AICARDI&PARTNERS
DOTTORI COMMERCIALISTI ASSOCIATI

BOZZA

L.G. SUSA S.N.C. DI SARKAR ADHIR

STIMA AL 25.8.2026 DEL VALORE DI SMOBILIZZO IN LIQUIDAZIONE FORZATA DEL RAMO D'AZIENDA ESERCENTE L'ATTIVITÀ DI PIZZERIA D'ASPORTO E PANINOTECA IN CASTEL MAGGIORE (BO) AI SENSI DELL'ART. 216 CCII

26 ottobre 2026

SOMMARIO

1 PREMESSA 4

1.1 L'INCARICO RICEVUTO 4
1.2 REQUISITI SOGGETTIVI 5
1.3 NATURA E FINALITÀ DELL'INCARICO 5
1.4 DOCUMENTAZIONE RACCOLTA 7
1.5 PRINCIPALI DIFFICOLTÀ E LIMITAZIONI 8

2 IL RAMO D'AZIENDA 10

2.1 LA SOCIETÀ 10
2.2 IL PERIMETRO DEL RAMO D'AZIENDA 11
2.3 IL CONTRATTO DI LOCAZIONE DELL'IMMOBILE 12
2.4 IL MERCATO DI RIFERIMENTO 13
2.5 I RISULTATI STORICI DEL RAMO D'AZIENDA 16

3 L'APPROCCIO VALUTATIVO 19

3.1 IL PROCESSO VALUTATIVO 19
3.2 I CRITERI DI VALUTAZIONE 20
3.3 IL METODO DI VALUTAZIONE PRESCELTO 22
3.4 LO SCONTO PER CESSIONE IN SEDE DI ASTA PUBBLICA 23

4 STIMA DEL VALORE DI SMOBILIZZO IN LIQUIDAZIONE FORZATA 28

4.1 L'ARCHITETTURA DELLA STIMA 28
4.2 IL PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO 29
4.3 IL REDDITO MEDIO-NORMALE ATTESO 31
4.4 IL COSTO DEL CAPITALE 35
4.5 LA DURATA DEL REDDITO DIFFERENZIALE 37
4.6 IL VALORE DI MERCATO AS IS DEL RAMO D'AZIENDA 39
4.7 IL VALORE DI SMOBILIZZO IN LIQUIDAZIONE FORZATA 40
4.8 IL CONFRONTO CON IL VALORE DI REALIZZO ATOMISTICO DEI BENI 40
4.9 FATTI SUCCESSIVI ALLA DATA DI RIFERIMENTO E PRINCIPALI RISCHI 41

5 CONCLUSIONI 43

Indice delle tabelle

Tabella 1: Conto economico del Ramo d'Azienda, 2023A-2026E 16

Tabella 2: Ricavi, costo del lavoro e organico del Ramo d'Azienda 17

Tabella 3: Determinazione del patrimonio netto rettificato 29

Tabella 4: Normalizzazione del risultato operativo 31

Tabella 5: Rettifica del costo del lavoro 33

Tabella 6: Costo del lavoro 2026E e lavoro del socio non retribuito 33

Tabella 7: Campione di società quotate comparabili per la stima del beta 36

Tabella 8: Costo del capitale al 25.8.2026 36

Tabella 9: Stima del valore di mercato as is del Ramo d'Azienda con il metodo misto 39

Tabella 10: Determinazione del valore di smobilizzo in liquidazione forzata 40

Indice delle figure

Figura 1: I consumi alimentari fuori casa in Italia (mld€) 13

Figura 2: Sopravvivenza delle imprese della ristorazione 14

Figura 3: La produttività del lavoro nella ristorazione 15

1 PREMESSA

1.1 L'INCARICO RICEVUTO

Il sottoscritto Dott. Nicolò Aicardi[1], iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Bologna, è stato incaricato[2] dalla curatela della Liquidazione Giudiziale n. 59/2026 Susa S.n.c. di Sarkar Adhir[3] (di seguito anche "**Susa**" o la "**Società**" o la "**Procedura**") di predisporre, ai sensi dell'art. 216 del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza ("**CCII**"), una relazione di stima del più probabile valore di smobilizzo in liquidazione forzata del ramo d'azienda avente ad oggetto l'attività di pizzeria d'asporto e paninoteca esercitata a Castel Maggiore (BO), Via Gramsci n. 272 (di seguito anche il "**Ramo d'Azienda**"), così come meglio individuato al § 2.2, alla data del 25 agosto 2026 (di seguito anche la "**Data di Riferimento**").

La finalità dell'incarico è quella di fornire alla curatela un supporto nell'identificazione di un congruo prezzo da porre a base della procedura competitiva di vendita del Ramo d'Azienda.

Dopo l'apertura della liquidazione giudiziale l'attività è proseguita sotto la gestione diretta della curatela, in esercizio provvisorio autorizzato dal Giudice Delegato con provvedimento del 25 maggio 2026, rinnovato sino al 31 agosto 2026 con provvedimento del 25 giugno 2026[4] e successivamente prorogato. Il Ramo d'Azienda è dunque un complesso in esercizio, condotto direttamente dalla Procedura, e la Data di Riferimento coincide con quella dell'ultima situazione contabile dell'esercizio provvisorio resa disponibile allo scrivente.

Si dichiara infine che, ai fini dello svolgimento del presente incarico, il sottoscritto si è attenuto ai Principi Italiani di Valutazione[5] (di seguito anche "**PIV**") ed agli *International Valuation Standards* (di seguito anche "**IVS**").

---

[1] Nato a Bologna il 22 aprile 1993, codice fiscale CRDNCL93D22A944A, Dottore Commercialista con studio a Bologna, Via Dante n. 26, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Bologna al n. 3104/A.

[2] L'incarico è stato comunicato dalla curatela al Giudice Delegato con istanza n. 10 del 17 luglio 2026 ed autorizzato in data 20 luglio 2026.

[3] Codice fiscale e P.IVA 04030961207, REA n. 563809. La liquidazione giudiziale è stata aperta dal Tribunale di Bologna con sentenza del 12 maggio 2026, depositata il 14 maggio 2026 (R.G. n. 59/2026), anche nei confronti dei soci illimitatamente responsabili Sarkar Adhir e Biswas Sujoy. Curatore è la dott.ssa Maria Gatta e Giudice Delegato la dott.ssa Antonella Rimondini.

[4] Il provvedimento del 25 maggio 2026 ha autorizzato la curatela alla prosecuzione dell'attività d'impresa con decorrenza dall'apertura della liquidazione giudiziale e alla contestuale assunzione del socio Sarkar Adhir con mansioni di pizzaiolo. La proroga fino al 31 agosto 2026 è stata disposta con provvedimento del 25 giugno 2026.

[5] Il riferimento è ai Principi Italiani di Valutazione nell'edizione 2015, applicabile alla Data di Riferimento. Si è tenuto conto, ove più aderente alla fattispecie e come miglior prassi, dell'edizione 2026, approvata nel mese di settembre 2026 e applicabile dal 1° gennaio 2027. I richiami ai paragrafi e le citazioni dell'edizione 2026 contenuti nelle note che seguono sono quelli della versione posta in consultazione pubblica.

1.2 REQUISITI SOGGETTIVI

Lo scrivente dichiara sotto la propria responsabilità:

i) di essere consapevole dello scopo e delle finalità della presente relazione di stima;

ii) di assumere un obbligo di condotta professionale[6] nei confronti del destinatario della relazione e degli organi della Procedura;

iii) di godere dei requisiti soggettivi prescritti dai PIV al paragrafo I.3.1., ovvero:

   a. il rispetto dell'etica professionale; a tal riguardo il sottoscritto dichiara di aderire, su base volontaria, al *Code of Ethical Principles for Professional Valuers* dell'IVSC (*International Valuation Standards Council*);

   b. l'indipendenza richiesta dal tipo di incarico ricevuto e, in particolare, l'assenza di rapporti con la Società, con i soci illimitatamente responsabili, con la curatela e con i potenziali acquirenti idonei a comprometterne l'obiettività;

   c. l'oggettività nella ricerca e nell'acquisizione degli elementi informativi, nelle successive elaborazioni e nella trasmissione dei risultati, distinguendo i dati di fatto dalle interpretazioni e dai giudizi personali;

   d. la diligenza nello svolgimento delle diverse fasi del processo valutativo, così come verranno illustrate in seguito, nonché nella verifica della sussistenza delle condizioni per svolgere correttamente il proprio incarico;

   e. le doti di professionalità e di competenza tecnica necessarie a svolgere l'incarico, considerato l'oggetto della valutazione e la finalità della stima, in forza di specifici studi e di adeguata esperienza professionale.

Lo scrivente dichiara infine che le informazioni delle quali dispone sono sufficienti a consentirgli di predisporre la propria stima con l'attendibilità richiesta dalla peculiare tipologia di incarico.

1.3 NATURA E FINALITÀ DELL'INCARICO

In accordo con quanto prescritto dai PIV, di seguito vengono riportati i profili rilevanti della valutazione:

[6] I PIV II.1.2-5 riportano: *"la condotta professionale è garanzia di affidabilità del lavoro dell'esperto se è verificabile, neutra e completa. La verificabilità dell'attività dell'esperto richiede da quest'ultima comprovata competenza, diligenza, imparzialità e chiarezza. La neutralità dell'attività dell'esperto richiede da parte di quest'ultimo indipendenza di giudizio e comportamento equo e ispirato alla riservatezza. La completezza dell'attività dell'esperto richiede che quest'ultimo si esprima sulla adeguatezza dell'informazione per il rilascio di una relazione di stima."*

i) <u>configurazione di valore</u>: la configurazione di valore ricercata è il valore di smobilizzo in liquidazione forzata, così come definito dai PIV I.6.7[7], dai PIV III.1.10[8] e dagli IVS 170 (*Forced Sales*)[9]. Si è in presenza di una liquidazione forzata quando la prospettiva di vendita corrisponde alla liquidazione nel più breve tempo ragionevolmente possibile, spesso tramite asta pubblica e senza un'adeguata commercializzazione dell'attività, con il venditore obbligato a vendere e dunque in condizioni di massima debolezza contrattuale[10];

ii) <u>unità di valutazione</u>: l'oggetto della stima è il valore di smobilizzo del ramo d'azienda avente ad oggetto l'attività di pizzeria d'asporto e paninoteca, con produzione e vendita di pizza, panini e bevande, esercitata presso l'unità locale di Castel Maggiore, Via Gramsci n. 272. Il Ramo d'Azienda è costituito dai beni mobili, dagli impianti e dalle attrezzature, dai rapporti giuridici e dalle autorizzazioni meglio individuati al § 2.2. Coerentemente con la disciplina della liquidazione giudiziale, resta esclusa dal Ramo d'Azienda qualunque passività, anche potenziale, che permane in capo alla Procedura, così come resta escluso ogni elemento del capitale circolante;

iii) <u>prospettiva di valutazione</u>: essendo il valore di smobilizzo in liquidazione forzata un *exit price*, la prospettiva di valutazione è quella di un generico partecipante al mercato; tuttavia, tale valore non esprime il massimo e miglior uso (c.d. *highest and best use*) che potrebbe essere realizzato da uno specifico partecipante al mercato in grado di conseguire sinergie, bensì il valore dell'attività nel

---

[7] Nel commento al PIV I.6.7 è riportato: *"In una liquidazione forzata i tempi di cessione sono così ristretti da non consentire un'adeguata commercializzazione dell'attività (cioè non è dato un periodo sufficiente ai partecipanti al mercato per informarsi e assumere decisioni consapevoli di acquisto in relazione alla complessità dell'attività oggetto di valutazione). Inoltre, nella liquidazione forzata il venditore è obbligato a vendere e ciò lo pone in condizioni di debolezza contrattuale. Spesse volte la liquidazione forzata avviene tramite asta. Normalmente le cessioni tramite asta a seguito di liquidazioni forzate evidenziano significativi sconti rispetto alle vendite di beni comparabili realizzate sul libero mercato"*. Il medesimo passo è riportato in OIV, *Discussion Paper* DP-OIV-1/2025, La valutazione delle aziende in crisi, § 121, lett. c). Nell'edizione 2026 dei PIV, nel testo posto in consultazione pubblica, la materia è trattata ai principi I.6.23-I.6.28, ove si precisa che *"il valore di liquidazione (ordinaria, accelerata o forzata) è un valore di smobilizzo"* (I.6.23) e che *"la liquidazione forzata può riguardare un'entità insolvente costretta alla vendita. In questo caso il venditore è obbligato a vendere e ad accettare il miglior prezzo offerto […]. La liquidazione forzata spesso è realizzata attraverso una procedura d'asta"* (I.6.24).

[8] Nel commento al PIV III.1.10 è riportato: *"Il prezzo che può essere ottenuto da una liquidazione forzata dipende dalle ragioni per cui la cessione deve essere accelerata, senza un'adeguata commercializzazione. Il prezzo che il venditore accetterà in una liquidazione forzata riflette le peculiari circostanze che lo obbligano a vendere in tempi ristretti, che sono diverse da quelle di un venditore motivato implicite nella definizione di valore di mercato. Il prezzo realizzabile in una vendita forzata ha solo incidentalmente una relazione con il valore di mercato o con qualsiasi altra configurazione di valore riportata in questi principi. […] Se è richiesta comunque una indicazione di prezzo realizzabile a seguito di una liquidazione forzata, l'esperto dovrà identificare le ragioni che impediscono al venditore di procedere ad una liquidazione ordinaria e le conseguenze del non poter disporre di un periodo adeguato di commercializzazione formulando appropriate ipotesi. La valutazione forzata deve anche considerare che normalmente si svolge in un contesto che vede il venditore obbligato a vendere ed in condizioni di debolezza contrattuale"*.

[9] IVS 170.3: *"A forced sale typically reflects the most probable price that a specified property is likely to bring under all the following conditions: (a) consummation of a sale within a short time period; (b) the asset is subjected to market conditions prevailing as of the date of valuation or assumed timescale within which the transaction is to be completed; (c) both the buyer and the seller are acting prudently and knowledgeably; (d) the seller is under compulsion to sell; (e) the buyer is typically motivated; (f) both parties are acting in what they consider their best interests; (g) a normal marketing effort is not possible due to the brief exposure time; and (h) payment will be made in cash"*.

[10] OIV, DP-OIV-1/2025, cit., § 122, distingue le configurazioni in funzione di quattro profili: il massimo e miglior uso, la disponibilità di un normale periodo di commercializzazione, la debolezza del venditore e l'obbligo a vendere.

suo stato corrente (*as is*)[11]. Infatti, benché la cessione del Ramo d'Azienda avvenga tramite procedura competitiva, con la massima pubblicità e il massimo rilievo alla vendita, la formazione del prezzo è destinata a riflettere la debolezza contrattuale del venditore obbligato a vendere;

iv) data di riferimento: la data di riferimento della valutazione è il 25 agosto 2026, coincidente con la data della più recente situazione contabile resa disponibile allo scrivente. Tale data assume rilievo perché la stima riflette le specifiche condizioni di mercato alla data della valutazione (*point-in-time*), che talora possono modificarsi anche significativamente in un intervallo di tempo molto ristretto. Dei fatti di rilievo intervenuti successivamente a tale data si dà conto, ove pertinente, nel corso della relazione;

v) scopo della stima: lo scopo della relazione è fornire alla curatela un supporto nell'identificazione di un congruo valore da porre a base della procedura competitiva di vendita del Ramo d'Azienda. La relazione è destinata esclusivamente alla Procedura e agli organi della liquidazione giudiziale e non può essere utilizzata da terzi né per finalità diverse.

1.4 DOCUMENTAZIONE RACCOLTA

Il sottoscritto ha svolto la propria stima sulla base dei seguenti documenti:

i) i bilanci fiscali della Società relativi all'esercizio 2022 (dal 19 aprile) e agli esercizi 2023, 2024 e 2025, nonché la situazione contabile dal 1° gennaio al 19 maggio 2026;

ii) il bilancio dell'esercizio provvisorio dal 14 maggio al 25 agosto 2026, i corrispettivi telematici dal 14 maggio al 31 luglio 2026 e l'istanza n. 12 del 27 agosto 2026, con la relazione della curatela sull'andamento dell'esercizio provvisorio;

iii) i registri dei beni ammortizzabili e i registri IVA degli esercizi 2022-2025;

iv) le dichiarazioni fiscali della Società (Redditi SP, IRAP e IVA) e dei soci illimitatamente responsabili;

v) il contratto di locazione dell'unità immobiliare di Castel Maggiore, Via Gramsci n. 272, stipulato in data 19 aprile 2017 e registrato a Bologna in data 26 aprile 2017 al n. 6277;

vi) la documentazione relativa al personale, comprendente le denunce DM10 virtuali e le ricevute Uniemens da gennaio 2024 ad agosto 2026, i prospetti paga e i partitari dei salari e stipendi degli esercizi 2023-2026, i prospetti dell'accantonamento del trattamento di fine rapporto, i cedolini e i

[11] PIV, edizione 2026 in consultazione pubblica, I.6.25: *"La caratteristica comune a tutti i tipi di liquidazione riguarda il fatto che l'attività è valutata «come è, dove è» (as is, where is) e non cattura il massimo e miglior uso accessibile al partecipante al mercato"*. Nel Razionale ai medesimi principi si precisa che *"il valore di liquidazione non esprime, di norma, il massimo e migliore uso dell'attività da parte dei partecipanti al mercato, in quanto la posizione di debolezza contrattuale del venditore fa sì che gli acquirenti difficilmente riconoscano un valore diverso da quello dell'attività nella sua condizione corrente (as is-where is)"*.

riepiloghi paghe dell'esercizio provvisorio e il costo del lavoro dell'esercizio provvisorio, progressivo al 30 settembre 2026, predisposto dal consulente del lavoro;

vii) la documentazione relativa alla posizione debitoria verso l'Agenzia delle entrate-Riscossione;

viii) il Rapporto Ristorazione 2026 elaborato dall'Ufficio Studi FIPE.

Lo scrivente ha inoltre raccolto informazioni di natura pubblica e si è avvalso della banca dati specializzata Factset[12].

Si precisa che non sono stati predisposti l'inventario e la stima alla Data di Riferimento dei beni mobili compresi nel perimetro del Ramo d'Azienda. Degli effetti di tale circostanza sulla stima si dà conto ai §§ 1.5, 4.2 e 4.8.

1.5 PRINCIPALI DIFFICOLTÀ E LIMITAZIONI

Le principali difficoltà incontrate nella valutazione del Ramo d'Azienda hanno riguardato:

i) l'assenza di qualunque documento (budget, piano pluriennale, previsioni di vendita) dal quale desumere i flussi prospettici attesi dal Ramo d'Azienda. Tale circostanza ha costretto lo scrivente a fare riferimento esclusivamente ai risultati storici opportunamente normalizzati. Si precisa che, in mancanza di dati prospettici, il grado di incertezza da associare alle analisi è inevitabilmente più elevato;

ii) l'assenza di un inventario e di una stima dei beni mobili alla Data di Riferimento. In mancanza, il patrimonio netto rettificato è stato assunto al valore netto contabile dei cespiti risultante dal registro dei beni ammortizzabili al 31 dicembre 2025, pari a 3.092 euro, il quale non rappresenta necessariamente la dotazione effettiva del punto vendita. Il patrimonio netto rettificato non è dunque espresso a valori correnti e il realizzo atomistico dei beni non è stimato;

iii) la ricostruzione dell'effettivo costo del lavoro. La contabilità non espone il costo pieno del personale, in quanto l'accantonamento del trattamento di fine rapporto non è stato rilevato negli esercizi 2025 e 2026, le retribuzioni di agosto 2024 non sono state registrate e l'attività è stata condotta, sino al 27 maggio 2026, con il lavoro non retribuito di un socio. La valorizzazione di tale lavoro richiede ipotesi, fra cui quella che il medesimo impegno sia stato prestato anche negli esercizi anteriori all'assunzione, desunta dall'ordinaria operatività dell'esercizio e dalla sua assunzione a tempo pieno con mansioni di pizzaiolo;

iv) la brevità e la discontinuità della serie storica. L'azienda è stata acquistata dalla Società il 21 aprile 2022 e l'esercizio 2022, iniziato il 19 aprile, non è confrontabile. L'esercizio 2026 è ricostruito a

[12] A giudizio dello scrivente le informazioni ricavate da tale fonte sono affidabili. Tuttavia, il sottoscritto non può rilasciare alcuna dichiarazione in merito alla loro accuratezza o completezza.

partire da due situazioni contabili parziali, riferite l'una al periodo ordinario e l'altra all'esercizio provvisorio, parzialmente sovrapposte e annualizzate, nelle quali alcune poste hanno natura estimativa, e da un costo del lavoro effettivo fino al 25 agosto e proiettato per il resto dell'anno, rilevato in parte per cassa e in parte per competenza. Il risultato è inoltre sensibile alla normalizzazione dell'incidenza dei consumi (§ 4.3);

v) la ridotta comparabilità tra il Ramo d'Azienda e le società quotate operanti nel medesimo settore, tipicamente rappresentate da gruppi di grandi dimensioni, integrati e diversificati, esposti a rischi operativi differenti da quelli di un esercizio con un solo locale. Il ricorso a tale campione si è reso comunque necessario, in assenza di alternative praticabili, ai soli fini della stima dei parametri di mercato del costo del capitale;

vi) la stima dello sconto per cessione in sede di asta pubblica, che, come chiarito dai PIV e dagli IVS, è per sua natura di difficile determinazione, in quanto la vendita forzata costituisce una situazione di vendita particolare, suscettibile di generare prezzi stimabili solo con ampia approssimazione;

vii) la circostanza che l'attività del Ramo d'Azienda sia esercitata in un'unità immobiliare di proprietà di terzi in forza di un contratto di locazione che, in base alle clausole di rinnovo, ha scadenza al 30 aprile 2029. Della rilevanza di tale circostanza ai fini della stima si dà specifico conto al § 4.5.

Occorre inoltre chiarire che:

i) la presente relazione non può essere utilizzata per finalità diverse da quelle che hanno motivato l'incarico e i suoi risultati non possono essere considerati in forma parziale, ovvero enucleati dal contesto dell'intera relazione;

ii) il presente documento si basa su elementi conoscitivi forniti dalla curatela, contenuti nella documentazione acquisita agli atti o recuperabili da fonti pubbliche; non appartiene all'oggetto dell'incarico alcuna attività di verifica della completezza, correttezza e accuratezza di tali informazioni, né alcuna attività di natura ispettiva sui beni costituenti il Ramo d'Azienda;

iii) la stima è stata predisposta nell'ipotesi di prosecuzione dell'attività del Ramo d'Azienda, considerando l'attuale modello operativo e l'attuale contesto normativo e regolamentare.

Va infine precisato che le cessioni di attività tramite asta pubblica nell'ambito di procedure concorsuali, sebbene abbiano quale obiettivo principale la realizzazione di un prezzo il più possibile allineato al valore di mercato tramite un processo competitivo di vendita, registrano solitamente uno sconto. La complessità e l'ineliminabile soggettività che caratterizzano la stima di tale sconto sono illustrate al § 3.4. Per tali ragioni si raccomanda alla curatela di valutare i fatti e le circostanze che, nel caso concreto, possono consigliare di accettare proposte di prezzo anche difformi dal valore di smobilizzo in liquidazione forzata stimato nella presente relazione.

2 IL RAMO D'AZIENDA

2.1 LA SOCIETÀ

La Società, iscritta al Registro delle Imprese di Bologna, esercita l'attività di pubblico esercizio con produzione e vendita di pizza d'asporto, panini e bevande presso l'unità immobiliare di Castel Maggiore, Via Gramsci n. 272[13]. L'attività è condotta in un'unità immobiliare di proprietà di terzi.

La Società ha acquistato l'azienda con atto autenticato dal Notaio Elena Tradii di Bologna in data 21 aprile 2022 (rep. n. 23098, racc. n. 17615)[14], per il corrispettivo di 35.000 euro, di cui 31.000 euro per l'avviamento e 4.000 euro per i beni mobili. Nell'atto non è stato trasferito alcun rapporto di lavoro subordinato, mentre è stato ceduto, ai sensi dell'art. 36 della L. 392/1978, il contratto di locazione dell'immobile. Il corrispettivo dell'avviamento è stato ammortizzato in 5 esercizi, per 6.200 euro l'anno (§ 4.3).

Il modello operativo è quello del pubblico esercizio con vendita al banco, con prevalente vocazione all'asporto e consegna tramite la piattaforma Just Eat. Ne consegue che la capacità di reddito dell'esercizio dipende in misura preponderante dal flusso di clientela intercettato dall'ubicazione e dal lavoro degli addetti e non da elementi immateriali autonomamente trasferibili quali un marchio dotato di notorietà autonoma, un portafoglio contrattuale o una tecnologia proprietaria. Si tratta di una circostanza che, come si vedrà, condiziona sia la selezione del metodo di valutazione (§ 3.3) sia la stima della durata del reddito differenziale (§ 4.5).

Con sentenza del 12 maggio 2026, depositata il 14 maggio 2026, il Tribunale di Bologna ha aperto la liquidazione giudiziale della Società e dei soci illimitatamente responsabili Sarkar Adhir e Biswas Sujoy. Alla data di apertura la pizzeria era aperta e operativa, con 3 dipendenti in forza. Il Giudice Delegato ha autorizzato la prosecuzione dell'attività d'impresa, con decorrenza dall'apertura della liquidazione giudiziale, e la contestuale assunzione del socio Sarkar Adhir con mansioni di pizzaiolo, avvenuta il 28 maggio 2026. Nel periodo di esercizio provvisorio dal 14 maggio al 25 agosto 2026 l'attività ha conseguito ricavi per 54.099 euro e, secondo la determinazione della curatela, una perdita di 498,75 euro, calcolata su dati contabili e su alcune stime, fra cui il costo del lavoro di agosto e la variazione delle rimanenze[15]. La curatela ha segnalato, fra le criticità della gestione, l'elevata incidenza degli acquisti di merci e del costo del personale sui ricavi.

---

[13] L'unità immobiliare è censita al Catasto Fabbricati al foglio 10, mappale 297, subalterno 15, categoria C/1, come risulta dal contratto di locazione. Il codice ATECO 56.11.12 ha sostituito il codice 56.10.20 in precedenza attribuito all'attività.

[14] La cedente era l'impresa individuale di Azouz Helmi. La parte acquirente era all'epoca denominata Susa S.n.c. di Sukumar Mondol & Sarkar Adhir.

[15] Il risultato è desunto dal bilancio dell'esercizio provvisorio e dall'istanza n. 12 del 27 agosto 2026. Le stime riguardano il costo del personale dell'agosto 2026, per 7.000 euro, e la variazione delle rimanenze, per 200 euro. La disponibilità liquida della procedura al 25 agosto 2026 è pari a 50.692,50 euro.

Ai fini della presente stima assume rilievo la circostanza che l'attività non ha subito interruzioni. Infatti, alla Data di Riferimento il Ramo d'Azienda è un complesso aziendale in esercizio, dotato delle autorizzazioni necessarie, del personale e della disponibilità dei locali. Non ricorre pertanto l'ipotesi, contemplata dall'art. 214, comma 1, CCII, della liquidazione dei singoli beni in luogo della cessione unitaria; della verifica quantitativa di tale conclusione si dà conto al § 4.8. La continuità dell'esercizio sino all'aggiudicazione è peraltro condizione per la conservazione dell'avviamento e della stessa disponibilità dei locali (§§ 2.3 e 4.9).

2.2 IL PERIMETRO DEL RAMO D'AZIENDA

Il ramo d'azienda oggetto di valutazione comprende i seguenti elementi:

i) i beni mobili, gli impianti e le attrezzature presenti nell'unità locale, iscritti nel registro dei beni ammortizzabili per un valore netto contabile di 3.092 euro al 31 dicembre 2025 (§ 4.2) e comprensivi degli arredi, degli impianti specifici e dei registratori di cassa e telematico. La dotazione effettiva alla Data di Riferimento non è stata oggetto né di inventario né di stima;

ii) le licenze, le concessioni e le autorizzazioni amministrative necessarie all'esercizio dell'attività, di cui la curatela dovrà confermare la trasferibilità all'aggiudicatario;

iii) il contratto di locazione dell'unità immobiliare di Castel Maggiore, Via Gramsci n. 272, nel quale il cessionario subentra ai sensi dell'art. 36 della L. 392/1978, con il relativo canone annuo contrattuale di 13.584 euro (§ 2.3);

iv) i rapporti di lavoro subordinato che proseguiranno ai sensi dell'art. 2112 c.c., il cui perimetro non è definito (§ 4.9);

v) l'avviamento dell'unità locale, inteso come la capacità del complesso organizzato a produrre un reddito eccedente la remunerazione normale del capitale investito.

La Società esercita un'unica attività in un'unica unità locale, cosicché il Ramo d'Azienda coincide con il complesso aziendale, al netto delle passività e del capitale circolante.

Si sottolinea come la presente relazione consideri il Ramo d'Azienda privo di qualunque passività, anche potenziale, nell'ipotesi che ogni debito, ivi compresi i debiti tributari, previdenziali e verso il personale maturati fino alla data di efficacia della cessione, rimanga in capo alla Procedura. Sono parimenti esclusi dal perimetro i crediti e i debiti di natura commerciale e ogni elemento del capitale circolante netto operativo, che il cessionario dovrà ricostituire con risorse proprie. Tale impostazione, coerente con la disciplina della liquidazione giudiziale, dovrà essere confermata dagli organi della Procedura nell'avviso di vendita. Qualora il bando dovesse prevedere l'accollo di determinate passività come il trattamento di fine rapporto e i ratei di mensilità aggiuntive, ferie e permessi maturati dai dipendenti trasferiti, il prezzo da porsi a base della procedura competitiva dovrà essere ridotto del corrispondente importo, trattandosi di una diversa modalità di regolamento del prezzo e non di una rettifica del valore del complesso aziendale.

Restano infine estranei al perimetro i beni presenti nell'esercizio, ma di proprietà di terzi (§ 4.9).

2.3 IL CONTRATTO DI LOCAZIONE DELL'IMMOBILE

Le pattuizioni del contratto di locazione stipulato in data 19 aprile 2017, rilevanti ai fini della presente stima, sono le seguenti:

i) durata e rinnovo: l'art. 3 fissa la durata in 6 anni, dal 1° maggio 2017 al 30 aprile 2023, con rinnovo per un egual periodo in assenza di disdetta scritta da inviarsi almeno 12 mesi prima della scadenza e riconosce al locatore la facoltà di disdetta alla prima scadenza solamente per i motivi di cui all'art. 29 della L. 392/1978. Dalla documentazione messa a disposizione dalla curatela non risultano disdette né l'atto di rinnovo registrato; il contratto si presume rinnovato per il periodo dal 1° maggio 2023 al 30 aprile 2029;

ii) canone: l'art. 4 stabilisce un canone di 12.000 euro annui in 12 rate mensili anticipate, aggiornato annualmente nella misura del 75% della variazione ISTAT ai sensi dell'art. 5. Il canone contabilizzato dalla Società è pari a 13.584 euro nel 2023, a 13.784 euro nel 2024 e a 14.088 euro nel 2025, mentre il canone annuo assunto nella stima per il 2026 è pari a 13.584 euro. L'art. 6 prevede un deposito cauzionale di 3.000 euro;

iii) risoluzione per morosità: l'art. 9 prevede la risoluzione di diritto ai sensi dell'art. 1456 c.c. in caso di mancato pagamento anche di una sola rata decorsi 8 giorni dalla scadenza;

iv) divieto di sublocazione e di cessione: l'art. 10 vieta la sublocazione e la cessione del contratto senza il consenso scritto del locatore, salvi i casi di cui all'art. 36 della L. 392/1978, che consente la cessione del contratto unitamente all'azienda, con facoltà di opposizione del locatore per gravi motivi;

v) cessazione dell'attività: l'art. 24 prevede che, in caso di cessazione dell'attività relativa all'uso convenuto, il contratto si intenda risolto, con obbligo di riconsegna dei locali entro 6 mesi. L'art. 2 destina l'immobile esclusivamente ad attività commerciale o artigianale e l'art. 23 pone a carico del conduttore l'ottenimento delle autorizzazioni, in mancanza delle quali il contratto si intende risolto;

vi) recesso e migliorie: l'art. 18 riconosce al conduttore la facoltà di recedere in qualsiasi momento con preavviso di 6 mesi, mentre l'art. 12 attribuisce al locatore la facoltà di trattenere, senza indennità, le addizioni e le migliorie apportate dal conduttore.

Ai fini della presente relazione il contratto di locazione rileva sotto tre distinti profili:

i) in primo luogo, la sua scadenza determina l'orizzonte temporale entro il quale è ragionevole stimare la persistenza di un reddito eccedente la remunerazione normale del capitale, cosicché ne dipende la durata del reddito differenziale (§ 4.5);

ii) in secondo luogo, le clausole di risoluzione per morosità e per cessazione dell'attività (artt. 9 e 24) rendono la regolarità dei pagamenti e la continuità dell'esercizio condizioni di conservazione della disponibilità dei locali e, con essa, dell'avviamento (§ 4.9);

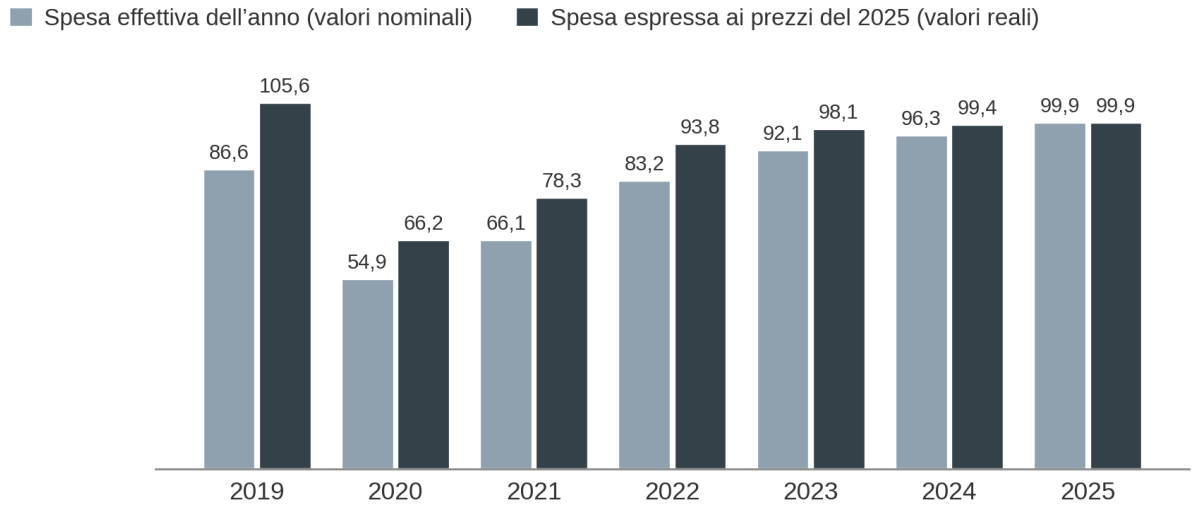
iii) in terzo luogo, il canone di locazione è un costo di gestione che concorre alla formazione del reddito del Ramo d'Azienda; poiché la contabilità del 2026 ne espone un importo inferiore a quello contrattuale, esso è stato riportato al valore contrattuale in sede di normalizzazione (§ 4.3).

2.4 IL MERCATO DI RIFERIMENTO

Il Ramo d'Azienda opera nel mercato italiano della ristorazione commerciale e più precisamente nel segmento dei pubblici esercizi con offerta di pizza e di prodotti di gastronomia da asporto. I dati che seguono sono tratti dal Rapporto Ristorazione 2026 elaborato dall'Ufficio Studi FIPE con Tradelab e Bain & Company, redatto sulla base delle informazioni disponibili al 6 marzo 2026 e pertanto riferito, quanto ai consuntivi, all'esercizio 2025[16].

Quanto alla dimensione del mercato, i consumi alimentari fuori casa in Italia sono stati pari nel 2025 a 99,9 mld€ a prezzi correnti, in crescita del 3,7% rispetto ai 96,3 mld€ del 2024 e del 15,4% rispetto agli 86,6 mld€ del 2019. Espressa a prezzi costanti, tuttavia, la serie evidenzia come il mercato non abbia ancora recuperato i livelli pre-pandemici, dal momento che i 99,9 mld€ del 2025 si confrontano con 105,6 mld€ del 2019 a prezzi 2025, con una contrazione del 5,4%. I consumi fuori casa rappresentano il 33% dei consumi alimentari complessivi, contro il 35% del 2019.

Figura 1: I consumi alimentari fuori casa in Italia (mld€)

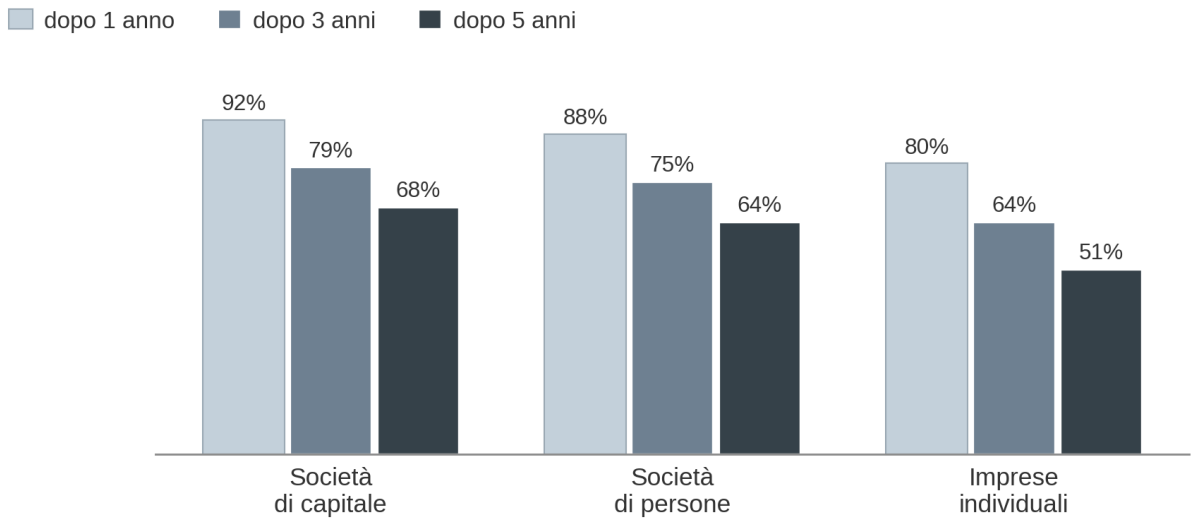


[16] FIPE, *Ristorazione - Rapporto 2026*, Ufficio Studi FIPE con Tradelab e Bain & Company. Il Rapporto è stato elaborato con le informazioni disponibili al 6 marzo 2026. I dati riportati nel testo sono tratti dai capitoli 2 (demografia d'impresa), 3 (occupazione), 4 (performance economiche) e 6 (consumi fuori casa).

Consumi alimentari fuori casa in Italia, mld€. I valori reali esprimono la spesa di ciascun anno riportata al potere d'acquisto del 2025, cosicché per il 2025 le due misure coincidono. Fonte: FIPE, Rapporto Ristorazione 2026, Tab. 6.2 (elaborazione su dati Istat); 2025 stima FIPE.

Quanto alla demografia d'impresa, al 31 dicembre 2025 risultavano attive 324.436 imprese nei servizi di ristorazione, in contrazione dell'1,0% rispetto al 2024 e per il secondo anno consecutivo. Il saldo tra iscrizioni (10.062) e cessazioni (25.239) è stato negativo per 15.177 unità, con un tasso di imprenditorialità negativo del 4,7%. Il settore ha perso nel 2025 quasi 5 imprese ogni 100 attive. In Emilia-Romagna le imprese attive sono 23.878, in contrazione dell'1,8%, con un saldo negativo di 1.318 unità e un tasso di imprenditorialità negativo del 5,5%, peggiore della media nazionale. Il tasso di sopravvivenza delle imprese iscritte nel 2019 nel comparto dei ristoranti e della ristorazione mobile è pari al 92%, al 79% e al 68% dopo 1, 3 e 5 anni per le società di capitale, all'88%, al 75% e al 64% per le società di persone e all'80%, al 64% e al 51% per le imprese individuali.

Figura 2: Sopravvivenza delle imprese della ristorazione

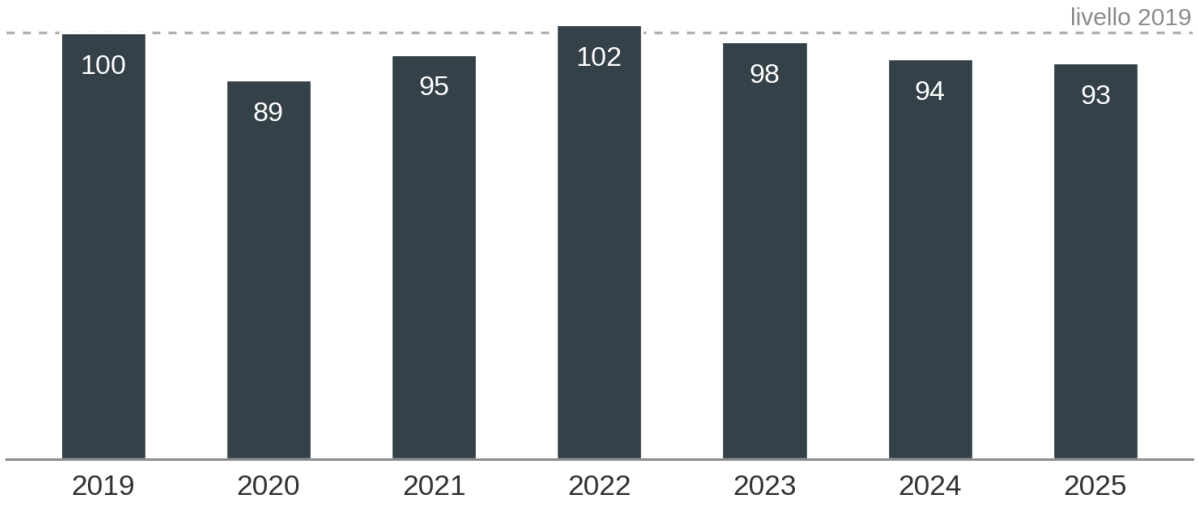


Tasso di sopravvivenza delle imprese iscritte nel 2019 nel comparto dei ristoranti e delle attività di ristorazione mobile, per forma giuridica. Fonte: FIPE, Rapporto Ristorazione 2026, Tab. 2.23.

Quanto alle performance economiche, il fatturato del settore ha registrato nel 2025 una contrazione dell'1,3% in volume, con 3 trimestri su 4 negativi, ad eccezione del secondo. Il valore aggiunto, pari a 59,3 mld€ a prezzi correnti, è cresciuto in termini reali dello 0,5% rispetto al 2024 e del 3,1% rispetto al periodo pre-pandemico, in una fase che il Rapporto qualifica di consolidamento più che di espansione. I prezzi dei pubblici esercizi sono cresciuti in media del 3,2%, contro un'inflazione generale dell'1,5%. La tenuta a valore del mercato è dunque ottenuta prevalentemente per via di prezzo e non di volumi, dal momento che le visite complessive sono diminuite del 2%. Nel segmento delle pizzerie la dinamica dei prezzi è stata pari al 3,4% e le visite sono diminuite dello 0,7%, dato che il Rapporto qualifica come sensibilmente migliore della media di mercato.

Ai fini della presente stima rileva in particolare la produttività del lavoro. Il valore aggiunto per ora lavorata del settore, posto pari a 100 nel 2019, è sceso a 93 nel 2025, in ulteriore peggioramento rispetto al 94 del 2024. Il Rapporto ne individua la causa in una caratteristica strutturale del comparto, "*intrinsecamente ad alta intensità di lavoro*", nel quale "*il valore aggiunto generato per ogni ora di lavoro è generalmente basso rispetto a settori più capital-intensive*"[17]. Nel 2025 le ore lavorate sono cresciute del 2% a fronte di un valore aggiunto reale in crescita dello 0,5%. Coerentemente, il costo del lavoro rappresenta la principale variabile di conto economico del settore, con un'incidenza sui ricavi che nel Ramo d'Azienda, misurata sul costo effettivamente sostenuto, si è collocata tra il 22,2% e il 28,3% nel triennio 2023-2025 e ha raggiunto il 48,5% nell'esercizio provvisorio (§ 2.5).

Figura 3: La produttività del lavoro nella ristorazione



Valore aggiunto per ora lavorata nei servizi di ristorazione, numero indice 2019 = 100, a prezzi costanti. Fonte: FIPE, Rapporto Ristorazione 2026, Fig. 4.7.

Quanto al posizionamento del Ramo d'Azienda rilevano tre elementi del Rapporto. I grandi centri urbani con oltre 100.000 abitanti sono gli unici a mostrare nel 2025 un andamento stabile o positivo delle visite, "*sostenuti da una maggior quota di residenti e dall'afflusso di pendolari e turisti*", mentre i centri medi e minori registrano performance negative. Il Ramo d'Azienda opera in un comune della cintura di Bologna e non nel capoluogo e ricade pertanto, quanto alla dinamica delle visite, fra i centri medi e minori. La crescita dei consumi fuori casa nel 2025 è stata inoltre concentrata nelle grandi città d'arte, per effetto di presenze turistiche pari a 477,9 milioni, in crescita del 9,2% rispetto al 2019 e con una componente straniera in crescita del 20,0%. Il consolidarsi del lavoro da remoto, che riguarda il 31% dei lavoratori nei comuni con oltre

[17] FIPE, *Ristorazione - Rapporto 2026*, cit., § 4.4, ove si precisa che *"la ristorazione cresce, ma lo fa 'consumando' più lavoro di quanto riesca a trasformare in valore, con un conseguente calo della produttività. Questa è una caratteristica strutturale del settore: per aumentare la propria produzione e crescere, i ristoranti devono spesso incrementare il numero di ore lavorate. Ciò avviene perché la ristorazione è intrinsecamente ad alta intensità di lavoro, ovvero il valore aggiunto generato per ogni ora di lavoro è generalmente basso rispetto a settori più capital-intensive".*

250.000 abitanti, sta infine favorendo, secondo il Rapporto, "*modalità di consumo 'low-cost' come l'asporto*", circostanza coerente con il modello operativo del Ramo d'Azienda.

Si tratta dunque di un mercato maturo, ad alta intensità di lavoro, con marginalità contenuta ed elevato turnover imprenditoriale, nel quale la performance del singolo esercizio non deriva da vantaggi competitivi replicabili né da economie di scala (il 91,4% degli imprenditori del settore gestisce una sola unità locale e il 60% delle imprese impiega da 1 a 5 addetti), ma dal flusso di clientela che la singola ubicazione è in grado di intercettare.

2.5 I RISULTATI STORICI DEL RAMO D'AZIENDA

La Società ha condotto direttamente la gestione operativa dell'attività dal 21 aprile 2022 sino all'apertura della liquidazione giudiziale; dal 14 maggio 2026 la gestione è condotta dalla curatela in esercizio provvisorio. La serie storica utilizzabile comprende pertanto gli esercizi 2023, 2024 e 2025, mentre l'esercizio 2022, iniziato il 19 aprile, non è confrontabile in quanto parziale e non concorre alla stima. Per il 2026 si dispone di due situazioni parziali, la situazione contabile dal 1° gennaio al 19 maggio (139 giorni) e il bilancio dell'esercizio provvisorio dal 14 maggio al 25 agosto (104 giorni), che il prospetto che segue riporta separatamente e, nell'ultima colonna, annualizzate (2026E)[18]. Il costo del personale è esposto come risulta dalla contabilità; la ricostruzione del costo pieno è illustrata più avanti e al § 4.3.

Tabella 1: Conto economico del Ramo d'Azienda, 2023A-2026E

(€'000)	2023A	2024A	2025A	1.1-19.5.26	14.5-25.8.26	2026E
Ricavi delle vendite	205,8	191,9	198,0	77,2	54,1	197,2
Altri ricavi	0,1	0,2	0,5	0,0	2,7	4,0
Totale Ricavi	**205,9**	**192,1**	**198,5**	**77,2**	**56,8**	**201,3**
Crescita %	*n.s.*	*(7,0%)*	*3,6%*	*n.s.*	*n.s.*	*1,4%*
Consumi	(73,9)	(92,8)	(93,2)	(42,9)	(21,2)	(96,2)
% dei ricavi	*35,9%*	*48,4%*	*47,1%*	*55,6%*	*39,1%*	*48,8%*
Servizi	(14,0)	(15,5)	(16,9)	(6,0)	(3,7)	(14,6)
Godimento beni di terzi	(13,6)	(13,8)	(14,1)	(4,0)	(3,0)	(10,5)
Personale	(60,1)	(41,1)	(45,7)	(11,9)	(26,1)	(57,1)
% dei ricavi	*29,2%*	*21,4%*	*23,1%*	*15,4%*	*48,2%*	*29,0%*
Oneri diversi	0,0	0,0	0,0	0,0	(0,3)	(0,4)
EBITDA	**44,3**	**28,8**	**28,5**	**12,4**	**2,5**	**22,4**
% dei ricavi	*21,5%*	*15,0%*	*14,4%*	*16,0%*	*4,4%*	*11,1%*
Ammortamenti	(6,7)	(6,7)	(6,7)	(2,5)	0,0	(3,8)
EBIT	**37,7**	**22,2**	**21,8**	**9,8**	**2,5**	**18,6**
% dei ricavi	*18,3%*	*11,6%*	*11,0%*	*12,8%*	*4,4%*	*9,2%*

[18] Il coefficiente di annualizzazione è pari al rapporto fra 365 e 243 giorni, somma dei 139 giorni della situazione ordinaria e dei 104 giorni dell'esercizio provvisorio. Le poste non ricorrenti sono annualizzate al pari delle altre e neutralizzate come illustrato al § 4.3.

Dall'analisi dei conti economici del triennio 2023-2025 e del 2026E si può osservare:

i) i ricavi, costituiti dai corrispettivi, sono pari a 205,8 K€ nel 2023, 191,9 K€ nel 2024 e 198,0 K€ nel 2025, con una variazione del 7,0% in diminuzione nel 2024 e del 3,6% in aumento nel 2025. Il 2026E, pari a 201,3 K€, è in linea con i 3 esercizi precedenti;

ii) l'incidenza dei consumi sui ricavi, pari al 35,9% nel 2023, sale al 48,4% nel 2024 e al 47,1% nel 2025, raggiunge il 55,6% nel periodo ordinario del 2026 e scende al 39,1% nell'esercizio provvisorio, il solo periodo nel quale gli acquisti sono gestiti dalla curatela. La grandezza è determinante ai fini della stima e viene analizzata al § 4.3;

iii) il costo del personale, quale risulta dalla contabilità, è pari a 60,1 K€ nel 2023, 41,1 K€ nel 2024 e 45,7 K€ nel 2025, con un'incidenza sui ricavi che passa dal 29,2% al 21,4% e al 23,1%, e sale al 48,2% nell'esercizio provvisorio. Il divario rispecchia il fatto che negli esercizi storici la gestione è stata condotta con il lavoro non retribuito di un socio e con un organico variabile, mentre l'esercizio provvisorio sostiene il costo di 4 addetti, fra cui il socio assunto dal 28 maggio 2026 (§ 4.3);

iv) i costi per godimento di beni di terzi corrispondono al canone di locazione dell'immobile, pari a 13,6 K€ nel 2023, 13,8 K€ nel 2024 e 14,1 K€ nel 2025. Nel 2026 risultano contabilizzati per 4,0 K€ nel periodo ordinario e per 3,0 K€ nell'esercizio provvisorio, importi inferiori a quelli che il canone contrattuale di 13.584 euro annui avrebbe determinato (§ 2.3);

v) l'EBITDA è pari a 44,3 K€ nel 2023, 28,8 K€ nel 2024 e 28,5 K€ nel 2025 e l'EBIT a 37,7 K€, 22,2 K€ e 21,8 K€, pari rispettivamente al 18,3%, all'11,6% e all'11,0% dei ricavi. Tali risultati contabili sono ottenuti senza remunerare il lavoro del socio e senza rilevare l'intero costo del personale e non esprimono pertanto la capacità di reddito del Ramo d'Azienda. Nell'esercizio provvisorio l'EBIT scende a 2,5 K€, pari al 4,4% dei ricavi.

La dinamica del costo del lavoro è illustrata nel prospetto che segue, che confronta il costo contabilizzato con il costo pieno ricostruito dai prospetti paga del consulente del lavoro e con l'organico.

Tabella 2: Ricavi, costo del lavoro e organico del Ramo d'Azienda

(€'000)	2023A	2024A	2025A	EP annualizzato
Totale Ricavi	205,9	192,1	198,5	199,2
Costo del personale contabilizzato	(60,1)	(41,1)	(45,7)	(91,6)
Costo del lavoro da prospetti paga	(58,3)	(45,8)	(44,0)	(96,6)
N. dipendenti (media mensile delle denunce DM10)	n.d.	4,3	5,6	4,0
Costo del lavoro da prospetti paga in % dei ricavi	**28,3%**	**23,9%**	**22,2%**	**48,5%**

L'organico, misurato dalla media mensile dei dipendenti con retribuzione risultanti dalle denunce DM10[19], è pari a 4,3 unità nel 2024, a 5,6 unità nel 2025 e a 4 unità nell'esercizio provvisorio; per il 2023 il dato non è disponibile. Nell'esercizio provvisorio gli addetti sono 4, fra i quali i 2 soci illimitatamente responsabili, Biswas Sujoy dal 27 marzo 2024 e Sarkar Adhir dal 28 maggio 2026. Il costo del lavoro ricostruito dai prospetti paga, pari al 28,3%, al 23,9% e al 22,2% dei ricavi nel triennio, sale al 48,5% nell'esercizio provvisorio annualizzato. L'incremento è coerente con l'emersione di un costo che la gestione dei soci non sosteneva e, anche aggiungendo ai costi storici il lavoro del socio non retribuito (§ 4.3), l'incidenza storica resterebbe inferiore a quella dell'esercizio provvisorio.

In conclusione, i risultati contabili storici non possono essere assunti direttamente a base della stima, in quanto:

i) non remunerano il lavoro prestato da un socio fino al 27 maggio 2026;

ii) non espongono l'intero costo del personale, per il trattamento di fine rapporto non accantonato nel 2025 e nel 2026 e per i salari non registrati nell'agosto 2024;

iii) esprimono un'incidenza dei consumi non omogenea fra gli esercizi e fra i periodi del 2026;

iv) includono l'ammortamento dell'avviamento pagato nel 2022 e, nel 2026, poste non ricorrenti e un canone di locazione inferiore a quello contrattuale;

v) per il 2026 derivano da due situazioni parziali, annualizzate.

La normalizzazione necessaria per pervenire ad una misura di reddito espressiva della capacità di reddito del Ramo d'Azienda è illustrata al § 4.3.

[19] Denunce DM10 virtuali e ricevute Uniemens da gennaio 2024; per il 2023 il dato non è disponibile. Per l'esercizio provvisorio il dato è desunto dai riepiloghi paghe.

3 L'APPROCCIO VALUTATIVO

3.1 IL PROCESSO VALUTATIVO

La stima del valore di smobilizzo in liquidazione forzata del Ramo d'Azienda si articola in due fasi logiche, coerenti con l'impianto delineato dai PIV I.6.7 e III.1.10 e con la miglior prassi valutativa in materia di attività cedute in contesti concorsuali[20]:

i) in una prima fase si stima il valore di mercato *as is* del Ramo d'Azienda, ossia il prezzo al quale il compendio potrebbe essere negoziato, dopo un adeguato periodo di commercializzazione, tra un venditore e un acquirente motivati e informati in condizioni ordinate di mercato, mediante il metodo misto patrimoniale-reddituale illustrato al capitolo 4;

ii) in una seconda fase si traduce tale valore di mercato in un valore di smobilizzo in liquidazione forzata, da porsi a base della procedura competitiva di vendita, applicando lo sconto che riflette il *quid pluris* della vendita forzata rispetto a una cessione ordinata, ossia l'obbligo a vendere in tempi ristretti in condizioni di massima debolezza contrattuale (c.d. sconto per cessione in sede di asta pubblica).

Occorre chiarire il rapporto tra la base di partenza e lo sconto applicato, profilo dal quale dipende la coerenza dell'intera stima. La base cui si applica lo sconto per vendita forzata è il valore di mercato *as is* del Ramo d'Azienda, non il suo valore fondamentale (valore d'uso o *hold value*). Il valore fondamentale infatti esprime il valore attuale dei flussi attesi dall'attività nel suo uso corrente e non incorpora alcuno sconto per la ridotta negoziabilità dell'attività; per tradurlo in un prezzo di realizzo occorrerebbe pertanto applicare due distinti sconti, quello per la mancanza di liquidità, che si manifesterebbe anche in una vendita volontaria, e quello per l'obbligo a vendere, proprio della vendita forzata, con evidente maggiore complessità e soggettività[21].

Assumere invece come base il valore di mercato *as is* consente di applicare un unico sconto "puro". Il valore di mercato incorpora già, per costruzione, la ridotta negoziabilità ordinaria dell'attività, essendo il prezzo ottenibile all'esito di un ordinario periodo di commercializzazione, cosicché lo sconto residuo da applicare misura esclusivamente l'effetto incrementale della vendita forzata. È in questo senso che l'OIV precisa che

[20] Si veda OIV, DP-OIV-1/2025, cit., § 95, lett. c), secondo cui *"in linea di principio il valore di liquidazione è ottenuto muovendo dal valore di mercato, ridotto dello sconto che la debolezza contrattuale del venditore normalmente fa emergere nei processi di vendita forzata. Lo sconto è naturalmente funzione inversa dell'attrattività dell'azienda per i potenziali acquirenti"*.

[21] Sulla scomponibilità dello sconto per vendita forzata di un bene privo di *marketability* in due componenti (lo sconto per mancanza di liquidità, che si manifesterebbe anche nella vendita volontaria, e lo sconto dovuto alla condizione di obbligo a vendere, che si realizzerebbe anche in un mercato liquido) si veda M. Bini, *La valutazione delle aziende in crisi*, EGEA, Milano, § 5.8.

"*lo sconto da applicare al valore di mercato per ricavare il valore di liquidazione è uno sconto puro che non deve considerare le condizioni di difficoltà dell'azienda oggetto di valutazione che si traducono in una ridotta marketability*"[22].

Perché il risultato del metodo misto sia qualificabile come valore di mercato *as is*, e non come valore fondamentale, occorre che siano soddisfatte tre condizioni:

i) che il patrimonio netto rettificato sia espresso ai valori correnti di mercato dei beni;

ii) che il reddito medio-normale sia quello che un generico partecipante al mercato si attenderebbe dall'attività nelle sue condizioni correnti;

iii) che il costo del capitale sia stimato su parametri di mercato.

La seconda e la terza condizione sono verificate rispettivamente ai §§ 4.3 e 4.4. Quanto alla prima, in assenza di inventario e di stima dei beni mobili il patrimonio netto rettificato è assunto, in via convenzionale, al valore netto contabile dei cespiti. Al § 4.2 si dà conto delle ragioni per le quali tale valore è ritenuto una misura accettabile dei valori correnti, dei limiti dell'assunzione e del suo effetto sul risultato. Poiché lo sconto è applicato al valore del complesso e non ai singoli beni e il valore netto contabile non è un valore di pronto realizzo, non si determina alcuna duplicazione dello sconto sulla componente patrimoniale.

3.2 I CRITERI DI VALUTAZIONE

I criteri riconosciuti per la valutazione delle aziende o dei rami d'azienda appartengono a cinque gruppi, comprensivi di diverse varianti: i) criteri patrimoniali; ii) criteri reddituali; iii) criteri che esplicitano la creazione di valore; iv) criteri finanziari; v) criteri comparativi di mercato. Al di là della loro articolazione, tutti i criteri sono riconducibili alle tre metodiche generali utilizzate nella prassi professionale: a) il metodo del costo (*cost approach*); b) il metodo dei flussi dei risultati attesi (*income approach*); c) il metodo di mercato (*market approach*). Poiché la scelta della metodica non è neutrale rispetto al risultato della stima, di seguito vengono illustrate le caratteristiche fondamentali di ciascun criterio[23] e successivamente vengono chiarite le ragioni della scelta operata dallo scrivente.

3.2.1 Criteri patrimoniali

Le valutazioni di tipo patrimoniale si propongono di individuare il valore effettivo del patrimonio netto aziendale, risultante dalla distinta stima a valori correnti delle singole attività e passività alla data di riferimento. L'esperto deve individuare gli elementi attivi e passivi, precisando per ciascuno i criteri di

[22] OIV, DP-OIV-1/2025, cit., § 164 (*Market approach*), punto 3, ove si precisa altresì che *"una stima ragionevole dello sconto è resa complessa dal fatto che già il valore di mercato dell'azienda in crisi, quando quest'ultima è priva di marketability, incorpora lo sconto di assenza di interesse da parte dei compratori per le condizioni di difficoltà e quindi lo sconto da applicare successivamente al valore di mercato per ricavare il valore di liquidazione deve considerare solo gli elementi citati in precedenza".*

[23] Per una trattazione completa si rimanda a Guatri L., Bini M. (2009), *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, EGEA, Milano.

valutazione utilizzati; se l'analisi è estesa ai beni immateriali specifici, deve motivarne la scelta accertandone la coerenza reciproca.

3.2.2 Criteri reddituali

Le valutazioni reddituali sono basate, a seconda che si segua un approccio *equity side* o *asset side*, sulla capitalizzazione del reddito netto distribuibile di lungo periodo o del risultato operativo al netto delle imposte, ad un tasso espressivo del costo-opportunità dei mezzi propri o del costo medio ponderato del capitale. Le modalità di calcolo dei redditi devono essere spiegate e giustificate; nelle situazioni non ancora stabilizzate occorre tener conto della prevedibile variabilità dei risultati sino al raggiungimento dell'assetto di regime.

3.2.3 Criteri che esplicitano la creazione di valore

I procedimenti che esplicitano la creazione di valore includono il metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento, il metodo *Discounted Abnormal Earnings* (o *Residual Income Method*) ed il metodo *Discounted Economic Profit* (o EVA™). Si tratta di procedimenti riconducibili a valutazioni reddituali che mettono in risalto l'entità del valore creato rispetto ai mezzi investiti e che consentono, sotto talune condizioni, di ridurre il peso attribuito al valore terminale. Quando utilizza un procedimento che esplicita la creazione di valore, l'esperto deve approfondire in particolare le ragioni della presenza di differenziali, positivi o negativi, di reddito rispetto al reddito normale e la loro sostenibilità nel tempo[24].

3.2.4 Criteri finanziari

Le valutazioni basate sull'attualizzazione dei flussi monetari comprendono il *Dividend Discount Model* ed il metodo *Discounted Cash Flow*, quest'ultimo nelle varianti *asset side* o *equity side*. Esse impegnano l'esperto ad una corretta individuazione dei flussi di cassa, sia nella fase evolutiva sia nella fase di stabilizzazione attesa per il lungo periodo.

3.2.5 Criteri comparativi di mercato

Le valutazioni comparative comportano l'applicazione, a grandezze aziendali rilevanti, di moltiplicatori ricavati dalle capitalizzazioni di Borsa di società quotate confrontabili o da negoziazioni comparabili. Rappresentano stime di tipo analogico finalizzate all'individuazione di un probabile valore muovendo da prezzi registrati sul mercato per titoli di aziende simili.

---

[24] PIV, edizione 2026 in consultazione pubblica, III.1.34: *"I metodi che esplicitano la creazione di valore sono di elezione nei casi in cui si è in presenza di condizioni di extra reddito positivo o negativo rilevanti che possono modificarsi nel tempo. In questi casi l'Esperto di valutazione deve approfondire in particolare le ragioni della presenza di differenziali (positivi o negativi) di reddito rispetto al reddito normale e della evoluzione e sostenibilità nel tempo di questi ultimi. In conseguenza di ciò deve selezionare in modo appropriato i parametri di valutazione motivando le scelte compiute".*

3.3 IL METODO DI VALUTAZIONE PRESCELTO

In assenza di un metodo di valutazione che possa essere considerato in via astratta il metodo ideale, ai fini della selezione del criterio più adeguato a stimare il valore di mercato *as is* del Ramo d'Azienda sono stati considerati quattro aspetti fondamentali:

i) le caratteristiche del Ramo d'Azienda considerato;

ii) la configurazione di valore ricercata;

iii) la finalità della stima;

iv) la base informativa disponibile.

L'analisi dei suddetti aspetti ha indotto lo scrivente a ritenere che la migliore stima del valore di mercato *as is* del Ramo d'Azienda fosse ottenibile con il metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento. Tale scelta si fonda sulle seguenti considerazioni:

i) il Ramo d'Azienda dispone di un patrimonio di beni materiali di entità modesta, costituito da arredi, impianti e registratori di cassa, e il suo valore è per la gran parte espressione della capacità di reddito dell'esercizio. Il metodo misto consente di considerare separatamente la componente patrimoniale, per quanto contenuta e fondata sui valori contabili, e la componente reddituale;

ii) la redditività del Ramo d'Azienda, stimabile in base ai soli risultati storici normalizzati, in assenza di qualunque documento prospettico, eccede la remunerazione normale del capitale investito. Il complesso aziendale esprime dunque un avviamento positivo, la cui misura e la cui sostenibilità nel tempo costituiscono il vero oggetto della stima. Il metodo misto è il criterio che consente di apprezzare tale scostamento in modo esplicito, isolando la componente di sovra-reddito dalla componente patrimoniale ed evitando sia di sopravvalutare il Ramo con una capitalizzazione indistinta di un reddito non interamente sostenibile, sia di sottovalutarlo trascurando la capacità reddituale in atto. I PIV qualificano espressamente i metodi che esplicitano la creazione di valore come metodi "*di elezione*" nei casi in cui si è in presenza di "*condizioni di extra reddito positivo o negativo rilevanti che possono modificarsi nel tempo*"[25];

iii) il metodo si presta a delimitare nel tempo la durata del reddito differenziale, circostanza essenziale nel caso in esame, in cui l'avviamento dipende dalla disponibilità dei locali e questa poggia su un contratto di locazione di durata determinata (§ 4.5);

[25] PIV, edizione 2026 in consultazione pubblica, III.1.33 e III.1.34. Il principio III.1.33 include espressamente il metodo misto patrimoniale reddituale (UEC) fra i metodi che esplicitano la creazione di valore, i quali *"permettono di misurare separatamente il valore creato rispetto ai mezzi investiti nell'azienda, o nel ramo di azienda considerato e, sotto talune condizioni, di ridurre il peso attribuito al valore terminale rispetto a valutazioni di tipo reddituale"*.

iv) la finalità di individuare un prezzo da porre a base d'asta, prudente e difendibile, è coerente con un metodo che àncora il valore alla consistenza patrimoniale corrente e la integra con la sola quota di sovra-reddito ragionevolmente sostenibile;

v) la base informativa disponibile, ossia tre esercizi di risultati storici riconducibili al perimetro operativo, un quarto esercizio ricostruito da situazioni parziali e l'assenza di un piano, è compatibile con il metodo misto e ne rappresenta la condizione elettiva di applicazione[26].

Lo scrivente non ha ritenuto di affiancare al metodo prescelto un metodo di controllo di tipo comparativo di mercato. Le società quotate operanti nella ristorazione, utilizzate al § 4.4 ai soli fini della stima dei parametri di mercato del costo del capitale, sono infatti gruppi internazionali di grandi dimensioni, integrati e in larga parte operanti in *franchising*; i moltiplicatori impliciti nelle loro capitalizzazioni riflettono la replicabilità di un format su reti di centinaia o migliaia di punti vendita e non sono trasferibili, nemmeno in via analogica, ad una pizzeria d'asporto con un solo locale. Il Rapporto FIPE rileva, del resto, che l'interesse degli investitori istituzionali nel comparto si concentra sui "*formati quick-service scalabili*" e su modelli "*replicabili*", condizione che non ricorre nel caso in esame[27].

3.4 LO SCONTO PER CESSIONE IN SEDE DI ASTA PUBBLICA

Le operazioni di cessione di aziende e rami d'azienda tramite asta pubblica, sebbene abbiano quale obiettivo principale la realizzazione di un prezzo allineato al mercato tramite un processo competitivo, sono solitamente effettuate a sconto rispetto al valore che due soggetti liberi, in condizioni ordinate di mercato, concorderebbero per un bene corrispondente. Le condizioni che generano tale sconto possono essere così sintetizzate:

i) il venditore è costretto a portare a termine la transazione in un breve lasso di tempo, da cui il termine liquidazione forzata;

ii) i potenziali acquirenti non hanno urgenza di disporre del bene e sono disposti a sfruttare l'eventuale illiquidità del mercato, attendendo un decremento del prezzo base d'asta;

iii) il bene è privo di uno *special value*, nel senso che è facilmente sostituibile mediante l'acquisto di beni similari in condizioni ordinate di mercato.

Il mercato delle vendite forzate è dunque un mercato la cui liquidità si fonda, per larga parte, sulla presenza di uno sconto. I potenziali acquirenti sono interessati ad acquisire in sede d'asta soltanto se possono ottenere

---

[26] PIV III.1.33; Guatri L., Bini M. (2009), *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, cit., pp. 597-606. Con specifico riferimento alla funzione del metodo quale verifica reddituale delle stime patrimoniali analitiche si veda Guatri L., Bini M., *La valutazione delle aziende*, EGEA, Milano, § 12.1, pp. 336-348.

[27] FIPE, *Ristorazione - Rapporto 2026*, cit., approfondimento al cap. 4 dedicato al *private equity* nella ristorazione, ove si osserva che *"il capitale entra quando un format è replicabile e le leve di creazione di valore sono misurabili"*. Il medesimo Rapporto rileva, al § 5.3.3, che il 91,4% degli imprenditori del settore gestisce imprese composte da una sola unità locale.

condizioni di prezzo più favorevoli e rinuncerebbero allo sconto solo qualora il bene non fosse altrimenti reperibile e ne avessero urgente bisogno[28]. La misurazione dello sconto è resa complessa dalla disomogeneità dei beni ceduti in asta e dalle differenti condizioni di liquidità del mercato primario, con conseguente elevata volatilità degli sconti nel tempo.

Al fine di ridurre il grado di soggettività che caratterizza la stima dello sconto, lo scrivente ha ritenuto di ancorare la propria stima a un riferimento empirico esterno, indipendente e verificabile, tratto dalla letteratura scientifica internazionale in materia di *fire sales*. In particolare, lo studio di Dinç, Erel e Liao ha misurato lo sconto realizzato nelle cessioni di partecipazioni effettuate da soggetti in condizioni di difficoltà (*financially distressed sellers*), pervenendo ad una misura dello sconto pari a circa il 14% per le cessioni di pacchetti di dimensione significativa, pari o superiori al 5% del capitale, rispetto al valore corrente dell'attività ceduta[29].

Lo scrivente ritiene che tale misura sia trasferibile, in via analogica, alla stima del valore di smobilizzo del Ramo d'Azienda, per le seguenti ragioni:

i) la fattispecie esaminata dagli Autori, ovvero la cessione di un'attività da parte di un venditore in condizioni di debolezza finanziaria e sotto pressione a vendere, coincide con la situazione della curatela nella liquidazione giudiziale, che è tenuta a liquidare l'attivo in tempi definiti e in condizioni di massima debolezza contrattuale;

ii) lo studio misura uno sconto rispetto al *valore corrente di mercato* dell'attività ceduta e non rispetto a un valore contabile o a un valore fondamentale; ciò è pienamente coerente con l'applicazione dello sconto al valore di mercato *as is* del Ramo d'Azienda stimato al capitolo 4, cosicché il 14% misura il solo effetto incrementale della vendita forzata, senza sovrapporsi alla ridotta negoziabilità ordinaria già riflessa nel valore di mercato;

iii) la misura del 14% si riferisce a cessioni di pacchetti di dimensione rilevante ceduti in blocco, situazione analoga alla cessione unitaria di un compendio aziendale;

iv) la scelta di un riferimento empirico esterno, tratto da uno studio scientifico sottoposto a revisione tra pari e richiamato dalla dottrina valutativa nazionale, riduce la soggettività della stima e la rende verificabile, in coerenza con i requisiti di verificabilità e neutralità di cui ai PIV II.1.2-5;

---

[28] Sulla natura del mercato delle vendite forzate e sulle determinanti dello sconto si veda M. Bini, *La valutazione delle aziende in crisi*, cit., § 5.8, nonché OIV, *La valutazione delle aziende*, Volume 3, luglio 2020 e DP-OIV-1/2025, cit.

[29] S. Dinç, I. Erel, R. Liao, *Fire sale discount: Evidence from the sale of minority equity stakes*, Journal of Financial Economics, vol. 125, n. 3, 2017, pp. 475-490. Gli Autori misurano lo scostamento del prezzo di cessione rispetto al prezzo di mercato rilevato quattro settimane prima dell'annuncio, su un campione di 638 cessioni di pacchetti azionari di minoranza realizzate negli Stati Uniti fra il 2000 e il 2012, stimando uno sconto dell'8% sull'intero campione e del 13-14% *"if the stake sold is more than 5% of the firm or is sold as a block"*; la misura del 14% corrisponde al sotto-campione delle cessioni di pacchetti pari o superiori al 5% corretti per il flottante e costituisce la misura massima rilevata nello studio. Lo studio è richiamato in OIV, DP-OIV-1/2025, cit., in tema di misura empirica dello sconto di vendita forzata.

v) la dottrina valutativa nazionale indica la medesima misura quale riferimento per la determinazione del prezzo da porre a base d'asta nelle procedure liquidatorie, facendo coincidere lo sconto con "*la misura massima (14%) dello sconto rilevata nello studio di Dinc, Erel e Liao*"[30].

Quest'ultimo punto definisce la natura della grandezza stimata nella presente relazione. Il prezzo da porre a base della procedura competitiva di vendita non coincide con il prezzo che l'esperto ritiene si potrà realizzare in asta. La dottrina è esplicita nel ritenere che esso debba risultare più contenuto, in quanto "*più facilmente un prezzo più contenuto favorisce la concorrenza fra bidder e riduce il rischio di comportamenti collusivi o interdipendenti*" e che "*molte aste hanno cattivo esito semplicemente perché viene fissato come prezzo base d'asta il valore di mercato o il valore fondamentale dell'azienda oggetto di cessione*", con l'effetto di disincentivare la partecipazione[31]. Il valore stimato nella presente relazione è dunque un prezzo di riserva. Esso non costituisce una previsione del prezzo di aggiudicazione, ma il prezzo limite in grado di attirare il maggior numero di potenziali acquirenti senza fornire un'indicazione distorta del valore del Ramo d'Azienda.

Da tale qualificazione dipende la risposta a una possibile obiezione. Una prima indagine empirica condotta sulle aste italiane di aziende e rami d'azienda, riferita a 74 cessioni realizzate tra il 2013 e il 2018, rileva che le aggiudicazioni sono avvenute a un prezzo inferiore al valore di stima nel 60,8% dei casi, con uno sconto medio del 41,8% e mediano del 40,1% sui soli casi a sconto, mentre nel residuo 39,2% dei casi il prezzo di aggiudicazione ha coinciso con il valore di stima, senza che si siano registrati premi[32]. Un'ulteriore rilevazione, condotta su circa 60 Tribunali per il triennio 2021-2023, stima in una grandezza minima del 25% il divario sistematico tra valori di perizia e prezzi di aggiudicazione[33]. Tali evidenze non sono state assunte a base della presente stima per quattro ordini di ragioni:

i) esse misurano lo scostamento *ex post* tra il prezzo di aggiudicazione e il valore di stima già assunto a base del primo esperimento di vendita. Si tratta dunque di una grandezza logicamente diversa dallo sconto da applicare al valore di mercato per determinare la base d'asta. Adottarle in questa sede equivarrebbe ad assumere che la base d'asta debba coincidere con il prezzo di aggiudicazione

---

[30] M. Bini, *La valutazione delle aziende in crisi*, cit., § 5.12, ove, con riferimento alla determinazione del prezzo da porre a base d'asta, si legge che *"la misura dello sconto è stata fatta coincidere con la misura massima (14%) dello sconto rilevata nello studio di Dinc, Erel e Liao in precedenza citato"*.

[31] M. Bini, *La valutazione delle aziende in crisi*, cit., § 5.12, ove si distingue fra il valore dal quale muove la stima e il valore di riserva da porre a base d'asta, ricavato dal primo mediante l'applicazione dello sconto.

[32] E. Gonnella, L. Talarico, *Lo "sconto per vendita forzata" (forced sale discount) nelle aste fallimentari italiane: un'indagine sul campo*, in Rivista dei Dottori Commercialisti, n. 4/2022, pp. 559-577. Il campione è costituito da 74 cessioni di complessi aziendali (46 aziende e 28 rami d'azienda) realizzate fra il 2013 e il 2018, tratte dalla banca dati di Aste Giudiziarie Inlinea S.p.A., con esclusione dei casi in cui l'esperto incaricato della stima avesse già applicato uno sconto riferibile alla vendita fallimentare e dei complessi aziendali di valore di stima inferiore a 250.000 euro. Ponderando lo sconto medio del 41,77% per la frequenza dei casi a sconto (60,81%) si ottiene uno sconto medio sull'intero campione pari a circa il 25%.

[33] M. Greggio, M. Razzino, *Il valore di liquidazione dei beni: brevi considerazioni basate su osservazioni empiriche*, in dirittodellacrisi.it, 23 aprile 2024, § 4, ove si conclude che *"sussiste chiaramente un divario significativo tra i valori di perizia e quelli di aggiudicazione, stimabile quantomeno in una grandezza (minima) del 25%"*. Gli Autori muovono dalle rilevazioni di due operatori specializzati riferite, la prima, a quattro Tribunali per il periodo 2019-2023 e, la seconda, a circa 60 Tribunali per il periodo 2021-2023.

atteso, che è esattamente l'esito che la dottrina esclude, e determinerebbe una spirale di riduzioni successive prive di fondamento valutativo;

ii) nel campione citato l'80% delle aggiudicazioni a sconto è avvenuto in esperimenti di vendita successivi al primo, mentre la base d'asta stimata nella presente relazione è quella del primo esperimento. Nel 69,0% dei casi di aggiudicazione al pieno valore di stima era inoltre presente un contratto d'affitto d'azienda preesistente. Nel caso in esame non vi è un affittuario e tale argomento non può essere invocato; l'attività è tuttavia in esercizio, condotta direttamente dalla curatela, e il complesso viene offerto in funzionamento, con i dati contabili e operativi dell'esercizio provvisorio a disposizione degli offerenti;

iii) il medesimo campione esclude per costruzione i complessi aziendali di valore di stima inferiore a 250.000 euro, ossia una classe dimensionale ben più elevata di quella nella quale ricade il Ramo d'Azienda, il cui valore di mercato è stimato al § 4.6 in 7.848 euro;

iv) le caratteristiche dei beni che compongono il perimetro conducono, secondo i criteri indicati dall'OIV, a uno sconto contenuto e non elevato. L'OIV segnala infatti che "*maggiore è il valore unitario del bene, maggiore è lo sconto in genere riconosciuto in sede di liquidazione del bene stesso*" e che concorre a determinare lo sconto anche "*l'effetto portafoglio*", ossia la circostanza che occorra dismettere una pluralità di beni simili[34]. Nel caso in esame il valore unitario è esiguo (il valore netto contabile dell'intera dotazione è pari a 3.092 euro) e non ricorre alcun effetto portafoglio, trattandosi di beni destinati a essere ceduti unitariamente con l'esercizio e non separatamente sul mercato dell'usato.

Infine, la dottrina individua fra le condizioni che generano lo sconto la circostanza che il bene sia "*facilmente sostituibile tramite l'acquisto di beni similari in condizioni ordinate di mercato*", tanto che "*in assenza di un interesse particolare per il bene oggetto di cessione, i potenziali acquirenti non hanno alcun incentivo ad acquisire il bene in sede di asta fallimentare se non la riduzione di prezzo che possono spuntare*"; specularmente, "*quanto più il bene oggetto di cessione è un bene unico, privo di beni sostituti sul mercato, tanto maggiore è la concorrenza fra i potenziali partecipanti all'asta*"[35]. Nel caso in esame l'oggetto della cessione non è un insieme di attrezzature fungibili, ma la disponibilità di un esercizio autorizzato e in funzione, in un locale di cui il cessionario subentra nella locazione. Si tratta, in questa specifica accezione tecnica, di un bene non facilmente sostituibile nel breve termine, la cui unicità opera nel senso di comprimere lo sconto e non di ampliarlo. Coerentemente, l'evidenza empirica internazionale relativa alle aste di aziende in funzionamento, a differenza di quella relativa alla cessione

[34] OIV, DP-OIV-1/2025, cit., § 127, ove si elencano fra gli elementi che concorrono a determinare lo sconto per ricavare il valore di liquidazione dal valore di mercato dei beni materiali: *"a) l'età e la vita residua dell'attività. Normalmente se la vita residua è ridotta, già il valore di mercato riflette un valore prossimo allo scrap value. In questi casi lo sconto per ricavare il valore di liquidazione può essere molto ridotto"*; *"d) il valore unitario del bene. Maggiore è il valore unitario del bene, maggiore è lo sconto in genere riconosciuto in sede di liquidazione del bene stesso"*; *"e) l'effetto portafoglio. Quanto maggiori sono i beni simili da dover dismettere tanto minore è la capacità del mercato di assorbirli e quindi tanto maggiore è lo sconto"*.

[35] M. Bini, *La valutazione delle aziende in crisi*, cit., § 5.12, ove fra i parametri che governano lo scarto fra prezzo base d'asta e valore di liquidazione forzata è indicata *"la rarità del bene oggetto di cessione. Quanto più il bene oggetto di cessione è un bene unico, privo di beni sostituti sul mercato, tanto maggiore è la concorrenza fra i potenziali partecipanti all'asta"*.

atomistica di singole attività, non rileva sconti significativi rispetto al valore fondamentale[36]. Rispetto a tale evidenza, dunque, la misura del 14% qui adottata si colloca in senso prudenziale.

Va infine affrontata espressamente l'obiezione speculare, secondo la quale il 14% costituirebbe piuttosto un limite inferiore, in quanto lo studio dal quale è tratto misura lo sconto su pacchetti azionari di società quotate, cioè su attività dotate di un mercato secondario e di un prezzo osservabile, mentre un pubblico esercizio con un solo locale ne è privo. L'obiezione non è condivisa per due ragioni, già illustrate nei paragrafi precedenti e qui richiamate unitariamente. In primo luogo, la minore negoziabilità ordinaria del Ramo d'Azienda non deve essere colta dallo sconto, in quanto è già incorporata nella base cui esso si applica, che è il valore di mercato *as is* e non un valore fondamentale (§ 3.1). In secondo luogo, l'evidenza empirica specificamente riferita alle aste di aziende in funzionamento non rileva sconti significativi e non è dunque idonea a fondare una misura superiore. Resta fermo quanto osservato in apertura del presente paragrafo e al § 1.5 sul grado di approssimazione che caratterizza la stima dello sconto.

Lo scrivente adotta pertanto uno sconto per cessione in sede di asta pubblica pari al 14%, applicato all'intero valore di mercato *as is* del Ramo d'Azienda stimato al § 4.6.

[36] B. E. Eckbo, K. S. Thorburn, *Automatic bankruptcy auctions and fire-sales*, Journal of Financial Economics, vol. 89, 2008, pp. 404-422, richiamati in M. Bini, *La valutazione delle aziende in crisi*, cit., § 5.8, secondo cui *"si registrano sconti solo quando oggetto di vendita in asta sono le singole attività e non l'azienda in funzionamento"* e *"anche nonostante si tratti di imprese in settori in crisi o in tensione finanziaria grave non si registrano nelle vendite in asta sconti rispetto al valore fondamentale"*.

4 STIMA DEL VALORE DI SMOBILIZZO IN LIQUIDAZIONE FORZATA

4.1 L'ARCHITETTURA DELLA STIMA

Coerentemente con quanto illustrato al § 3.1, la stima si articola nei seguenti passaggi:

i) stima del patrimonio netto rettificato (§ 4.2);

ii) stima del reddito medio-normale atteso (§ 4.3);

iii) stima del costo del capitale (§ 4.4);

iv) determinazione della durata del reddito differenziale (§ 4.5);

v) determinazione del valore di mercato *as is* del Ramo d'Azienda mediante il metodo misto (§ 4.6);

vi) applicazione dello sconto per cessione in sede di asta pubblica per pervenire al valore di smobilizzo in liquidazione forzata (§ 4.7).

Il metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento stima il valore di mercato *as is* del Ramo d'Azienda mediante la somma del patrimonio netto rettificato e del valore attuale del reddito differenziale atteso per un numero determinato di anni, secondo la seguente formula[37]:

$$W = K + G, \text{ con } G = (R - coe \times K) \times a(n; coe) \text{ e } a(n; coe) = [1 - (1 + coe)^{-n}] / coe$$

dove:

i) K = patrimonio netto rettificato del Ramo d'Azienda, espresso a valori correnti (§ 4.2);

ii) R = reddito medio-normale atteso del Ramo d'Azienda, al netto delle imposte, ossia il risultato operativo defiscalizzato (*net operating profit after taxes*, NOPAT) (§ 4.3);

iii) coe = costo del capitale proprio *unlevered*, stimato con il *Capital Asset Pricing Model* in versione *modified* (§ 4.4);

iv) n = durata, in anni, del reddito differenziale (§ 4.5);

v) G = avviamento, pari al valore attuale del reddito differenziale lungo n anni (§§ 4.5 e 4.6).

Il termine (R − coe × K) rappresenta il *reddito differenziale*, ossia la differenza tra il reddito medio-normale atteso e la remunerazione normale del patrimonio investito al costo del capitale. Qualora il reddito

[37] PIV III.1.33; Guatri L., Bini M., *La valutazione delle aziende*, cit., § 12.1.1, pp. 337-338, ove la formula è espressa come somma del patrimonio netto rettificato e di un goodwill pari al valore attuale, su un numero di anni n, del reddito differenziale (R − i"K). Nella prassi originaria del metodo l'orizzonte n è compreso fra 3 e 5 anni e ha un significato prudenziale, trattandosi di una *stima per difetto* dell'avviamento. Nella notazione di Guatri-Bini il tasso i" indica il costo del capitale proprio applicato al patrimonio netto rettificato e il tasso i' il tasso di attualizzazione del reddito differenziale; nella notazione adottata dal Razionale dei PIV 2026 i due simboli sono invertiti. Per differenziali positivi i' è il tasso comprensivo del premio per il rischio e i due tassi coincidono. Per evitare ambiguità nella presente relazione si è preferito indicare il tasso con la sigla coe.

differenziale sia positivo, il Ramo d'Azienda esprime un sovra-reddito e dunque un avviamento positivo; qualora sia negativo, esso esprime invece un *badwill*, ossia una capacità reddituale insufficiente a remunerare il capitale investito. Come si vedrà, nel caso in esame il reddito differenziale è positivo.

Poiché l'orizzonte del reddito differenziale è limitato, il patrimonio netto rettificato non si elide nella formula. Sviluppando i termini si ottiene infatti W = R × a(n; coe) + K × (1 + coe)^−n, ossia il valore attuale del reddito medio-normale per n anni, più il valore attuale del capitale investito, che si assume recuperato al suo valore al termine dell'orizzonte. Ne consegue che il risultato dipende dalla stima di K, di cui si dà conto al § 4.2.

Poiché il Ramo d'Azienda è ceduto privo di qualunque passività finanziaria e privo di capitale circolante, la stima è condotta in una configurazione *unlevered* (*full equity*). Il costo medio ponderato del capitale coincide pertanto con il costo del capitale proprio *unlevered* e il reddito da impiegare è il risultato operativo defiscalizzato. I PIV legittimano espressamente tale coppia di grandezze, ammettendo la capitalizzazione del "*risultato operativo disponibile al netto delle imposte che pagherebbe l'azienda se non fosse indebitata*" ad un tasso pari al "*costo dei mezzi propri unlevered*"[38].

4.2 IL PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO

Il patrimonio netto rettificato (K) dovrebbe essere determinato mediante la stima a valori correnti dei singoli elementi patrimoniali compresi nel perimetro del Ramo d'Azienda alla Data di Riferimento. Trattandosi di un ramo ceduto privo di passività e privo di capitale circolante (§ 2.2), K coincide con il valore corrente dei beni mobili, degli impianti e delle attrezzature trasferiti.

Alla data della presente relazione non risultano agli atti né l'inventario né la stima di tali beni alla Data di Riferimento. In loro assenza K è stato assunto, in via convenzionale, al valore netto contabile dei cespiti iscritti nel registro dei beni ammortizzabili al 31 dicembre 2025 e dunque ai valori residui dell'ammortamento fiscale, nell'ipotesi che essi esprimano in misura accettabile il valore d'uso dei beni.

Tabella 3: Determinazione del patrimonio netto rettificato

(€)	Valore netto contabile	Vita utile residua (anni)	Ammortamento annuo
Mobili e arredamento	1.147	6,0	191
Impianti specifici	1.794	8,0	224
Registratore di cassa	0	1,0	0
Registratore telematico (2024)	150	6,0	25
Patrimonio netto rettificato [K]	**3.092**	**7,2**	**440**
Ammortamento annuo in % del valore netto contabile	*14,2%*		

[38] PIV, edizione 2026 in consultazione pubblica, III.1.31, secondo cui le valutazioni reddituali sono basate *"sulla capitalizzazione del reddito netto distribuibile di lungo periodo (o del risultato operativo disponibile al netto delle imposte che pagherebbe l'azienda se non fosse indebitata) dell'azienda o del ramo di azienda oggetto di stima, ad un tasso espressivo del costo-opportunità dei mezzi propri (o del costo medio ponderato del capitale o del costo dei mezzi propri unlevered con separata valutazione dei benefici fiscali dell'indebitamento)"*.

Il registro comprende i beni mobili e gli impianti specifici di cui all'allegato A dell'atto di cessione del 2022, il registratore di cassa, interamente ammortizzato, e il registratore telematico acquistato nel 2024. La vita utile residua dei cespiti, stimata dallo scrivente in funzione della vita utile a nuovo e dell'età stimata dei beni, risulta in media ponderata pari a 7,2 anni e l'ammortamento annuo a vita residua è pari a 440 euro, ossia al 14,2% del valore netto contabile, ordine di grandezza coerente con un consumo economico lineare dei beni nel tempo.

L'assunzione adottata presenta i seguenti limiti, dei quali va dato conto:

i) il valore netto contabile non è un valore corrente. La dotazione effettiva del punto vendita non è inventariata e non è escluso che comprenda beni ulteriori rispetto a quelli iscritti nel registro, che la curatela non ha individuato né distinto da eventuali beni di terzi (§ 4.9). L'omissione di tali beni opera in senso prudenziale, in quanto riduce K e con esso il valore stimato;

ii) il valore è riferito al 31 dicembre 2025, mentre la Data di Riferimento è il 25 agosto 2026. Il consumo economico dei cespiti nei 237 giorni intercorsi è pari a 286 euro e il suo effetto sul valore di mercato, pari a 190 euro, opera in senso opposto, riducendo il valore di mercato di tale importo; l'effetto è inferiore al 3% del valore stimato e non è stato apportato;

iii) poiché K non si elide, l'incidenza della sua stima sul risultato non è trascurabile. Ogni euro di K entra nel valore di mercato per 0,663 euro e il patrimonio netto rettificato rappresenta il 39,4% del valore di mercato stimato al § 4.6.

Coerentemente con la configurazione di valore ricercata, K è stato assunto al netto dell'avviamento e senza autonoma evidenziazione di beni immateriali specifici, la cui espressione di valore è rimessa integralmente alla componente reddituale della formula. L'avviamento iscritto a seguito dell'acquisto dell'azienda nel 2022, che la Società ha ammortizzato in 5 esercizi, non è dunque compreso in K. Tale impostazione evita duplicazioni tra la componente patrimoniale e quella reddituale del valore ed è imposta, nel caso in esame, dalla natura dell'avviamento del Ramo d'Azienda. Come illustrato ai §§ 2.1 e 2.4, esso non è riconducibile ad un marchio dotato di notorietà autonoma né ad altro intangibile specifico separabile, bensì alla disponibilità dei locali e al flusso di clientela che essi intercettano.

Il valore netto contabile non è un valore di pronto realizzo ex art. 518 c.p.c. e non incorpora abbattimenti riconducibili alla natura forzata della vendita. L'applicazione dello sconto per cessione in sede di asta pubblica al valore del complesso (§ 4.7) non determina pertanto alcuna duplicazione dello sconto sulla componente patrimoniale.

4.3 IL REDDITO MEDIO-NORMALE ATTESO

In assenza di qualunque documento prospettico di fonte aziendale, il reddito medio-normale atteso è stato stimato secondo l'approccio della proiezione dei risultati storici normalizzati[39], sull'assunto, coerente con la configurazione di valore *as is* ricercata, che il livello di reddito raggiungibile sulla base delle condizioni di produzione in essere alla Data di Riferimento coincida con il più probabile livello di reddito atteso per il futuro. Come precisa la dottrina, i risultati storici "*pur apparendo a prima vista la dichiarata negazione di qualsiasi tentativo di previsione e di proiezione, non rimangono invece privi di significato se correttamente interpretati, se, cioè, sono intesi come ragionata conferma dei risultati raggiunti nel recente passato*"[40].

La Società esercita un'unica attività in un'unica unità locale, cosicché il risultato operativo del Ramo d'Azienda coincide con quello della Società, quale risulta dalla riclassificazione esposta al § 2.5. Sono stati considerati gli esercizi 2023, 2024 e 2025 e l'esercizio 2026, ricostruito a partire da due situazioni parziali. L'esercizio 2022, iniziato il 19 aprile, non è confrontabile in quanto parziale ed è stato escluso.

Per il 2026 si dispone della situazione contabile ordinaria dal 1° gennaio al 19 maggio (139 giorni) e del bilancio dell'esercizio provvisorio dal 14 maggio al 25 agosto (104 giorni). I risultati dei due periodi sono stati sommati e annualizzati con un coefficiente pari a 1,502, rapporto fra i 365 giorni dell'anno e i 243 giorni coperti dalle due situazioni. Le situazioni si sovrappongono per 6 giorni, dal 14 al 19 maggio, nei quali l'attività ha continuato ad essere esercitata; poiché i giorni sono computati due volte sia nei valori sia nei giorni di riferimento, l'annualizzazione non ne risulta distorta. Il costo del lavoro non è invece annualizzato, ma è determinato come illustrato di seguito.

La normalizzazione è stata condotta in tre passaggi. In primo luogo, sono stati rettificati i componenti positivi e negativi di natura straordinaria e non ripetibile e le poste che non attengono alla gestione operativa. In secondo luogo, è stato ricostruito il costo del lavoro effettivo del Ramo d'Azienda, includendo il lavoro del socio non retribuito. In terzo luogo, sono stati normalizzati l'incidenza dei consumi e il canone di locazione.

Tabella 4: Normalizzazione del risultato operativo

(€)	2023A	2024A	2025A	2026E
EBIT del Ramo d'Azienda	**37.665**	**22.190**	**21.844**	**18.583**
Rettifiche				
Consulenze straordinarie	754	0	0	0
Sopravvenienze attive	0	0	0	(3.992)
Sopravvenienze passive	0	0	0	450

[39] Sull'approccio della proiezione dei risultati ai fini della stima del reddito medio-normale si veda Guatri L., Bini M. (2009), *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, cit., pp. 481-486.

[40] Guatri L., Bini M., *La valutazione delle aziende*, cit., § 10.2.3, ove si aggiunge che *"anche la semplice conferma esige, a ben vedere, una proiezione, che conclude affermando la stazionarietà dei flussi reddituali già raggiunti"* e che *"in talune situazioni (non poi tanto rare) non vi sono elementi idonei per definire ragionevoli ipotesi di variazione dei flussi nell'uno o nell'altro senso"*.

(€)	2023A	2024A	2025A	2026E
Ammortamento dell'avviamento	6.200	6.200	6.200	3.547
Rettifica del costo del lavoro	1.792	(4.710)	1.743	(27.922)
Lavoro del socio non retribuito	(34.302)	(34.302)	(34.302)	(13.815)
Normalizzazione dei consumi	(6.633)	17.774	15.791	19.094
Rettifica del canone di locazione	0	0	0	(3.070)
EBIT normalizzato	**5.475**	**7.153**	**11.276**	**(7.126)**
% dei ricavi	*2,7%*	*3,7%*	*5,7%*	*(3,6%)*
Imposte sul risultato operativo	(1.528)	(1.996)	(3.146)	0
NOPAT normalizzato	**3.948**	**5.157**	**8.130**	**(7.126)**
(x) Peso attribuito	1	1	1	1
EBIT medio-normale atteso				4.195
NOPAT medio-normale atteso [R]				**2.527**

Le rettifiche apportate sono le seguenti:

i) consulenze straordinarie: le consulenze straordinarie dell'esercizio 2023, per 754 euro, non sono ricorrenti;

ii) sopravvenienze attive e passive: nel 2026 sono stati neutralizzati i corrispettivi della piattaforma Just Eat anteriori al 14 maggio ma incassati nell'esercizio provvisorio, per 2.057,80 euro e il versamento di 600 euro effettuato ai sensi dell'art. 146, comma 1, lett. b), CCII, contabilizzati come sopravvenienze attive, nonché la prima rata della definizione agevolata dei carichi affidati all'agente della riscossione, per 299,51 euro, contabilizzata tra gli oneri diversi. Gli importi, annualizzati con il coefficiente di cui sopra, sono pari a 3.992 euro in diminuzione e a 450 euro in aumento del risultato operativo;

iii) ammortamento dell'avviamento: l'ammortamento dell'avviamento pagato nel 2022, pari a 6.200 euro l'anno e a 3.547 euro nel 2026E, è stato ripreso, essendo l'avviamento stimato autonomamente nella formula del metodo misto;

iv) costo del lavoro: la rettifica che riporta il costo del lavoro contabilizzato al costo effettivo ricostruito dai prospetti paga, di cui si dà conto di seguito;

v) lavoro del socio non retribuito: la valorizzazione del lavoro prestato da un socio fino alla sua assunzione, di cui si dà conto di seguito;

vi) incidenza dei consumi: la normalizzazione dell'incidenza dei consumi sui ricavi, di cui si dà conto di seguito;

vii) canone di locazione: nel 2026 il canone contabilizzato è inferiore a quello contrattuale e la differenza, pari a 3.070 euro, è stata imputata al periodo.

Il costo del lavoro contabilizzato non esprime il costo effettivo del Ramo d'Azienda. I prospetti paga del consulente del lavoro riportano per ciascun esercizio il costo complessivo del personale, comprensivo dei contributi, che nella contabilità sono già inclusi nelle retribuzioni, e del trattamento di fine rapporto, che la

contabilità rileva separatamente, ma non per gli esercizi 2025 e 2026. Le retribuzioni di agosto 2024, per 4.786 euro, non risultano inoltre contabilizzate. La differenza fra i due importi, esposta nella tabella che segue, è stata portata a rettifica del risultato operativo.

Tabella 5: Rettifica del costo del lavoro

(€)	2023A	2024A	2025A	2026E
Costo del lavoro da prospetti paga	58.284	45.835	44.006	85.022
(-) Costo del personale contabilizzato	(60.076)	(41.125)	(45.749)	(57.100)
Rettifica in aumento del costo del lavoro	**(1.792)**	**4.710**	**(1.743)**	**27.922**
di cui TFR di competenza non accantonato	*46*	*(77)*	*2.078*	*3.996*

Per il 2026 il costo del lavoro è determinato sommando il costo effettivo dal 1° gennaio al 25 agosto, desunto dai prospetti paga e dai cedolini e pari a 45.697 euro, di cui 18.166 euro relativi al periodo ordinario e 27.531 euro all'esercizio provvisorio, e il costo proiettato per i restanti 128 giorni dell'anno. La proiezione è effettuata sulla base dell'ultimo costo mensile noto, relativo al mese di settembre 2026 e pari a 9.345 euro, ed è pari a 39.324 euro. L'importo così ottenuto, pari a 85.022 euro, è sostenuto da tre riscontri: il costo del mese di agosto 2026 risultante dai cedolini, pari a 8.657 euro, il costo medio mensile del periodo giugno-settembre 2026, pari a 8.715 euro, e la stima del costo mensile a regime formulata dalla curatela, pari a 8.700 euro. La rettifica in aumento del costo del lavoro 2026E è pari a 27.922 euro.

La rettifica combina grandezze rilevate su basi non omogenee. Il costo effettivo fino al 25 agosto è a consuntivo, ma rilevato in parte per cassa e in parte per competenza e la parte residua è una proiezione. La circostanza è richiamata fra le limitazioni di cui al § 1.5.

Tabella 6: Costo del lavoro 2026E e lavoro del socio non retribuito

(€)	Valore
Costo effettivo da prospetti paga, periodo ordinario (1.1-13.5.26)	18.166
Costo effettivo da prospetti paga, esercizio provvisorio (14.5-25.8.26)	27.531
Costo effettivo dal 1.1 al 25.8.26	**45.697**
Ultimo costo mensile noto (settembre 2026)	9.345
Giorni da proiettare dal 26.8 al 31.12.26 (n.)	128
Costo proiettato per i giorni residui	39.324
Costo del lavoro 2026E, effettivo e proiettato	**85.022**
(-) Costo del personale contabilizzato e annualizzato	(57.100)
Rettifica in aumento del costo del lavoro 2026E	**27.922**
Costo mensile del socio non retribuito fino al 27.5.26	2.858
Costo annuo figurativo del socio	34.302
Giorni di lavoro non retribuito nel 2026 (n.)	147
Costo figurativo del lavoro del socio nel 2026E	**13.815**

Come anticipato, il risultato operativo storico non remunera il lavoro del socio Sarkar Adhir, il quale ha prestato la propria attività senza percepire una retribuzione fino alla sua assunzione, con mansioni di pizzaiolo, a tempo pieno e al quarto livello di inquadramento, avvenuta il 28 maggio 2026. Il costo mensile della posizione, desunto dal rapporto di lavoro così instaurato, è pari a 2.858 euro, comprensivo di

retribuzione lorda, oneri contributivi e trattamento di fine rapporto, e il costo annuo è pari a 34.302 euro. Tale importo è stato applicato agli esercizi 2023, 2024 e 2025 e, per i 147 giorni dal 1° gennaio al 27 maggio, all'esercizio 2026, per 13.815 euro. L'assunzione sottostante, ossia che il medesimo impegno sia stato prestato negli esercizi anteriori all'assunzione, è desunta dall'ordinaria operatività dell'esercizio e dalla sua successiva assunzione a tempo pieno ed è richiamata fra le limitazioni di cui al § 1.5. Il costo del socio Biswas Sujoy, dipendente della Società dal 27 marzo 2024, è invece già contabilizzato.

L'incidenza dei consumi sui ricavi, pari al 35,9% nel 2023, risulta pari al 48,4% nel 2024, al 47,1% nel 2025 e al 55,6% nel periodo ordinario del 2026 e scende al 39,1% nell'esercizio provvisorio, a fronte di ricavi sostanzialmente stabili. Lo scrivente ha normalizzato l'incidenza dei consumi al livello dell'esercizio provvisorio, pari al 39,1%, per le seguenti ragioni. Si tratta dell'unico periodo nel quale gli acquisti sono gestiti dalla curatela e documentati dalle relative fatture, a parità di prodotti, di ubicazione e di organizzazione dell'attività. Il livello è inoltre prossimo a quello rilevato nel 2023 e si colloca pertanto all'interno dell'intervallo osservato nella gestione ordinaria. Gli incrementi dell'incidenza registrati negli esercizi successivi non sono accompagnati da una variazione dei ricavi e lo scrivente non dispone di elementi che ne consentano la riconduzione ad una struttura di costo ripetibile; essi possono derivare dall'imputazione di acquisti non inerenti alla gestione, dalla mancata rilevazione delle rimanenze o da altre cause che la documentazione non permette di accertare. La curatela ha del resto segnalato l'elevata incidenza degli acquisti, pari al 38,7% dei ricavi, fra le criticità della gestione, cosicché il livello adottato non incorpora alcun miglioramento. La rettifica è determinante ai fini della stima, poiché in sua assenza il reddito medio-normale risulterebbe negativo.

Le imposte sul risultato operativo sono state calcolate applicando un'aliquota del 27,9%, corrispondente alla somma dell'IRES (24%) e dell'IRAP (3,9%), essendo il risultato operativo soggetto ad entrambi i tributi. Coerentemente con l'impostazione *unlevered* del § 4.1, l'aliquota è applicata al risultato operativo e non è stato riconosciuto alcuno scudo fiscale su oneri finanziari. Il risultato normalizzato del 2026E è negativo e non genera alcuna imposta, né alcun credito d'imposta.

Ai risultati dei quattro esercizi è stato attribuito il medesimo peso. La dottrina segnala infatti che "*l'arbitrarietà della ponderazione [...] induce talora a preferire medie semplici*"[41] e nel caso in esame la media semplice è stata preferita per due ragioni. Da un lato, la serie non consente di individuare un andamento tendenziale sul quale fondare pesi differenziati, in quanto l'esercizio 2022 è parziale e l'esercizio 2026 è ricostruito da situazioni parziali. Dall'altro, l'esercizio 2026 è il solo a esprimere la struttura di costo del lavoro che un

[41] Guatri L., Bini M., *La valutazione delle aziende*, cit., § 10.2.2, ove si osserva che *"l'arbitrarietà della ponderazione (che, pur ispirata alla diversa credibilità dei risultati, è inevitabilmente discrezionale nella scelta dei «pesi») induce talora a preferire medie semplici, e più spesso induce alla ricerca di soluzioni non meccaniche, ma intuitive e fondate sul tentativo di percepire le tendenze in atto"* e che il reddito medio-normale deve esprimere *"un livello di flusso non effimero, ma destinato ragionevolmente a perdurare"*.

acquirente dovrà sostenere, con 4 addetti retribuiti, e l'attribuzione ad esso di un peso inferiore a quello degli esercizi storici, nei quali il lavoro del socio non era remunerato, non sarebbe giustificata.

Le rettifiche descritte conducono pertanto alla stima di un risultato operativo medio-normale atteso di 4.195 euro e di un reddito operativo medio-normale atteso al netto delle imposte (NOPAT) pari a 2.527 euro, corrispondente al 1,3% dei ricavi medi del periodo considerato, pari a 198.236 euro.

4.4 IL COSTO DEL CAPITALE

Il costo del capitale proprio *unlevered*, che nella formula del metodo misto misura la remunerazione normale attesa sul patrimonio investito e, al tempo stesso, il tasso di attualizzazione del reddito differenziale, è stato stimato mediante il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) nella sua versione *modified*, per tener conto del rischio specifico connesso alla dimensione del Ramo d'Azienda. Coerentemente con la natura di *exit price* della configurazione ricercata e con la circostanza che il Ramo d'Azienda sarà ceduto privo di qualunque passività finanziaria, si è adottata una configurazione *unlevered* (*full equity*), ovvero si ipotizza che l'acquirente in sede d'asta non riconosca nel prezzo i benefici fiscali connessi a un'eventuale acquisizione a leva[42], cosicché il costo medio ponderato del capitale coincide con il costo del capitale proprio. La relazione utilizzata è la seguente:

$$coe = rf + \beta u \times ERP + SSP$$

dove:

i) rf = tasso privo di rischio (*risk free rate*), pari al rendimento lordo medio degli ultimi 12 mesi dei Buoni del Tesoro Poliennali a 10 anni al 25 agosto 2026, di fonte Factset, pari al 3,63%[43];

ii) βu = coefficiente *beta unlevered*, espressivo del rischio sistematico dell'attività, pari a 0,448. Esso è stato ricostruito come media dei *beta unlevered* di un campione di 4 società quotate operanti nel settore della ristorazione (Yum! Brands, Inc., Domino's Pizza, Inc., Papa John's International, Inc. e AmRest Holdings SE) i cui *beta levered*, stimati su un orizzonte di 3 anni con frequenza settimanale rispetto all'indice di quotazione, sono stati corretti secondo Blume e successivamente

[42] Nella stima del valore di smobilizzo in liquidazione forzata si adotta convenzionalmente una configurazione *unlevered* del costo del capitale, in quanto il prezzo che si forma in asta riflette la prospettiva di un generico partecipante al mercato che non capitalizza gli scudi fiscali del debito.

[43] Fonte: Factset. Rendimento lordo medio degli ultimi 12 mesi dei Buoni del Tesoro Poliennali a 10 anni alla data del 25 agosto 2026. L'impiego della media a 12 mesi, in luogo del rendimento puntuale alla Data di Riferimento, è coerente con la natura di parametro strutturale del tasso privo di rischio nella stima di un valore fondato su un reddito medio-normale e riduce l'incidenza sulla stima della volatilità di breve periodo dei rendimenti dei titoli di Stato. Il rischio-Paese è incorporato nel tasso privo di rischio, costituito dal rendimento del titolo di Stato italiano, e non nel premio per il rischio azionario.

unlevered con la formula di Hamada, impiegando per ciascuna società il rispettivo rapporto di indebitamento e la rispettiva aliquota fiscale[44];

iii) ERP = premio per il rischio azionario (*equity risk premium*), pari al 5,50%, corrispondente al premio implicito in un mercato maturo stimato da KPMG alla Data di Riferimento[45];

iv) SSP = premio per il rischio dimensionale (*small size premium*), pari all'8,60%, corrispondente al premio riferito al decimo decile dimensionale di fonte Kroll[46].

Tabella 7: Campione di società quotate comparabili per la stima del beta

Società	Beta levered	Beta adjusted	D/E	Aliquota	Beta unlevered
Yum! Brands, Inc.	0,340	0,560	0,29	25,6%	0,460
Domino's Pizza, Inc.	0,668	0,778	0,40	25,6%	0,599
Papa John's International, Inc.	0,838	0,892	1,10	25,6%	0,490
AmRest Holdings SE	0,644	0,763	2,64	19,0%	0,243
Media	**0,622**	**0,748**	**1,11**	**24,0%**	**0,448**

Tabella 8: Costo del capitale al 25.8.2026

Descrizione	Valore
Risk free rate (rf)	3,63%
Beta unlevered	0,448
Equity risk premium (ERP)	5,50%
Small size premium (SSP)	8,60%
Costo del capitale proprio unlevered [coe]	**14,70%**

Il costo del capitale proprio *unlevered* del Ramo d'Azienda è pertanto stimato pari a 14,70%. Si segnala che, poiché i rendimenti delle società *small cap* osservati sul mercato possono essere influenzati anche dalla minore liquidità dei relativi titoli, non si è stimato separatamente, all'interno del costo del capitale, un ulteriore premio per il rischio di liquidità, così da non duplicare nel tasso una componente in parte già colta dal premio dimensionale. Per la medesima ragione non è stato applicato alcuno sconto per la ridotta negoziabilità dell'attività non quotata, che è concetto distinto dal premio dimensionale e che, come chiarito al § 3.1, è già riflesso nel valore di mercato *as is*. Coerentemente, l'OIV precisa che "*l'applicazione di sconti equivale sotto il*

[44] Fonte: Factset, dati al 25 agosto 2026, su 157 osservazioni settimanali dal 25 agosto 2023 rispetto all'indice di quotazione di ciascuna società (S&P 500 per le società statunitensi e WIG per AmRest Holdings). I *beta levered* grezzi del campione risultano pari a 0,340 (Yum! Brands), 0,668 (Domino's Pizza), 0,838 (Papa John's International) e 0,644 (AmRest Holdings); corretti secondo Blume nella formulazione beta × 2/3 + 1/3 essi risultano pari rispettivamente a 0,560, 0,778, 0,892 e 0,763; *unlevered* secondo la formula di Hamada, beta unlevered = beta levered / [1 + D/E × (1 − t)], impiegando i rapporti debito/mezzi propri di ciascuna società (rispettivamente 0,29, 0,40, 1,10 e 2,64) e le rispettive aliquote fiscali, essi risultano pari a 0,460, 0,599, 0,490 e 0,243, con una media di 0,448.

[45] KPMG, *Equity Market Risk Premium - Research Summary*, al 30 giugno 2026.

[46] Kroll, *International Guide to Cost of Capital 2023*, decimo decile dimensionale; si tratta dell'edizione dello studio disponibile allo scrivente alla data della presente relazione. Il premio è stato determinato in funzione della dimensione del Ramo d'Azienda, misurata dai ricavi dell'esercizio 2026, pari a 0,2 mln€: si tratta della classe dimensionale più bassa fra quelle rilevate, cosicché il premio impiegato è il massimo previsto dallo studio.

profilo della sostanza economica ad una maggiorazione del tasso di attualizzazione e quindi nel caso in cui si applichino sconti non è necessaria alcuna maggiorazione del tasso di attualizzazione"[47]. Nella presente relazione lo sconto proprio della vendita forzata è applicato al valore (§ 4.7) e non al tasso.

4.5 LA DURATA DEL REDDITO DIFFERENZIALE

La determinazione della durata del reddito differenziale costituisce il passaggio metodologicamente più delicato della stima, in quanto essa esprime il numero di anni per i quali si ritiene ragionevole che il Ramo d'Azienda mantenga un differenziale positivo rispetto alla remunerazione normale del capitale investito. I PIV impongono all'esperto un obbligo specifico sul punto, prescrivendo che "*nella valutazione delle aziende, o dei rami di azienda, è frequentemente assunto un orizzonte illimitato. L'Esperto di valutazione, tuttavia, deve controllare che tale assunzione sia fondata nello specifico caso, ed in caso contrario, segnalare i criteri seguiti per la delimitazione della vita utile*"[48].

La verifica richiesta dai PIV assume nel caso in esame un rilievo particolare, in quanto l'avviamento del Ramo d'Azienda è pressoché integralmente riconducibile alla disponibilità dei locali di Via Gramsci n. 272 (§§ 2.1 e 2.4), la quale poggia su un contratto di locazione di durata determinata. Il contratto, stipulato il 19 aprile 2017, ha avuto durata di 6 anni dal 1° maggio 2017 al 30 aprile 2023 ed è soggetto a rinnovo automatico per un egual periodo in assenza di disdetta (§ 2.3). Nel fascicolo non risultano disdette né l'atto di rinnovo registrato; il contratto si presume pertanto rinnovato fino al 30 aprile 2029, ossia per poco meno di 3 anni dalla Data di Riferimento della valutazione. Alla seconda scadenza il locatore non è soggetto ai limiti che l'art. 29 della L. 392/1978 pone al diniego di rinnovazione alla prima scadenza e può dunque negare il rinnovo senza addurre motivi.

Lo scrivente ha pertanto adottato la variante del metodo misto con capitalizzazione del reddito differenziale su un orizzonte limitato di 3 anni, che approssima la durata residua del contratto e non ipotizza alcun rinnovo oltre il 30 aprile 2029. La dottrina, che nell'impostazione originaria del metodo colloca l'orizzonte fra 3 e 5 anni, attribuisce a tale scelta un significato prudenziale. Le ragioni per le quali l'orizzonte è stato così delimitato sono le seguenti:

i) l'orizzonte coincide con la durata residua del godimento dei locali, che è l'unico elemento di fatto del quale sia documentata la durata. I PIV riconoscono che l'adozione di un orizzonte limitato può essere dovuta "*a condizioni di fatto, come il venir meno di risorse naturali, di concessioni o di diritti d'uso*"

---

[47] OIV, DP-OIV-1/2025, cit., § 109, lett. b).

[48] PIV, edizione 2026 in consultazione pubblica, III.1.13. Il Razionale ai medesimi principi precisa che *"l'adozione di un orizzonte limitato può essere dovuta a condizioni di fatto, come il venir meno di risorse naturali, di concessioni o di diritti d'uso, oppure come la naturale conclusione di un programma"* e che *"è allora compito dell'esperto di valutazione individuare, in funzione delle limitazioni oggettive, quale sia l'orizzonte da assumere per la stima"*. Si veda altresì il principio III.6.6 della medesima edizione, il quale, in tema di vita utile residua, precisa che *"la stima della vita utile residua richiede un'analisi dei fattori legali, tecnologici, funzionali ed economici"*.

ed è "*compito dell'esperto di valutazione individuare, in funzione delle limitazioni oggettive, quale sia l'orizzonte da assumere per la stima*";

ii) il rinnovo del contratto alla seconda scadenza dipende dalla volontà del locatore. Ipotizzare un rinnovo ulteriore equivarrebbe a valorizzare un diritto del quale il Ramo d'Azienda non dispone;

iii) l'avviamento del Ramo d'Azienda non è sostenuto da elementi che ne garantiscano la persistenza al di fuori della disponibilità dei locali, quali un marchio autonomo, un portafoglio clienti contrattualizzato o una tecnologia proprietaria (§ 2.1);

iv) alla cessazione del rapporto di locazione per fatto non imputabile al conduttore l'art. 34 della L. 392/1978 ricollega un'indennità per la perdita dell'avviamento commerciale pari a 18 mensilità dell'ultimo canone, quantificabile in 20.376 euro[49]. L'indennità spetterebbe all'aggiudicatario quale subentrante nel contratto e non è stata computata nella stima, cosicché la scelta opera in senso prudenziale;

v) il rischio di mancato rinnovo è rappresentato dalla delimitazione dell'orizzonte e non è stato riflesso una seconda volta nel tasso mediante un autonomo premio. La delimitazione dell'orizzonte, la maggiorazione del tasso e l'esplicitazione dell'assunzione costituiscono infatti modalità alternative di trattamento del medesimo rischio, la cui applicazione congiunta determinerebbe una duplicazione[50]. Si consideri altresì che il costo del capitale incorpora già un premio per il rischio dimensionale dell'8,60%, pari a oltre la metà del costo del capitale complessivo, che remunera la rischiosità propria di un'attività di dimensione minima.

Resta inteso che la prosecuzione del godimento fino al 30 aprile 2029 costituisce, sotto il profilo valutativo, un'assunzione e non un dato. Essa dipende dalla regolarità dei pagamenti e dalla continuità dell'esercizio, che le clausole di risoluzione di cui agli artt. 9 e 24 del contratto rendono condizioni di conservazione della disponibilità dei locali (§ 4.9).

Lo scrivente ritiene infine opportuno segnalare che, con orizzonte limitato, il patrimonio netto rettificato non si elide e il valore di mercato dipende dalla sua stima (§ 4.2), oltre che dal reddito medio-normale. La componente patrimoniale conserva, inoltre, la funzione di verifica reddituale illustrata al § 4.6.

---

[49] L'art. 34 della L. 392/1978 riconosce al conduttore, in caso di cessazione del rapporto di locazione di immobile adibito ad attività comportanti contatti diretti con il pubblico degli utenti e dei consumatori, non dovuta a risoluzione per inadempimento, a disdetta o recesso del conduttore ovvero all'apertura della liquidazione giudiziale nei suoi confronti, un'indennità pari a 18 mensilità dell'ultimo canone corrisposto. Il canone annuo assunto nella stima è pari a 13.584 euro, cui corrisponde un'indennità di 20.376 euro.

[50] OIV, DP-OIV-1/2025, cit., § 19, secondo cui *"l'Esperto deve evitare di considerare il medesimo rischio due volte o viceversa di non considerarlo per nulla"* e *"nel caso di aziende in crisi, il rischio di double counting dei rischi è molto maggiore, essendo in molti casi le valutazioni ispirate ad un principio di prudenza"*. Nella medesima direzione il § 109 del medesimo documento.

4.6 IL VALORE DI MERCATO AS IS DEL RAMO D'AZIENDA

Sulla base della formula richiamata al § 4.1 e dei parametri stimati nei paragrafi precedenti, il valore di mercato *as is* del Ramo d'Azienda alla Data di Riferimento è stimato come segue.

Tabella 9: Stima del valore di mercato as is del Ramo d'Azienda con il metodo misto

(€)	Valore
Patrimonio netto rettificato [K]	3.092
Reddito medio-normale atteso [R]	2.527
Costo del capitale proprio unlevered [coe]	14,70%
Remunerazione normale del capitale [coe x K]	(454)
Reddito differenziale [R - coe x K]	**2.073**
Durata del reddito differenziale [n, anni]	3
Patrimonio netto rettificato [K]	3.092
(+) Avviamento [G = valore attuale del reddito differenziale su n anni]	4.756
Valore di mercato as is del Ramo d'Azienda [W]	**7.848**
Rendimento del capitale investito [R / K]	*81,7%*
Moltiplicatore implicito del NOPAT medio-normale	*3,1x*
Moltiplicatore implicito dell'EBIT medio-normale	*1,9x*
Valore di mercato in % dei ricavi medi del periodo considerato	*4,0%*

Il reddito medio-normale atteso, pari a 2.527 euro, eccede la remunerazione normale del capitale investito, pari a 454 euro. Il reddito differenziale è dunque positivo per 2.073 euro e, attualizzato al tasso del 14,70% per 3 anni con un fattore di attualizzazione della rendita pari a 2,295, esprime un avviamento positivo pari a 4.756 euro. Il valore di mercato è pari alla somma del valore attuale del reddito medio-normale, pari a 5.799 euro, e del valore attuale del patrimonio netto rettificato, pari a 2.049 euro. La verifica reddituale della componente patrimoniale è parimenti superata, in quanto il rendimento del capitale investito, pari all'81,7% del patrimonio netto rettificato, eccede il costo del capitale, cosicché i valori patrimoniali risultano confermati e non emerge alcun *badwill*[51]. Tale rendimento riflette l'esiguità del capitale investito nel perimetro trasferito, costituito dai soli beni mobili.

Il valore di mercato *as is* del Ramo d'Azienda alla data del 25 agosto 2026 è pertanto stimabile in 7.848 euro. Esso corrisponde a 3,1 volte il reddito medio-normale atteso al netto delle imposte e a 1,9 volte il risultato operativo medio-normale ante imposte e al 4,0% dei ricavi medi del periodo considerato; si tratta di moltiplicatori contenuti, coerenti con la valutazione dell'attività nel suo stato corrente e con un orizzonte limitato del reddito differenziale.

[51] Guatri L., Bini M., *La valutazione delle aziende*, cit., § 12.1, ove si precisa che quando *"il rendimento (R/K)% risulta superiore al c.o.e. […] si dimostra l'esistenza di un goodwill"* e che in tal caso *"il valore patrimoniale, nell'insieme e nei singoli elementi, rimane comunque confermato"*.

4.7 IL VALORE DI SMOBILIZZO IN LIQUIDAZIONE FORZATA

Tenuto conto di quanto illustrato ai §§ 3.1 e 3.4, del valore di mercato *as is* del Ramo d'Azienda stimato al § 4.6, pari a 7.848 euro, e dello sconto per cessione in sede di asta pubblica stimato nella misura del 14% al § 3.4, il valore di smobilizzo in liquidazione forzata del Ramo d'Azienda è stimato come segue.

Tabella 10: Determinazione del valore di smobilizzo in liquidazione forzata

(€)	Valore
Valore di mercato as is del Ramo d'Azienda [W]	7.848
(-) Sconto per cessione in sede di asta pubblica (14%)	(1.099)
Valore di smobilizzo in liquidazione forzata	**6.749**
Sconto in % del valore di mercato	*14,0%*
Valore di smobilizzo in multiplo del NOPAT medio-normale	*2,7x*
Valore di smobilizzo in cifra tonda (€)	**6.700**

Il valore di smobilizzo in liquidazione forzata del Ramo d'Azienda alla data del 25 agosto 2026 è pertanto stimabile in 6.749 euro, corrispondenti, in cifra tonda, a € 6.700,00. Esso corrisponde a 2,7 volte il reddito medio-normale atteso al netto delle imposte.

Si rammenta, per le ragioni illustrate al § 3.4, che tale grandezza costituisce un prezzo di riserva da porsi a base della procedura competitiva di vendita e non una previsione del prezzo di aggiudicazione, il quale sarà determinato dalla concorrenza fra i potenziali acquirenti.

4.8 IL CONFRONTO CON IL VALORE DI REALIZZO ATOMISTICO DEI BENI

L'art. 214, comma 1, CCII dispone che la liquidazione dei singoli beni sia disposta soltanto quando risulti prevedibile che la vendita dell'intero complesso aziendale, di suoi rami, di beni o rapporti giuridici individuabili in blocco non consenta una maggiore soddisfazione dei creditori. La verifica di tale condizione non è rimessa alla scelta dello scenario ritenuto più probabile, ma richiede la stima di entrambe le configurazioni[52]; coerentemente, la giurisprudenza di merito richiede che il ricorso alla stima atomistica sia specificamente motivato e che si abbia riguardo, anzitutto, al valore dell'azienda unitariamente considerata[53].

---

[52] R. Ranalli, *Il valore di liquidazione giudiziale da esercizio di stile a presidio giuridico*, in dirittodellacrisi.it, 7 luglio 2026, ove si osserva che gli artt. 211, 213, comma 4, e 214 CCII, con l'affitto d'azienda dell'art. 212, *"fanno della continuità aziendale una modalità fisiologica della liquidazione del patrimonio e, della cessione dell'azienda in esercizio, la regola, relegando la liquidazione atomistica a soluzione residuale"*, cosicché *"l'onere argomentativo grava su chi abbatte, non su chi conserva"* e che *"non si tratta di scegliere lo scenario più probabile ma di valutare entrambi per escludere la presenza di un maggior valore in caso di trasferimento dell'azienda"*. Il medesimo Autore avverte che *"un valore di liquidazione sottostimato non è neutro: falsa il test di convenienza e di non deteriorità"*. Nella medesima direzione OIV, DP-OIV-1/2025, cit., § 95, lett. b) e c), il quale richiede all'esperto la stima distinta del valore di liquidazione forzata e atomistica delle singole attività e del valore di liquidazione forzata dell'azienda in continuità.

[53] Tribunale di Monza, 18 luglio 2024, secondo cui *"dovrà pertanto aversi riguardo, anzitutto, al valore dell'azienda unitariamente compresa, considerato che ai sensi dell'art. 214, comma 1, CCI la liquidazione dei singoli beni deve essere disposta soltanto quando risulti prevedibile che la vendita dell'intero complesso aziendale non consenta una maggiore soddisfazione dei creditori"*; Tribunale di Lucca, 25 luglio 2023, secondo cui il valore di liquidazione *"vada individuato, anzitutto, come valore di cessione dell'azienda o di singoli rami, o in alternativa vadano spiegate in maniera analitica e completa le ragioni dell'impossibilità di cedere l'azienda nel suo complesso o per singoli rami"*; Tribunale di Milano, 5 febbraio 2024, secondo cui *"il riferimento all'ipotesi di liquidazione atomistica deve essere adeguatamente giustificato"*.

In assenza dell'inventario e della stima dei beni mobili alla Data di Riferimento, il realizzo atomistico non può essere stimato direttamente. Lo scrivente ha pertanto assunto il patrimonio netto rettificato di cui al § 4.2, pari a 3.092 euro, quale misura convenzionale del valore massimo ricavabile dalla vendita separata dei beni, grandezza che costituisce un limite superiore, in quanto il valore d'uso dei beni non è ridotto dei costi di smontaggio, asporto e trasporto che la liquidazione atomistica comporterebbe.

Nel caso in oggetto il valore di smobilizzo del Ramo d'Azienda in esercizio, pari a 6.749 euro, eccede di 3.658 euro il valore dei beni così assunto, risultando pari a 2,2 volte quest'ultimo. La condizione posta dall'art. 214, comma 1, CCII per la liquidazione atomistica, pertanto, non ricorre e la cessione unitaria del Ramo d'Azienda in esercizio costituisce la modalità di liquidazione che assicura la maggiore soddisfazione dei creditori. Lo scarto fra le due configurazioni si spiega con la circostanza che la liquidazione atomistica disperderebbe integralmente l'avviamento connesso all'ubicazione, le autorizzazioni amministrative, non cedibili separatamente dall'esercizio, e la posizione contrattuale nel rapporto di locazione.

La conclusione è subordinata alla circostanza, che lo scrivente non ha potuto verificare, che il realizzo atomistico della dotazione effettiva del punto vendita non superi il valore di smobilizzo stimato. Qualora la curatela acquisisse una stima dei beni dalla quale risultasse un realizzo atomistico maggiore, la verifica andrebbe ripetuta.

4.9 FATTI SUCCESSIVI ALLA DATA DI RIFERIMENTO E PRINCIPALI RISCHI

Ai fini della completezza dell'informazione resa alla curatela, si dà infine conto dei fatti di rilievo intervenuti successivamente alla Data di Riferimento della valutazione e dei principali rischi che gravano sul valore stimato. Coerentemente con il principio secondo cui l'attività oggetto di liquidazione è valutata "*come è, dove è*", senza che ne sia catturato il massimo e miglior uso[54], dei fatti successivi non si è tenuto conto nella stima, ad eccezione del costo del lavoro del mese di settembre 2026, assunto come ultima informazione disponibile per la proiezione di cui al § 4.3.

i) il reclamo avverso la sentenza di apertura: avverso la sentenza che ha aperto la liquidazione giudiziale è stato proposto reclamo ai sensi dell'art. 51 CCII, con udienza dinanzi alla Corte d'Appello fissata per il 23 ottobre 2026. L'esito del reclamo, che lo scrivente non conosce alla data della presente relazione, potrebbe incidere sulla stessa prosecuzione della procedura e dell'esercizio. La stima presuppone che l'apertura della liquidazione giudiziale sia confermata e si raccomanda alla curatela di darne evidenza prima della pubblicazione dell'avviso di vendita;

ii) la continuità dell'esercizio provvisorio: l'esercizio provvisorio è stato autorizzato il 25 maggio 2026 e prorogato fino al 31 agosto 2026. Con l'istanza n. 12 del 27 agosto 2026 la curatela ha riferito

[54] PIV, edizione 2026 in consultazione pubblica, I.6.25, già richiamato in precedenza.

sull'andamento della gestione e ha chiesto e ottenuto un'ulteriore proroga. La continuità dell'esercizio fino all'aggiudicazione è condizione di conservazione dell'avviamento e, ai sensi dell'art. 24 del contratto di locazione, della stessa disponibilità dei locali;

iii) il rischio connesso al contratto di locazione: per quanto illustrato al § 4.5, il rischio più rilevante che grava sul valore stimato è di natura contrattuale e attiene alla stabilità del rapporto locativo. L'art. 9 del contratto prevede la risoluzione di diritto per il mancato pagamento di una sola rata decorsi 8 giorni. Si raccomanda alla curatela di acquisire dal locatore la conferma dell'assenza di importi scaduti, dandone conto nell'avviso di vendita. Il subentro dell'aggiudicatario nel contratto avviene ai sensi dell'art. 36 della L. 392/1978;

iv) il perimetro dei rapporti di lavoro: alla data di apertura della liquidazione giudiziale i dipendenti in forza erano 3, saliti a 4 con l'assunzione del socio Sarkar Adhir. Il perimetro dei rapporti che proseguiranno con l'aggiudicatario ai sensi dell'art. 2112 c.c. ad oggi non è definito. Si raccomanda alla curatela di individuare con certezza i rapporti trasferiti, dando conto nell'avviso di vendita delle passività maturate alla data di efficacia della cessione, secondo quanto già segnalato al § 2.2;

v) i beni mobili: in assenza di un inventario alla Data di Riferimento, la dotazione effettiva del punto vendita non è definita. Si raccomanda alla curatela di far redigere un inventario dei beni presenti nei locali e di verificarne la proprietà, distinguendo i beni della Società da quelli di terzi o detenuti a titolo di comodato, noleggio operativo o locazione, e di darne conto nell'avviso di vendita.

5 CONCLUSIONI

In conclusione, alla luce delle analisi svolte e tenuto conto delle finalità, delle peculiarità, della base informativa e delle difficoltà dell'incarico ricevuto descritte nel primo capitolo della presente relazione, lo scrivente ritiene che:

i) il valore di mercato *as is* del ramo d'azienda esercente l'attività di pizzeria d'asporto e paninoteca in Castel Maggiore (BO), di pertinenza della liquidazione giudiziale di Susa S.n.c. di Sarkar Adhir, possa essere ragionevolmente stimato, alla Data di Riferimento del 25 agosto 2026, in 7.848 euro;

ii) il valore di smobilizzo in liquidazione forzata del medesimo ramo d'azienda, da porsi a base della procedura competitiva di vendita, possa essere ragionevolmente stimato, alla medesima data, in 6.749 euro, corrispondenti in cifra tonda all'importo di seguito indicato;

iii) la cessione unitaria del Ramo d'Azienda in esercizio assicuri ai creditori una soddisfazione maggiore di quella conseguibile con la liquidazione atomistica dei beni, non ricorrendo pertanto la condizione posta dall'art. 214, comma 1, CCII, fatta salva la verifica indicata al § 4.8 in ragione dell'assenza dell'inventario e della stima dei beni mobili;

iv) le stime siano formulate nell'ipotesi che l'apertura della liquidazione giudiziale sia confermata, che l'esercizio e il godimento dei locali proseguano fino all'aggiudicazione e che il perimetro del Ramo d'Azienda sia quello descritto al § 2.2.

Lo scrivente ritiene pertanto che il valore di smobilizzo in liquidazione forzata del ramo d'azienda esercente l'attività di pizzeria d'asporto e paninoteca in Castel Maggiore (BO), di pertinenza della Liquidazione Giudiziale n. 59/2026 Susa S.n.c. di Sarkar Adhir, da porsi a base della procedura competitiva di vendita, possa essere ragionevolmente stimato alla Data di Riferimento del 25 agosto 2026 in:

€ 6.700,00 in cifra tonda.

Si rammenta infine che, per le ragioni esposte ai §§ 1.5 e 3.4, la vendita forzata costituisce una situazione di vendita particolare, suscettibile di generare prezzi stimabili solo con ampia approssimazione e che il valore sopra stimato costituisce un prezzo di riserva e non una previsione del prezzo di aggiudicazione. L'importo stimato è inoltre di entità modesta in rapporto agli oneri di una procedura competitiva di vendita. La curatela vorrà pertanto valutare i fatti e le circostanze che nel caso in oggetto possono consigliare di accettare proposte di prezzo anche difformi dal valore stimato, tenuto conto in particolare delle indicazioni fornite ai §§ 4.5 e 4.9.

Bologna, 26 ottobre 2026 Dott. Nicolò Aicardi