prestate e delle condizioni apposte.

A ulteriore conforto della stima, si evidenzia che risultano acquisite evidenze di cessioni, perfezionate da altre procedure concorsuali, di rami d'azienda aventi ad oggetto la somministrazione di alimenti e bevande, anche in aree a licenze contingentate, per valori sostanzialmente coerenti con quelli cui conducono le metodologie adottate dallo scrivente.

7. Conclusioni.

Con istanza depositata in data 21 luglio 2026 nell'ambito della liquidazione giudiziale n. 501/2026 del Tribunale di Roma a carico della Anwoara S.r.l., il Curatore Dott. Daniele Vestita ha richiesto al Giudice Delegato l'autorizzazione alla nomina dello scrivente Dott. Andrea Dominijanni, Dottore commercialista e Revisore legale, per la predisposizione di un documento estimativo del possibile valore delle aziende riferibili alla Società, in vista dell'avvio di un tentativo urgente di dismissione ex art. 213, comma 6, CCII.

Nel rinviare al corpo della presente relazione per ogni ulteriore analisi, il valore del capitale economico dei Rami di azienda riferibili ad Anwoara S.r.l., stimato mediante l'applicazione del metodo reddituale semplificato nella versione "levered", tenuto conto degli obiettivi del presente incarico e delle ipotesi e limitazioni menzionate nella presente relazione, può essere fatto pari, alla data del 30 giugno 2026, a quanto segue (importi in euro):

Ramo d'azienda	Valore reddituale	Valore di stima
Ramo "Gli Archi Trattoria Pizzeria" – Via S. Veniero 24-28	136.959	137.000
Ramo "Musè Bar & Restaurant" – Via Tunisi 1	147.356	147.000
Totale aziende riferibili ad Anwoara S.r.l.		284.000

In definitiva, il possibile valore prudenziale di realizzo delle aziende riferibili ad Anwoara S.r.l. è stimato in **284 migliaia di euro**, di cui 137 migliaia di euro riferibili al Ramo "Gli Archi" di Via Sebastiano Veniero 24-28 e 147 migliaia di euro al Ramo "Musè" di Via Tunisi 1. L'analisi di sensitività colloca i valori, rispettivamente, tra circa 132 e 142 migliaia di euro e tra circa 140 e 155 migliaia di euro. Si evidenzia che: (i) le assunzioni sottese alla stima sono deliberatamente severe (riapertura per soli due mesi nel 2026, esclusione degli altri ricavi, orizzonte finito coincidente con la durata contrattuale comprensiva del rinnovo, senza alcun valore terminale), sicché i valori indicati rappresentano una soglia prudenziale, mentre il criterio empirico dei moltiplicatori EV/EBITDA evidenzia potenziali superiori (indicativamente 160-251 migliaia di euro per il Ramo "Gli Archi" e 195-306 migliaia di euro per il Ramo "Musè"), la cui emersione è rimessa alla dinamica competitiva; (ii) il valore del Ramo "Musè" presuppone l'effettivo conseguimento dei ricavi normalizzati assunti nel modello (euro 1,3-1,45 milioni, a fronte di euro 0,94 milioni di corrispettivi nel 2025), con canone di locazione contrattuale a regime di euro 192.000 annui.

Quanto alle manifestazioni di interesse pervenute (par. 6.7), si è dato atto che le stesse costituiscono un primo, concreto, riscontro dell'interesse del mercato per i compendi aziendali di che trattasi e confermano l'opportunità dell'avvio, con urgenza, della procedura competitiva di vendita ex art. 213, comma 6, CCII, nell'ambito della quale ogni offerta dovrà essere valutata anche in ragione delle modalità di pagamento, delle garanzie prestate e delle condizioni apposte.

In relazione alla stima cui si è pervenuti, si precisa che la stessa indica, alla data di riferimento, il **valore teorico di trasferimento** dei Rami di azienda in parola, da non confondere con il possibile prezzo di cessione, che potrà essere determinato sulla base di ulteriori considerazioni e di altri elementi contingenti e soggettivi emergenti dalla procedura competitiva.

Ancora, lo scrivente rileva che il valore economico dei Rami di azienda oggetto della presente analisi, se ed in quanto basato su dati di natura previsionale, dipende dall'effettivo verificarsi delle ipotesi e delle assunzioni di normalizzazione esposte nel sesto paragrafo. Qualora, per qualsiasi evento o causa, tali ipotesi ed assunzioni non dovessero, anche solo parzialmente, realizzarsi, la valutazione potrebbe condurre a risultati anche sostanzialmente differenti da quanto qui riportato.

In particolare, il valore stimato presuppone la tempestiva ripresa dell'attività da parte del cessionario: la protratta chiusura degli esercizi e la dispersione del personale sono suscettibili di eroderne rapidamente la consistenza, circostanza che conferma l'urgenza del tentativo di dismissione prospettato dalla Curatela.

Inoltre, si ribadisce che il lavoro svolto non rappresenta una revisione o una due diligence della contabilità dei compensi aziendali oggetto di valutazione, in quanto – come più volte detto nel corso dell'elaborato – si fonda esclusivamente sui documenti e sulle informazioni resi disponibili dalla Curatela ovvero acquisiti presso pubblici registri.

Nel ringraziare per la fiducia accordata e restando a disposizione per qualsivoglia chiarimento, si porgono i migliori saluti.

Roma, 31 luglio 2026

Andrea Dominijanni
ANDREA DOMINIJANNI
31.07.2026
15:34:37
GMT+02:00



Allegati:

- **all. 1** – visura storica della Società estratta dal Registro delle Imprese di Roma in data 18.06.2026;
- **all. 2** – prospetto dei corrispettivi telematici giornalieri dei due esercizi (periodi 2024, 2025 e primo semestre 2026);
- **all. 3** – contratti di locazione relativi ai locali di Via Sebastiano Veniero 24-28 e di Via Tunisi 1/Via Veniero 62-70.