

Massimiliano Fusco

DOTTORE COMMERCIALISTA

REVISORE LEGALE

Via G. Carini, n. 58 - 00152 Roma

Mail : m.fusco@studio-fusco.it

Tel. 06/58.33.34.83

Spett.le
Tex Meat S.r.l.
Via di Pietralata, n. 141
00158 Roma

Oggetto: Stima del valore dell'azienda "*Ristorante Bistek - American Grill & Pizza*"

Facendo seguito alla Vostra richiesta, ho effettuato una stima del valore economico dell'azienda "*Ristorante Bistek - American Grill & Pizza*" utilizzando i criteri metodologici, e giungendo alle conclusioni di seguito illustrati.

Indice

1. Premessa	3
2. Obiettivo dell’Incarico.....	3
2.1 Finalità della Valutazione	3
2.2 Standard applicati.....	3
2.3 Documentazione utilizzata e assunzioni.....	3
3. Descrizione dell’Azienda oggetto di valutazione	4
3.1 Identificazione dell’Azienda	4
3.2 Beni Aziendali oggetto di Valutazione	5
4. Il contratto di Affitto del ramo d’azienda “Ristorazione con somministrazione“.....	6
5. Il contratto di Locazione dell’Immobile sito in Via di Pietralata n. 141	10
6. Il ruolo dei Contratti di affitto del ramo aziendale e di locazione immobiliare nella determinazione del Valore d’azienda.....	11
7. Metodologia Valutativa	13
7.1 Premessa.....	13
7.2 Criteri di stima	14
7.3 La valutazione delle aziende in crisi	21
8. Determinazione del valore economico dell’azienda “ <i>Ristorante Bistek - American Grill & Pizza</i> ”.....	23
8.1 Le apparenti cause della crisi	23
8.2 Scelta del criterio di stima.....	25
8.3 Determinazione del patrimonio netto rettificato	25
8.4 Determinazione del reddito atteso normalizzato	31
8.5 Determinazione del tasso di congrua remunerazione e del tasso di attualizzazione.....	38
8.6 Determinazione del valore dell’azienda in continuità.....	41
8.7 Determinazione del valore di liquidazione dell’azienda	44
8.7.1 Il valore di liquidazione unitario dell’azienda.....	44
8.7.2 Il valore di liquidazione dei singoli beni dell’azienda	53
9. Conclusioni.....	55

1. Premessa

Il sottoscritto Massimiliano Fusco nato a Roma, il 24 aprile 1977, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma al n. AA_8632 e al Registro dei Revisori Legali al n. 142092 (D.M. 7/12/2006 pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale del 16/2/2007 n.14) ha ricevuto incarico dalla Tex Meat S.r.l. di redigere una relazione di stima del valore dell'azienda "*Ristorante Bistek - American Grill & Pizza*" ubicata in Roma via di Pietralata n. 141.

Gli esiti della stima richiesta sono illustrati nei paragrafi che seguono.

2. Obiettivo dell'Incarico

2.1 Finalità della Valutazione

Obiettivo della presente relazione di stima è quello della determinazione del valore economico dell'azienda "*Ristorante Bistek - American Grill & Pizza*" di proprietà della Tex Meat S.r.l. per le finalità del Procedimento Unitario n. 1649-2/2025 del Tribunale di Roma.

Oggetto della valutazione non è l'intero patrimonio sociale della Tex Meat S.r.l., ma esclusivamente il patrimonio costituito dai beni materiali e immateriali strettamente strumentali all'esercizio dell'azienda.

La valutazione, conformemente a quanto richiesto dai Principi Italiani di Valutazione, è stata effettuata in un'ottica di continuità aziendale, individuando, tuttavia, quale parametro di confronto, anche il valore del patrimonio aziendale in ipotesi di liquidazione giudiziale.

2.2 Standard applicati

La stima contenuta nel presente elaborato rappresenta un giudizio tecnico-professionale formulato secondo criteri di ragionevolezza e in conformità ai Principi Italiani di Valutazione (P.I.V.) emanati dall'Organismo Italiano di Valutazione. Essa è riferita esclusivamente alle finalità per le quali è stata commissionata e non può essere utilizzata per scopi diversi senza il preventivo consenso scritto del redattore.

2.3 Documentazione utilizzata e assunzioni

La presente valutazione è stata elaborata sulla base delle informazioni e della documentazione messa a disposizione dalla Tex Meat S.r.l. tra cui:

- Bilancio d'esercizio al 31.12.2022 della Tex Meat S.r.l. approvato e depositato;
- Bilancio di verifica al 31.12.2023 della Tex Meat S.r.l.;
- Bilancio di verifica al 31.12.2024 della Tex Meat S.r.l.;
- Bilancio di verifica al 5.11.2025 della Tex Meat S.r.l.;
- Registro dei beni ammortizzabili della Tex Meat S.r.l.;

- Scheda contabile “Marchio” anni 2018 – 2021 estratta dalla contabilità della Tex Meat S.r.l.;
- Visura aggiornata della Tex Meat S.r.l.;
- Contratto di affitto del ramo d’azienda “Ristorazione e somministrazione” del 4.11.2025;
- Contratto di locazione dell’immobile sito in via di Pietralata n. 141 – Roma del 4.11.2025;
- Perizia di stima del valore dell’immobile sito in Roma – via di Pietralata n. 141 estesa dal Geom. Augusto Cervelli in data 28.01.2026;
- Valutazione delle immobilizzazioni materiali della Tex Meat S.r.l. ad opera di I.V.G. del 8.01.2026.

Si precisa che i documenti, forniti dalla Tex Meat S.r.l. sono stati utilizzati senza svolgere verifiche autonome sulla veridicità, completezza o correttezza sostanziale dei dati in essi contenuti, e senza svolgere alcuna attività di revisione sugli stessi.

Le risultanze e le valutazioni contenute nel presente elaborato, pertanto, sono condizionate dall’attendibilità dei dati contenuti nei documenti ricevuti, che si assumono veritieri e completi, e che sono stati utilizzati in buona fede.

Lo scrivente declina, quindi, ogni responsabilità per eventuali inesattezze, omissioni o incongruenze nei dati e nelle informazioni trasmesse dalla Tex Meat S.r.l., nonché per qualsiasi effetto o conseguenza economica, legale o patrimoniale derivante da un utilizzo improprio, parziale o decontestualizzato del presente elaborato.

3. Descrizione dell’Azienda oggetto di valutazione

3.1 Identificazione dell’Azienda

Oggetto della presente valutazione è il complesso aziendale denominato “*Ristorante Bistek – American Grill & Pizza*”, di proprietà della Tex Meat S.r.l., con sede legale in Roma, via di Pietralata n. 141, e codice fiscale/P. IVA n. 05514701001.

Il ristorante “Bistek” è una realtà consolidata nel panorama gastronomico del quartiere Pietralata a Roma. Si presenta come una steakhouse informale, specializzata nella ristorazione a base di carne, affiancata da un’offerta complementare di pizze, primi piatti, e hamburger.

Elemento distintivo del ristorante “Bistek” è l’esperienza interattiva con il cliente: l’ospite può scegliere direttamente il tipo di carne, la pezzatura, il peso, e il taglio, assistendo alla preparazione “a vista”. Tale impostazione consente di coniugare l’esperienza della griglia e della macelleria in un ambiente trasparente, orientato alla personalizzazione del servizio.

L'attività aziendale è esercitata presso l'immobile sito in Roma, Via di Pietralata n. 141 censito al Catasto Fabbricati del Comune di Roma - Foglio 599, part.lla 323, subb. 501 e 502 di proprietà della Tex Meat S.r.l..

Il ramo aziendale "Ristorazione con somministrazione" è attualmente concesso in affitto mediante un contratto di affitto del ramo "Ristorazione con somministrazione" stipulato in data 4.11.2025 con decorrenza 5.11.2025, e scadenza 4.11.2027.

L'immobile sito in Roma - via di Pietralata n. 141, in cui è svolta l'attività è locato all'affittuaria del ramo aziendale con separato contratto di locazione immobiliare del 4.11.2025, con durata dal 4.11.2025 al 3.11.2031.

L'azienda "Ristorante Bistek – American Grill & Pizza" opera nel settore della ristorazione commerciale, con particolare specializzazione nella ristorazione a tema "American Grill" e pizzeria, rientrante nel seguente codice ATECO:

- 56.11.11 – Attività di ristoranti con servizio al tavolo, escluse gelaterie e pasticcerie

Il mercato di riferimento è costituito dalla ristorazione *casual dining* e dalla ristorazione tematica (ristorante-macelleria).

L'area di riferimento dell'attività, Pietralata - Tiburtina, è caratterizzata da:

- elevata densità abitativa;
- presenza di uffici e aziende con domanda mista (pranzo e cena);
- ottima accessibilità tramite arterie urbane;
- numerosi competitor diretti.

In tale contesto, l'azienda si posiziona come esercizio di ristorazione tematica specializzato in carni alla griglia, con un format definito, un brand riconoscibile e un'offerta rivolta alla clientela locale, ma anche cittadina.

3.2 Beni Aziendali oggetto di Valutazione

Il complesso aziendale oggetto di valutazione include gli asset materiali e immateriali funzionali all'esercizio dell'attività di ristorazione, di seguito elencati:

a) Beni materiali

- Immobile sito in Roma, Via di Pietralata n. 141 censito al Catasto Fabbricati del Comune di Roma - Foglio 599, part.lla 323, subb. 501 e 502.
- Attrezzature da cucina anno 2014 (sedie, posate, bicchieri – piatti banco frutta, bilancia Dibal serie 500, Hotpoint mixer 700w, Moulinex mixer,

Cuocipasta);

- Attrezzature da cucina anno 2015;
- Attrezzature da cucina anno 2019 (padelle, stoviglie, bicchieri, casseruole varie);
- Attrezzature da cucina anno 2021 (bicchieri, bricche, piatti, stoviglie);
- Attrezzature da cucina anno 2022 (coltelli, forchette, cucchiaini, brocca, taglieri, set sale/pepe, piatti varie dimensioni – fondi, piani e pizza, banco frigo nuovo);
- Attrezzature da cucina anno 2023 (pattumiera, piatti piani, piatti pizza, piatto frutta, brocche, forchette, coltelli e cucchiaini);
- Attrezzature da cucina e sala anno 2024 (piatto pizza e da portata);
- Macchine ufficio elettroniche (Stampante Epson TM T20, 2 smart android Qcore 1, Nb Intel Aspire, Smartphone Android, Portatile Acer Aspire Es1, LG Lbello D331, Access point router, Telefono Smart 5.1, Stampante fiscale Microlec, Lite 10.1 LTE, Corless GSM, Comp. Touche screen + stampanti, gruppo di continuità);
- Altri beni (Ombrelloni mod. Lusso 400x400, Armadio Omnidomus, Caldaia murale Eco compact+, aspiratore per camino, Condizionatori a cassetta).

b) Beni immateriali

- o Licenza n. 564 rilasciata dal Comune di Roma il 28 dicembre 2000, autorizzazioni sanitarie e permessi amministrativi necessari allo svolgimento dell'attività;
- o avviamento commerciale del ristorante;
- o know how;
- o eventuali migliorie non rimovibili effettuate nei locali;
- o brand e riconoscibilità del format “*Bistek – American Grill & Pizza*” (la denominazione aziendale, i marchi, le denominazioni commerciali, i loghi, nonché i disegni e gli ulteriori segni identificativi di proprietà di Texmeat e dalla stessa utilizzati in relazione al Ramo d'Azienda oggi affittata).

4. Il contratto di Affitto del ramo d'azienda “Ristorazione con somministrazione”

Il ramo aziendale “Ristorazione con somministrazione” è attualmente concesso in affitto mediante un contratto di affitto del ramo “Ristorazione con somministrazione” stipulato in data 4.11.2025 con decorrenza 5.11.2025, e scadenza 4.11.2027.

Tale contratto è stato stipulato allo scopo di non disperdere l'avviamento del Ramo d'Azienda, a tutela degli interessi dei creditori, dopo che il 17.10.2025 Texmeat ha ricevuto ricorso per l'apertura della liquidazione giudiziale richiesto dal Pubblico Ministero, e con l'intento di essere ammessa alla procedura di concordato in continuità indiretta, ex art. 84, comma 2, CCI.

L'Affittante ha concesso in affitto all'Affittuaria il ramo d'azienda costituito dai beni e dai rapporti di seguito elencati e descritti:

- 1) contratti commerciali:
 - a) contratto di fornitura energia elettrica n. 6035008603 IT002E5192274A riferito al POD n. IT002E5192274A sottoscritto tra A2A S.p.A. e Texmeat;
 - b) contratto di fornitura gas naturale n. 08726236 riferito al PDR 00881102803945 sottoscritto tra il Signor Roberto Decani e IREN Mercato S.p.A.;
 - c) contratto di assistenza con Okel S.r.l. avente ad oggetto software e hardware gestionale di emissione fatture e corrispettivi;
- 2) Licenza n. 564 rilasciata dal Comune di Roma il 28 dicembre 2000;
- 3) tutti i rapporti di lavoro in essere con gli attuali dipendenti di Texmeat, i cui relativi nomi, qualifiche e numeri di matricola sono indicati in allegato al contratto;
- 4) tutti i beni strumentali analiticamente descritti in allegato al contratto;
- 5) l'avviamento, il know-how, la denominazione aziendale, i marchi, le denominazioni commerciali, i loghi, nonché i disegni e gli ulteriori segni identificativi di proprietà di Texmeat e dalla stessa utilizzati in relazione al Ramo d'Azienda oggi affittata.

In forza del contratto di affitto del ramo d'azienda restano a carico dell'Affittante tutte le passività, i debiti, le obbligazioni ed i contenziosi, attuali e futuri, derivanti da qualsiasi atto, fatto e/o circostanza relativi al Ramo d'Azienda affittato verificatisi nel periodo antecedente alla Data di Efficacia (5.11.2025), con impegno dell'Affittante a manlevare l'Affittuaria da qualsiasi pretesa avanzata dai contraenti e/o da terzi, e a versare all'Affittuaria tutte le somme eventualmente versate dalla stessa e, in ogni caso, con diritto da parte dell'Affittuaria di compensare eventuali esborsi sostenuti per detti titoli con il Canone o, solo in via subordinata, con il Prezzo di Cessione in caso di trasferimento.

Per i Contratti Commerciali in corso di adempimento il contratto prevede che spetterà a Texmeat il corrispettivo corrispondente alla parte di contratto già eseguita sino alla Data di Efficacia, mentre spetterà all'Affittuaria il corrispettivo per la parte successiva, con conseguente conguaglio in dare o avere tra le Parti in relazione, rispettivamente, ad acconti ricevuti da TEXMEAT che siano eccedenti i lavori svolti e i costi e le lavorazioni sopportati dall'Affittuaria da regolare in conto Canone.

Il contratto prevede espressamente l'esclusione dal Ramo d'Azienda:

- di tutti i beni, i diritti ed i rapporti contrattuali esistenti alla data di stipulazione non espressamente richiamati e inclusi nel Contratto e nei relativi allegati;

- dei beni, diritti, attività, crediti, obbligazioni, passività, debiti e/o rapporti di qualsiasi genere e/o natura, anche solo potenziali, ivi compresi (in via meramente esemplificativa e non esaustiva) i ratei attivi e passivi, le sopravvenienze attive o passive, quelli relativi ai rapporti con i dipendenti (salvo i casi di responsabilità solidale ex art. 2112 c.c.) e/o a imposte, tasse e/o contributi previdenziali di qualsiasi tipo, i costi e tutto quanto sorto o maturato, comunque, anteriormente alla Data di Efficacia o che tragga la propria origine da fatti o atti verificatisi anteriormente a tale data, anche se relativi all'attività aziendale affittata o all'esercizio della stessa, che restano, quindi, tutti a carico di dell'affittante, la quale si impegna espressamente a tenere indenne l'affittuaria da qualsivoglia richiesta / pretesa da parte di terzi.

Il Contratto prevede, invece, che non rientrano, nel perimetro del Ramo d'Azienda e come tali saranno, quindi, di esclusiva competenza dell'Affittuaria:

- tutte le attività, i diritti ed i crediti sorti o, comunque, maturati successivamente alla Data di Efficacia e con solo ed esclusivo riferimento al periodo di esecuzione contrattuale successivo alla Data di Efficacia;
- tutte le passività e i debiti comunque maturati successivamente alla Data di Efficacia e con solo ed esclusivo riferimento al periodo di esecuzione contrattuale successivo alla Data di Efficacia.

Il Contratto prevede, infine, l'esclusione dal Ramo d'Azienda dei beni non strumentali che rimarranno, pertanto, nella detenzione di Texmeat che potrà disporre liberamente. L'Affittuaria sarà libera, a seconda delle sue esigenze, di valutare l'eventuale acquisto di beni non strumentali, concordando, se del caso, i relativi termini di pagamento.

Dal contratto di affitto di azienda risulta che l'Affittante garantisce che alla data del 31.10.2025 il T.F.R. maturato dai Dipendenti ammonta a complessivi Euro 225.953,38 e che tale importo non risulta versato da Texmeat al Fondo Tesoreria INPS ma è rimasto in capo a quest'ultima.

Il contratto prevede che alla data della sua cessazione, in mancanza del Trasferimento del Ramo d'Azienda all'affittuaria, quest'ultima trasferirà all'Affittante, che provvederà ad attribuirlo all'eventuale terzo acquirente del Ramo d'Azienda, un fondo in danaro pari al trattamento di fine rapporto, eventualmente non versato al Fondo Tesoreria INPS maturato a favore dei Dipendenti nel corso del Contratto e fino alla cessazione dello stesso, oltre che ai ratei relativi alle retribuzioni dirette e indirette e alle ferie che risultassero maturate e non godute alla data di cessazione del Contratto e agli altri istituti contrattuali, dedotti eventuali crediti residui dell'Affittuaria derivanti dall'esecuzione del Contratto, versando l'importo corrispondente, a condizione di ottenere dai dipendenti trasferiti la liberazione dell'obbligo di solidarietà di cui all'art. 2112 c.c.. In mancanza, l'affittuaria potrà provvedere a liquidare e pagare direttamente tutto quanto dovuto a ogni dipendente.

L'Affittante si impegna inoltre a corrispondere all'Affittuaria qualsiasi importo eventualmente pagato da parte di quest'ultima nel corso di esecuzione del Contratto a titolo di TFR e/o altri emolumenti o competenze riferibili al saldo maturato dai lavoratori alla

Data di Efficacia. In alternativa le Parti concordano la possibilità di procedere a conguaglio delle somme dovute in conto Canone.

Il canone annuo di affitto è stato determinato concordemente tra le Parti in Euro 18.000,00, da pagarsi in 12 rate mensili anticipate di egual misura.

A garanzia dell'adempimento del contratto, l'Affittuaria si è obbligata a versare, entro 10 giorni dalla data di efficacia del contratto, Euro 4.500,00 a titolo di deposito cauzionale.

Rimangono a carico dell'Affittuaria gli interventi e, in generale, gli oneri di ordinaria manutenzione e riparazione di qualsiasi tipo e natura. Interventi, spese e oneri di straordinaria amministrazione saranno sostenuti e corrisposti in percentuale concordata tra le Parti. L'Affittuaria è autorizzata a procedere a trasformazioni e modifiche che, in ogni caso, comportino una miglioria dei beni mobili affittati. Nell'ipotesi di obsolescenza di macchinari e impianti facenti parte del Ramo d'Azienda, l'Affittuaria è autorizzata alla sostituzione e vi provvederà a proprie cura e spese. In caso di retrocessione, i nuovi beni rientreranno nel Ramo d'Azienda, previa informativa a Texmeat, che dovrà procedere alle opportune verifiche con gli Organi della procedura di Concordato.

L'Affittuaria si è impegnata irrevocabilmente ad acquistare il Ramo d'Azienda al prezzo onnicomprensivo di Euro 180.000,00 che verrà corrisposto alla data di stipula del contratto di Trasferimento del Ramo d'Azienda:

(A) in parte mediante accollo dell'importo residuo dovuto a titolo di TFR, retribuzioni, ratei, ferie, permessi, festività, tredicesima e quattordicesima mensilità e differenze retributive in capo a Texmeat alla Data di Efficacia e

(B) la differenza per cassa, al netto, in ogni caso, di quanto già corrisposto a titolo di Canone dall'Affittuaria fino alla data di stipula (compresa) del contratto di Trasferimento del Ramo d'Azienda, a meno degli eventuali importo oggetto di compensazione in conto Canone.

Il Trasferimento del Ramo d'Azienda si verificherà esclusivamente a seguito della positiva conclusione delle procedure competitive che potranno essere avviate da parte del Tribunale competente nell'ambito del Concordato e del conseguimento di ogni necessaria autorizzazione del Tribunale ai fini della esclusione degli effetti dell'art. 2560, comma 2, c.c. e, dunque, l'esclusione, in capo alla Cessionaria, di qualsiasi responsabilità per debiti di qualsivoglia natura (a mero titolo esemplificativo, debiti ex art. 2560 cc. e debiti di natura tributaria, fiscale e amministrativa) relativi al Ramo d'Azienda maturati in epoca anteriore alla cessione dello stesso, fatta eccezione per quanto espressamente inserito nel Ramo d'Azienda.

In deroga all'art. 2560 c.c. ed anche alle norme in materia fiscale e tributaria, la Cessionaria non risponderà dei debiti relativi al Ramo d'Azienda e dei beni ceduti, ove non ricompresi nel Ramo d'Azienda, per effetto del disposto dell'art. 118, comma 8, CCI.

Il Trasferimento del Ramo d'Azienda è sospensivamente condizionata al verificarsi di tutte le seguenti condizioni e adempimenti:

- a. il perfezionamento, entro il 31.10.2026, di eventuali procedure competitive da svolgersi nell'ambito dell'eventuale procedura concorsuale che Texmeat avviasse ai fini dell'aggiudicazione del Ramo d'Azienda;
- b. espressa esclusione di ogni responsabilità in capo alla Cessionaria per tutti i debiti di qualsiasi natura, maturati in epoca anteriore alla cessione, relativi all'esercizio del Ramo d'Azienda ceduto e dei beni ceduti, fatta eccezione per quanto espressamente inserito nel Ramo d'Azienda;
- c. ove non già sottoscritti in sede di stipula del Contratto, consegna alla Cessionaria dei verbali di conciliazione firmati, in sede protetta, tra Texmeat e tutti i lavoratori trasferiti alla Cessionaria ai sensi dei quali i dipendenti diano atto di nulla avere a pretendere nei confronti del datore di lavoro in relazione al rapporto di lavoro intercorso e con espressa rinuncia a qualsiasi domanda, azione e pretesa nei confronti dello stesso e della Cessionaria;
- d. Texmeat dovrà garantire che nessun accertamento in materia giuslavoristica sia stato eseguito, né siano state condotte verifiche o altre azioni da parte delle autorità competenti per garantire l'osservanza della legislazione lavoristica e previdenziale o da qualsiasi altra autorità in merito ad asserite violazioni delle leggi sul lavoro, sull'occupazione e sul sistema previdenziale;
- e. verifica della correttezza degli importi indicati da Texmeat in relazione al T.F.R. rimasto nel Ramo d'Azienda ed all'ammontare di retribuzioni, ferie, permessi e ratei tredicesima e quattordicesima mensilità, maturati alla data del Trasferimento del Ramo d'Azienda.

Il mancato avveramento anche di una sola delle predette condizioni e/o adempimenti comporterà automaticamente la perdita di efficacia della proposta d'acquisto.

Le condizioni sono pattuite nell'esclusivo interesse dell'Affittuaria che potrà, quindi, rinunciarle in qualsiasi momento previa comunicazione scritta all'Affittante e agli Organi della procedura.

Il Contratto di affitto del ramo d'azienda si risolverà di diritto con effetti *ex nunc* qualora si addivenga alla stipula dell'atto notarile di Trasferimento del Ramo d'Azienda con un soggetto terzo aggiudicatario diverso dall'affittuaria.

5. Il contratto di Locazione dell'Immobile sito in Via di Pietralata n. 141

L'immobile sito in Roma - via di Pietralata n. 141, in cui è svolta l'attività del “*Ristorante Bistek – American Grill & Pizza*” (Catasto Fabbricati del Comune di Roma - Foglio 599, part.lla 323, subb. 501 e 502), di proprietà della Tex Meat S.r.l., è locato alla stessa affittuaria del ramo aziendale, con separato contratto di locazione immobiliare del

4.11.2025, con durata dal 4.11.2025 al 3.11.2031 rinnovabile di ulteriori sei anni salvo diniego di rinnovazione o disdetta.

Il contratto prevede il pagamento da parte del conduttore di un canone annuo pari ad Euro 36.000,00 che la conduttrice dovrà corrispondere in rate mensili anticipate.

Tale canone sarà soggetto ad adeguamento ISTAT/FOI nella misura del 75%.

Sono a carico del conduttore i seguenti oneri accessori:

- le manutenzioni ordinarie;
- le tasse per l'occupazione del suolo pubblico, di rifiuti e depurazione, e tutti i tributi relativi all'uso dell'immobile;
- le spese e i canoni relativi alle forniture e utenze.

La conduttrice è autorizzata ad apportare migliorie all'immobile a propria cura e spese, che resteranno al termine della locazione a vantaggio della locatrice.

6. Il ruolo dei Contratti di affitto del ramo aziendale e di locazione immobiliare nella determinazione del Valore d'azienda

L'esistenza di un contratto di affitto d'azienda assume rilevanza fondamentale ai fini della valutazione del valore economico aziendale in ottica proprietaria.

Il contratto, infatti:

- sostituisce integralmente i flussi operativi dell'azienda con il flusso certo/contrattuale del canone di affitto;
- delimita i diritti economici spettanti al proprietario fino alla scadenza;
- stabilisce il valore residuo atteso dell'azienda alla restituzione del complesso;
- incide sul profilo di rischio dei benefici futuri in funzione delle clausole di recesso, rinnovo, manutenzione e responsabilità.

In tale prospettiva, il valore economico dell'azienda in ottica proprietaria viene a coincidere con il valore del contratto, determinato dalla sommatoria:

- del Valore attuale dei canoni di affitto attesi sino alla scadenza del contratto;
- del Valore residuo dell'azienda (beni materiali + avviamento + eventuali migliorie acquisite) al momento della riconsegna;
- del Valore attuale di eventuali oneri in capo al proprietario.

Tale approccio valutativo, tuttavia, non risulta applicabile nel contesto specifico della presente valutazione, in quanto:

- la valutazione mira a determinare il valore economico dell'azienda nel suo complesso, comprensivo di beni materiali, immateriali, avviamento e know-how organizzativo e gestionale, e della sua capacità di generare flussi reddituali futuri in continuità, nell'ottica di un futuro trasferimento della proprietà, ovvero il mero valore di liquidazione;
- i flussi contrattuali derivanti dall'affitto del ramo e dalla locazione immobiliare sono destinati a cessare in caso di trasferimento del ramo d'azienda all'affittuaria o a terzi, o a seguito di eventuale recesso imposto dagli Organi della procedura concorsuale (o in caso di liquidazione giudiziale). Pertanto, essi non possono costituire un parametro stabile e rappresentativo del valore complessivo dell'azienda;
- il contratto funge da strumento di gestione temporanea del ramo, ma la determinazione del valore reale deve basarsi sulle potenzialità complessive dell'azienda, sull'integrità dei beni e dei diritti, sulla qualità dell'avviamento e sulla capacità di generare reddito continuativo.

I flussi contrattuali derivanti dall'affitto di azienda, e dalla locazione immobiliare, dunque, non avrebbero alcun rilievo ai fini valutativi (in continuità) in quanto, in ogni caso, il contratto di affitto del ramo sarebbe destinato a cessare per effetto:

- del trasferimento della proprietà del ramo in capo all'affittuario, ovvero
- del trasferimento della proprietà del ramo in capo ad un terzo, con conseguente risoluzione di diritto del contratto con effetti *ex nunc*, ovvero
- del recesso contrattuale qualora gli Organi della procedura dovessero manifestare, in qualunque forma, perplessità in ordine alla idoneità della operazione alla conservazione dei valori aziendali ed alla soddisfazione dei creditori;
- di apertura della procedura di liquidazione giudiziale in ipotesi di scioglimento del contratto da parte della curatela.

La valutazione del complesso aziendale sulla base dei flussi contrattuali, pertanto, porterebbe alla determinazione di un valore non coerente con le finalità e con l'oggetto della valutazione che è l'azienda nel suo complesso, con i suoi asset materiali e immateriali, l'avviamento, il know-how organizzativo e gestionale, e, quindi, in definitiva della capacità dell'azienda di generare flussi reddituali futuri in continuità, in un'ottica di futura cessione, ovvero il valore di liquidazione.

Benché il contratto non costituisca il parametro principale di determinazione del valore economico, tuttavia, esso rappresenta, un indicatore importante di continuità del ramo d'azienda, almeno nel breve periodo. Il contratto, infatti, postula, nell'ottica dell'affittuaria,

una capacità operativa aziendale idonea a preservare la continuità aziendale durante la procedura concorsuale.

Il contratto di affitto del ramo d'azienda e il contratto di locazione immobiliare, dunque, assumono rilevanza strategica come elementi informativi ai fini della valutazione, senza però costituire di per sé parametro diretto di valutazione.

La stima del valore economico, infatti, deve sempre fondarsi su un'analisi del complesso aziendale, delle sue potenzialità operative, e dei beni materiali e immateriali che lo compongono.

I dati economici desumibili dal contratto di affitto del ramo d'azienda, quali in particolare quelli afferenti il canone di affitto del ramo, e i canoni di locazione immobiliare, sono stati quindi utilizzati quali elementi informativi qualificati, idonei a rivelare, in via indiretta, le aspettative reddituali implicite di un operatore economico informato (l'affittuario), operante in condizioni di rischio, e nella consapevolezza dello stato di crisi dell'azienda.

Tali aspettative reddituali sono state desunte attraverso un procedimento inferenziale, tenendo conto della probabilità di insuccesso del piano di riequilibrio desumibile dalle aspettative dell'affittuario incorporate nelle condizioni del contratto di affitto del ramo d'azienda, ed adottando un'analisi di sensitività, onde evitare qualsiasi assunzione automatica o deterministica dei valori negoziali come valori di stima.

7. Metodologia Valutativa

7.1 Premessa

Per determinare il valore di un complesso aziendale in funzionamento non è sufficiente attribuire valore ai singoli beni (materiali e immateriali) che lo compongono, ma occorre determinare il valore dell'azienda intesa come entità, sulla base della sua capacità di produrre redditi nel tempo (c.d. avviamento), ovvero flussi di cassa.

La differenza tra un'azienda di nuova costituzione e un'azienda (ben) avviata, infatti, è da ricercarsi proprio nella capacità di quest'ultima di produrre risultati economici in conseguenza della collaudata organizzazione dei fattori della produzione.

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

L'avviamento (goodwill), quindi, può essere definito quantitativamente come la differenza, ad una certa data, tra il valore dell'azienda e la sommatoria algebrica dei valori correnti (attivi e passivi) che compongono il capitale aziendale. Quando tale differenza è negativa, ossia quando il valore del complesso aziendale presenta un valore inferiore al valore dei singoli beni che lo compongono si parla di avviamento negativo (*badwill*).

Diverso è il caso in cui, invece, oggetto di valutazione è un'azienda destinata alla liquidazione. In tal caso, infatti, non essendo prospettabile una continuità aziendale, il processo di valutazione è limitato alla sola determinazione del valore di realizzo di beni, ed alla quantificazione della liquidità realizzabile dall'incasso dei crediti e dal pagamento di tutti debiti.

Un caso particolare riguarda, invece, le aziende in crisi, e quelle sottoposte a procedure concorsuali. In tali contesti, infatti, l'attività valutativa deve basarsi su approcci differenti ed improntata a criteri di particolare prudenza e coerenza con le informazioni effettivamente disponibili. In particolare, nelle ipotesi in cui sia prevista la continuità aziendale è essenziale che la valutazione si basi sul piano di risanamento o di ristrutturazione che deve essere attentamente esaminato sotto l'aspetto della sua fattibilità e della sua probabilità di successo. In assenza di un piano attendibile e approvato, ovvero nell'ipotesi di piani obiettivamente irrealizzabili, la valutazione deve limitare la valorizzazione di componenti aleatorie, quali l'avviamento, privilegiando metodologie e ipotesi coerenti con il contesto di rischio elevato e con l'effettiva trasferibilità dei benefici economici futuri.

La scelta del metodo di valutazione di un complesso aziendale, dunque, dipende da molteplici fattori, e necessita sempre di un'attenta conoscenza di tutti gli aspetti e peculiarità della realtà oggetto di valutazione. Inoltre, la metodologia valutativa deve essere sempre scelta in funzione della finalità della stima e delle caratteristiche specifiche dell'azienda valutanda.

In ogni caso, occorre comunque sempre tener presente che, a prescindere dal metodo scelto ed adottato, la valutazione di un'azienda, rappresentando una stima, risente quasi sempre inevitabilmente della componente soggettiva legata alla posizione del valutatore (acquirente, venditore, perito, ecc.) e può non coincidere, ed anzi spesso non coincide, con le aspettative delle terze parti.

7.2 Criteri di stima

I criteri di valutazione utilizzati nella prassi estimativa possono essere distinti in due macro-categorie:

- i **metodi diretti** (empirici o di mercato), che determinano il valore aziendale in funzione dei prezzi di mercato. L'applicazione di questi metodi trova diffusa applicazione nelle valutazioni di aziende quotate in mercati regolamentati, e risultano invece difficilmente applicabili per la valutazione di aziende non quotate a causa dell'assenza di informazioni in merito a transazioni con analoghe caratteristiche. Per far fronte a tale carenza informativa, per la valutazione di aziende operanti in particolari settori merceologici (es. farmacie, edicole, e anche ristoranti, etc.) sono state elaborate dalla pratica professionale metodologie basate sull'applicazione di percentuali, o moltiplicatori, a specifici parametri quali ad esempio il fatturato,

il reddito, etc.. Tali metodologie presentano il vantaggio della facilità applicativa, ma, di fatto, necessitano sempre di un riscontro basato sulle capacità reddituali e/o finanziarie dell'azienda valutanda;

- i **metodi indiretti**, che determinano il valore aziendale in funzione del capitale investito, dei flussi reddituali e di cassa. Tali metodi vengono classificati in quattro categorie principali:

A) Metodo patrimoniale

Il *metodo patrimoniale* si fonda sul presupposto che il valore di una azienda coincida con il valore del suo patrimonio.

Pertanto, la valutazione del capitale economico, viene svolta attraverso la valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale.

La valutazione si svolge partendo da un *patrimonio netto di bilancio*, alla data di riferimento, riesprimendo le relative attività e passività a valori correnti di mercato, ovvero di sostituzione, al netto degli oneri fiscali potenziali, ove sussistenti.

Una corretta valutazione, in tal senso, richiede di verificare che tutte le attività e le passività aziendali siano effettivamente contabilizzate, e di considerare il valore dei beni immateriali non contabilizzati aventi valore di mercato, i crediti sulla base della loro effettiva esigibilità, ed i rischi non risultanti dalle poste contabili (ad esempio garanzie concesse a favore di terzi).

Da queste operazioni si giunge alla determinazione del c.d. *patrimonio netto rettificato* (K'), che è dato dalla somma algebrica del patrimonio netto contabile alla data di riferimento e delle rettifiche apportate ai valori delle attività e passività contabili.

Il valore dell'azienda (W) si può così esprimere in formula:

$$W = K'$$

La razionalità e la logica di tale metodo sta nel considerare il valore di una azienda proporzionalmente al valore delle componenti patrimoniali che la compongono, e che tale valore costituisce il livello minimo di valutazione, compatibile con il criterio di ragionevolezza.

Il metodo patrimoniale presenta, invece, l'evidente limite di considerare l'azienda come una entità statica a se stante, anziché un complesso economico funzionante capace di produrre un reddito.

Assumendo, infatti, che l'azienda è un'entità volta alla produzione di un reddito, e che tale reddito debba rappresentare una congrua remunerazione del capitale investito, il valore economico di un'azienda verrebbe a coincidere con il valore corrente del patrimonio netto rettificato solo nell'ipotesi in cui il reddito medio atteso rappresenti esattamente la remunerazione congrua di tale capitale.

In formule, in sostanza, si ha che:

$$R = i K'$$

dove:

R è il reddito medio atteso

i è il saggio di congrua remunerazione

K' è il patrimonio netto rettificato

Normalmente tale uguaglianza non si realizza, e pertanto, il modello patrimoniale trova generalmente correzione attraverso la considerazione della redditività aggiuntiva rispetto a quella normale dell'impresa (metodo misto).

B) Metodo reddituale

Il *metodo reddituale* si fonda sul presupposto che il valore dell'azienda sia commisurato al reddito che la stessa è in grado di produrre.

In particolare, questo metodo assume che il valore dell'azienda sia dato dalla somma dei valori attuali dei redditi futuri attesi dell'impresa.

La valutazione, pertanto, si basa sull'analisi dei flussi di reddito attesi dell'azienda in un determinato arco di tempo.

I metodi basati su grandezze flusso, come è il metodo reddituale, sono i soli criteri sicuramente razionali ed universali, superiori sia da un punto di vista concettuale che applicativo a tutti gli altri.

Tuttavia tali metodi, anche se validi, hanno dei limiti allorquando il processo di formazione del reddito è incerto, e la dimensione e struttura del patrimonio sono troppo rilevanti per essere trascurati.

L'applicazione di tale metodo, richiede l'individuazione di due grandezze : **il reddito medio/normale atteso ed il tasso di sconto.**

Una volta individuate il reddito medio/normale atteso (R), ed il tasso di sconto (i), il valore dell'azienda viene determinato applicando la seguente formula:

$$W = R / i$$

Tale formula presuppone la ripetitività illimitata nel tempo del reddito medio normale.

In tale ipotesi applicativa il valore patrimoniale finale di realizzo dell'azienda viene trascurato in quanto un qualsiasi valore al tempo n tendente all'infinito risulterebbe pari a zero.

Nel caso in cui si consideri un flusso reddituale di durata limitata, invece, viene adottata la seguente formula:

$$W = R a \overline{n} | i + VT$$

La formula esprime il valore attuale di una rendita annua posticipata per la durata di n anni, ed è comprensiva anche del valore attuale rettificato di realizzo finale dell'azienda (VT).

Va inoltre precisato che qualora l'azienda sia proprietaria di beni estranei al processo produttivo (c.d. beni accessori - VBA), questi vanno valutati autonomamente.

In tal caso il valore economico dell'azienda è rappresentato dal seguente algoritmo:

$$W = R a \overline{n} | i + VT + VBA$$

Determinazione del Reddito medio normale atteso

Il reddito medio normale atteso può definirsi come quel reddito durevole e ripetibile nel tempo, ovvero quel reddito che è ragionevole attendersi nel futuro in rapporto alle caratteristiche patrimoniali, economiche, organizzative, e finanziarie dell'azienda valutanda.

I metodi per la determinazione e la previsione del reddito sono diversi. Quelli più utilizzati nella prassi sono quelli basati sull'analisi dei risultati degli esercizi passati, ma possono essere anche utilizzati metodi basati su proiezioni future, o su piani aziendali (budget).

Se le situazioni ambientali e congiunturali nelle quali opera l'azienda risultano stabili ed uniformi nel tempo, è possibile ricorrere al metodo basato sull'analisi dei dati storici senza ricorrere alla stima dei futuri livelli di componenti positivi e negativi di reddito.

Diversamente, è necessario determinare il reddito prospettico sulla base di proiezioni future.

Il tasso di sconto

Una volta determinato il reddito medio prospettico normalizzato, il valore dell'azienda viene determinato come valore attuale del flusso dei redditi per un periodo definito di esercizi, ovvero per un periodo indefinito.

A tal fine è necessario definire un tasso di sconto corrispondente, almeno, al tasso minimo di redditività richiesto affinché l'investimento nell'attività d'impresa risulti vantaggioso.

Il tasso di sconto, quindi, rappresenta il rendimento minimo previsto del capitale in relazione al rischio dell'investimento.

Esso è dato, almeno, dalla somma di due elementi:

$$i = i1 + i2$$

dove:

- **i1** rappresenta il rendimento medio di un investimento a “rischio nullo” o trascurabile, cioè il compenso minimo per rinunciare alla disponibilità del capitale investito. Per convenzione si intendono come investimenti *riskless*, a rischio nullo, i Titoli di Stato, reputati esenti da rischio di recupero del capitale investito; i rendimenti dei Titoli di Stato, depurati dal tasso di inflazione, ove necessario, e dell'effetto fiscale, rispondono ai requisiti per la determinazione del *risk free rate*;
- **i2** indica il premio per il rischio, ossia il premio che va a remunerare il rischio che si incorre investendo in una specifica attività.

Nella valutazione delle piccole e medie imprese normalmente il tasso di sconto viene formato anche mediante un'ulteriore componente – **i3** – che rappresenta il maggior rischio specifico connesso alle minori dimensioni aziendali, alla ridotta liquidità e alla maggiore incertezza tipica delle PMI.

Coerenza flusso - tasso

Viste le molteplici configurazioni che possono assumere i flussi di reddito (nominali, reali, al lordo o al netto delle imposte ecc.), questi devono essere omogenei e compatibili con il tasso e viceversa.

In forza di tale principio:

- flussi nominali devono essere scontati a tassi nominali;
- flussi reali devono essere scontati a tassi reali;
- flussi al lordo delle imposte devono essere scontati a tassi che tengano conto dell'imposizione fiscale;
- flussi al netto delle imposte devono essere scontati ad un tasso al netto dell'imposizione fiscale.
- flussi certi devono essere scontati a tassi *risk free*.

C) **Modello misto patrimoniale-reddituale**

Il modello *misto patrimoniale – reddituale* si fonda sull'assunto che il capitale netto investito debba consentire almeno il conseguimento di un rendimento equivalente a quello che potrebbe essere ottenuto da investimenti alternativi, tenuto conto del grado di rischio.

Pertanto, tale metodo di valutazione prende in considerazione sia il valore del patrimonio netto rettificato, sia la redditività aggiuntiva rispetto a quella normale dell'impresa.

La logica sta nel comparare il reddito atteso con il rendimento congruo del patrimonio investito nell'azienda al fine di individuare il *plus* valore o *minus* valore dell'azienda rispetto al valore del capitale investito.

Il modello misto patrimoniale reddituale è essenzialmente applicabile attraverso due metodologie:

- il metodo del valore medio
- metodo della stima autonoma dell'avviamento (goodwill)

Metodo del valore medio

Il metodo del valore medio esprime il valore dell'azienda quale media aritmetica del capitale netto rettificato e del valore di capitalizzazione del reddito atteso con la formula della rendita perpetua :

$$W = \frac{1}{2} (K' + R / i')$$

dove:

- W è il valore dell'azienda
- K' è il valore del patrimonio netto rettificato
- R è il reddito medio prospettico
- i' è il tasso di attualizzazione.

Metodo della stima autonoma dell'avviamento (goodwill)

Il metodo della stima autonoma dell'avviamento esprime il valore dell'azienda quale sommatoria del patrimonio netto rettificato e dal valore attuale del sovrapprofitto (o *goodwill*) tramite l'applicazione della rendita perpetua o temporanea.

In formula:

$$W = K' + (R - K' i) a \overline{n} i'$$

Dove:

K' è il capitale netto rettificato

R è il reddito medio prospettico

i è il tasso di congrua remunerazione del capitale investito

n è il numero di anni di prevedibile durata dell'avviamento

a è il valore attuale di una rendita predefinita

i' è il tasso di attualizzazione

Tale metodo determina il valore dell'azienda (W) come sommatoria del patrimonio netto rettificato (K') e del valore dell'avviamento (che può assumere valore sia positivo che negativo) attualizzato, che l'azienda stessa è in grado di fornire rispetto alla redditività media del settore. L'avviamento è, in breve, la differenza tra il reddito medio prospettico dell'azienda (R) e il reddito che deriverebbe applicando al patrimonio aziendale (K') il tasso di remunerazione media dell'attività aziendale (i), ovvero la capacità dell'azienda di fornire un reddito in rapporto al capitale investito maggiore rispetto ad altre aziende dello stesso settore. L'avviamento così ottenuto viene attualizzato (a) rispetto ad un numero n di anni mediante l'applicazione di un tasso di interesse medio (i').

D) Metodi finanziari

I *metodi finanziari* di valutazione si fondano sul presupposto che il valore dell'azienda sia commisurato al valore attuale di tutti i flussi di cassa che essa genererà in futuro.

Tali metodi, quindi, considerano l'impresa oggetto di valutazione alla stregua di un particolare, e complesso, investimento, che rende nella misura in cui garantisce il recupero dei fondi inizialmente destinati.

Questo approccio fonda i propri principi nella regola del valore attuale, in base alla quale il valore di qualsiasi attività è rappresentato dal valore attuale dei flussi di cassa che da essa si attendono.

La valutazione basata sui flussi di cassa attualizzati dipende da:

- la struttura temporale e la consistenza dei flussi di cassa nel tempo;
- il valore del tasso di attualizzazione.

Tale metodo trova il proprio limite nella necessaria capacità di formulare previsioni sui flussi di cassa futuri, e nel fatto di non prendere in considerazione il valore del patrimonio aziendale alla data di valutazione.

Per tale motivo la prassi professionale ha elaborato appositi modelli per la stima del valore finale dell'azienda nel periodo di osservazione che deve essere sommato al valore attuale dei flussi di cassa per determinare il valore complessivo dell'azienda oggetto di valutazione.

7.3 La valutazione delle aziende in crisi

La valutazione di un'azienda in stato di crisi assume un ruolo centrale nel processo decisionale tra le possibili alternative gestionali e giuridiche, quali la riorganizzazione, la liquidazione, l'acquisizione o la ristrutturazione.

Tale processo valutativo si colloca nell'ambito di contesti assai complessi, caratterizzati da asimmetrie informative e conflitti aperti tra i diversi portatori di interesse. Nelle situazioni di crisi, infatti, le diverse categorie di stakeholder tendono ad attribuire importanza a configurazioni di valore opposte: i creditori privilegiati sono inclini a enfatizzare il valore di liquidazione delle attività, mentre i creditori junior e gli azionisti tendono a valorizzare la continuità aziendale. In questo contesto il compito dell'Esperto è quindi quello di fornire una rappresentazione autorevole dei valori effettivi, sia nella prospettiva del funzionamento dell'azienda sia in quella della liquidazione, esprimendo prezzi e valori coerenti con le condizioni di mercato e con le modalità realistiche di realizzo.

Una valutazione svolta secondo criteri di indipendenza, completezza e affidabilità consente di ridurre le asimmetrie informative, favorendo la composizione degli interessi contrapposti e l'individuazione di soluzioni economicamente efficienti.

Nel contesto di crisi, una valutazione può dirsi di buona qualità quando è adeguatamente supportata da evidenze fattuali, coerente con il quadro informativo disponibile, e svolta nell'interesse generale, e non a beneficio di una singola categoria di stakeholder.

La valutazione in tali contesti presuppone necessariamente una diagnosi approfondita delle cause della crisi, poiché esse incidono direttamente sia sul valore dell'azienda nel suo complesso, sia sul valore delle singole attività.

Accanto all'analisi delle cause, è indispensabile valutare la gravità della crisi. All'aumentare della gravità, infatti, si riducono le soluzioni percorribili, cresce la perdita di valore dell'azienda, aumentano i conflitti tra stakeholder e si intensificano i costi indiretti del dissesto, come la perdita di risorse chiave, clienti e fornitori.

Le valutazioni di aziende in crisi possono rispondere a finalità molto diverse, dalla scelta della soluzione più efficiente alla comparazione tra continuità e liquidazione, dalla determinazione del prezzo di cessione o di conversione del debito in equity, fino a finalità di bilancio o di tutela dei diritti dei soci.

Le configurazioni di valore ricercate possono essere molteplici e dipendono dalla finalità della valutazione e dalla gravità della crisi, spaziando dal valore di mercato al valore di liquidazione, dal valore intrinseco al valore di investimento o al valore negoziale equitativo.

In questo ambito, il concetto di valore dell'azienda riorganizzata, inteso come il valore che un operatore di mercato attribuirebbe all'azienda sulla base di un piano di ristrutturazione verificato, rappresenta il valore che incorpora i rischi del piano, ma esclude il rischio di fallimento dello stesso. Accanto a esso viene definito il valore di liquidazione accelerata, che riflette una cessione realizzata in tempi e modalità non ordinarie e che, per sua natura, esprime valori inferiori rispetto a quelli di mercato.

Data la rilevanza delle valutazioni nella gestione della crisi, l'Esperto dovrebbe sempre svolgere una valutazione piena, fondata su un'analisi fondamentale solida e su una base informativa adeguata, in grado di contestualizzare l'impresa, le cause della crisi e la sua gravità. L'affidabilità della valutazione richiede che Esperti dotati delle medesime competenze e informazioni possano giungere a risultati non eccessivamente divergenti, e che i valori stimati siano in grado di rappresentare prezzi probabili nelle ipotesi di cessione o liquidazione e valori medi attesi nelle ipotesi di continuità o riorganizzazione.

L'Esperto deve inoltre esplicitare le principali fonti di incertezza valutativa, chiarendo le assunzioni adottate e motivando l'eventuale applicazione di premi o sconti, nonché dichiarare in modo trasparente come i diversi rischi siano stati considerati nei flussi o nei tassi di sconto.

Nelle imprese che necessitano di una riorganizzazione operativa, il valore in funzionamento è normalmente un valore potenziale, fondato su scenari futuri più probabili ma non certi. In presenza di un piano attestato, il valore risultante dallo scenario di ristrutturazione, pur considerato più probabile, non coincide con quello medio atteso, che dovrebbe invece riflettere anche scenari stressati, alternativamente incorporabili attraverso flussi ponderati per probabilità o mediante un adeguato aggiustamento del tasso di sconto per il rischio di esecuzione del piano.

La valutazione delle imprese in crisi si fonda, dunque, su un impianto concettuale distinto da quello adottato per le aziende in condizioni di equilibrio, in quanto la crisi incide sia sulla capacità di generare reddito prospettico sia sulla relazione tra valore dell'attivo e struttura finanziaria.

Il percorso valutativo prende avvio dall'analisi della gravità della crisi. Tale analisi consente di comprendere se la crisi abbia natura prevalentemente finanziaria, operativa o strutturale e di calibrare conseguentemente le ipotesi di piano e di rischio.

La valutazione si sviluppa quindi attraverso la stima di diverse configurazioni di valore, ciascuna coerente con specifiche finalità:

- il valore dell'azienda desumibile dal piano di ristrutturazione, inteso come valore di funzionamento che presuppone la realizzazione del piano e non considera lo scenario di liquidazione;
- il valore di liquidazione delle attività, stimato in forma atomistica, che riflette le modalità e i tempi di dismissione e incorpora la debolezza contrattuale del venditore;
- i valori a supporto di operazioni sul capitale, di affitti d'azienda o di verifiche di recuperabilità ai fini di bilancio.

Nella costruzione dei flussi prospettici l'esperto fa normalmente riferimento al piano attestato, che deve essere oggetto di un autonomo esercizio di scetticismo professionale, mediante analisi di coerenza, *stress test* e *sensitivity analysis*.

La scelta del tasso di sconto assume un ruolo centrale e deve essere coerente con la configurazione di valore stimata e con il profilo di rischio del piano, tenendo conto che nelle imprese in crisi il debito è intrinsecamente rischioso e che la struttura finanziaria di riferimento tende ad essere più orientata al capitale proprio; pertanto, il costo del capitale deve essere determinato evitando assunzioni semplificative non compatibili con il contesto di crisi.

In questo quadro, la valutazione non mira a individuare un unico "valore vero", ma a fornire una rappresentazione economicamente fondata dei valori rilevanti nei diversi scenari di ristrutturazione o liquidazione, costituendo uno strumento essenziale per il confronto tra soluzioni alternative e per le decisioni assunte nell'ambito delle procedure di regolazione della crisi.

8. Determinazione del valore economico dell'azienda "*Ristorante Bisteak - American Grill & Pizza*"

8.1 Le apparenti cause della crisi

Lo scrivente ha preso in esame la documentazione contabile della Tex Meat S.r.l. al fine di individuare le possibili cause della crisi sfociata nell'avvio di una procedura prefallimentare e nella presentazione della domanda finalizzata all'ammissione alla procedura di concordato in continuità indiretta.

In particolare sono state prese in esame le situazione economiche degli anni 2021, 2022, 2023, e 2024.

Dall'esame dei dati economici dei quattro anni è emerso un dato comune: il perdurare di una perdita operativa, segno dell'incapacità dell'azienda di far fronte ai costi della produzione mediante i ricavi realizzati.

Tale dato risulta confermato anche dalla situazione contabile al 5.11.2025 che presenta un risultato economico provvisorio negativo (perdita) di Euro - 79.244,98.

Le situazioni economiche dei quattro anni esaminate, sono quindi state comparate onde verificare ulteriori elementi di giudizio.

Dalla comparazione è emersa una forte correlazione dei dati economici afferenti gli anni 2024 e 2023, mentre sono emersi scostamenti evidenti, soprattutto sul fronte dei ricavi, rispetto alla situazione dell'anno 2022 e 2021.

I ricavi dell'anno 2022, pari ad Euro 900.444,00, infatti, risultano significativamente superiori rispetto a quelli degli anni 2023-2024, nell'ordine del 15%, mentre i ricavi del 2021, pari ad Euro 531.218,00, risultano significativamente inferiori.

Nonostante l'elevato livello dei ricavi dell'anno 2022 la società non è comunque riuscita a produrre un utile operativo, segno evidentemente dell'esistenze di diseconomie gestionali strutturali e consolidate.

In data 16.12.2025 lo scrivente si è recato presso il locale di via di Pietralata n. 141, ed ha acquisito alcune informazioni direttamente dal direttore del ristorante.

Dal colloquio è emerso che:

- il ristorante dispone di n. 150 coperti;
- la spesa media pro-capite è di circa 30 Euro;
- il tasso di occupazione è pari al 55,56% ed è la risultante dell'occupazione piena nei giorni di venerdì e sabato (domenica è il giorno di chiusura), e di un'occupazione media di 50 coperti negli altri giorni;
- a pranzo pur essendo aperto al pubblico il ristorante di fatto non ha clientela stabile.

Sulla base di tali informazioni, considerando che i giorni di apertura annui risultano pari a 300 circa, il fatturato medio stimabile, pari ad Euro 750.000,00, risulterebbe apparentemente coerente con quello degli anni 2023 (Euro 783.064), e 2024 (Euro 786.451).

Ciò farebbe ritenere che la crisi, di origine economico-gestionale, possa dipendere almeno:

- da un'insufficiente tasso di occupazione dei coperti;
- da diseconomie di costo.

Un eventuale piano di rilancio, pertanto, dovrebbe basarsi, per lo meno, sull'implementazione di strategie operative volte ad incrementare il tasso di occupazione, a ridefinire il menù, o il prezzario, o a riequilibrare le economie di costo.

Si ritiene, pertanto, che la crisi economica non abbia natura irreversibile (elevata gravità), e che un *turnaround* del soggetto gestore/economico potrebbe apportare mutamenti operativi idonei al ripristino dell'equilibrio.

Tuttavia, occorre tener conto del fatto che la strutturale condizione di perdita aziendale potrebbe anche celare ostacoli significativi non rinvenibili o non conoscibili in questa sede, che potrebbero rendere assai incerto il successo del processo di risanamento.

8.2 Scelta del criterio di stima

Lo scrivente, coerentemente con le finalità indicate, e presa visione della documentazione richiesta ai fini della valutazione, ha ritenuto opportuno adottare per la stima del valore dell'azienda "*Ristorante Bistek - American Grill & Pizza*" – in continuità – il metodo misto reddituale – patrimoniale con stima autonoma dell'avviamento, ciò in considerazione del valore non trascurabile dell'immobile di Via di Pietralata n. 141 all'interno del patrimonio aziendale, che renderebbe non idoneo l'utilizzo del metodo reddituale puro.

Stante le finalità valutative esplicitate, il valore risultante dalla stima in condizioni di continuità è stato confrontato con un valore determinato in un'ipotesi di liquidatoria.

8.3 Determinazione del patrimonio netto rettificato

Ai fini della determinazione del patrimonio netto rettificato K' afferente l'azienda "*Ristorante Bistek - American Grill & Pizza*", sono state analizzate le voci contenute nella situazione patrimoniale della Tex Meat S.r.l. alla data del 5.11.2025.

Con riferimento a tali voci:

- sono stati individuati tramite il registro dei beni ammortizzabili della società, i valori di costo, ed i fondi di ammortamento, afferenti l'immobile di via di Pietralata n. 141; tali valori sono stati rettificati sulla base della perizia di stima del valore estesa dal Geom. Augusto Cervelli in data 28.01.2026;
- sono stati individuati tramite il registro dei beni ammortizzabili della società, i valori di costo, ed i fondi di ammortamento, dei beni mobili strumentali oggetto dell'azienda, come risultanti dal contratto di affitto del ramo d'azienda; tali valori sono stati rettificati, onde determinarne un verosimile valore di mercato;
- sono stati individuati tramite il registro dei beni ammortizzabili della società, i valori di costo, ed i fondi di ammortamento, dei beni immateriali oggetto dell'azienda, come risultanti dal contratto di affitto del ramo d'azienda; tali valori sono stati rettificati, onde determinarne il valore economico corrente.

Immobilizzazioni materiali

Il costo delle immobilizzazioni materiali costituenti il complesso aziendale, quale risultante dal contratto di affitto del ramo d'azienda, e quello dell'immobile di via di Pietralata n. 141, desunti dalla contabilità e dai registri contabili della Tex Meat S.r.l., è stato oggetto di rivisitazione onde riesprimerne il valore a condizioni di mercato.

L'attività di rettifica è di seguito riportata:

L'immobile di Via di Pietralata n. 141

Il valore dell'immobile di proprietà della società Texmeat S.r.l., sito in Roma – Via di Pietralata n. 141 e 141A, è stato assunto sulla base della perizia tecnica estimativa redatta dal Geometra Augusto Cervelli, finalizzata all'individuazione del più probabile valore di mercato del compendio immobiliare.

Il bene, attualmente destinato ad uso commerciale (categoria catastale C/1), risulta costituito da due unità immobiliari distinte, identificate ai subalterni 501 e 502 del foglio 599, particella 323 del Catasto Fabbricati del Comune di Roma, oggi di fatto fuse funzionalmente e adibite ad attività di ristorazione. La proprietà immobiliare è pervenuta alla Tex Meat S.r.l. in forza di esercizio del diritto di opzione per il riscatto di un contratto di leasing immobiliare in data 28.10.2024.

Sotto il profilo urbanistico-edilizio, dalla perizia emerge che una parte significativa delle superfici esistenti deriva da opere realizzate in assenza di titolo edilizio, per le quali sono state presentate istanze di condono ai sensi della L. 326/2003. Tuttavia, tali opere risultano eccedenti i limiti dimensionali sanabili previsti dalla normativa regionale applicabile, con conseguente qualificazione di circa mq 130 complessivi come superfici prive di titolo edilizio. Tale circostanza incide in modo rilevante sulle modalità di valorizzazione del compendio.

In ragione di ciò, il Geometra Cervelli ha adottato un criterio di stima differenziato:

- per le porzioni immobiliari riconducibili alla consistenza originaria legittima, nonché per la tettoia e le pertinenze, per le quali è stato applicato il criterio del valore di mercato, determinato sulla base di indagini comparative e dei valori OMI relativi alla zona periferica di Pietralata, assumendo un valore unitario prudenziale pari a €/mq 1.500,00;
- per le porzioni immobiliari riconducibili alle superfici oggetto di condono non sanabile, per le quali è stato invece adottato un criterio di valore d'uso, determinato mediante capitalizzazione dei redditi netti futuri ipotizzabili su un orizzonte temporale limitato di dieci anni, coerentemente con la natura precaria e non regolarizzabile delle stesse.

Sulla base di tali criteri, il valore complessivo del compendio immobiliare è stato determinato in Euro 300.480,00, quale somma del valore di mercato delle superfici legittime e del valore d'uso delle superfici prive di titolo edilizio, oltre alla valorizzazione accessoria della tettoia.

Le voci di contabilità individuate come afferenti il compendio immobiliare, sono state quindi dallo scrivente così rettificate:

Beni	Anno	Costo storico	Fondo ammortamento	Valore contabile	Rettifica	Valore di perizia
Lavori Straor. Su Beni Di Terzi	2014	272.378,61	125.113,06	147.265,55	- 147.265,55	-
Fabbricati Ind.Li E Comm.Li	2014	9.680,00	145,20	9.534,80	290.965,20	300.500,00
		282.058,61	125.258,26	156.800,35	143.699,65	300.500,00

Il valore così determinato, arrotondato ad **Euro 300.500,00**, è stato assunto nella presente valutazione quale valore di riferimento dell'immobile ai fini della determinazione del patrimonio netto rettificato K', ritenendolo coerente con i principi di prudenza e attendibilità richiesti nel contesto di una stima in situazione di crisi e in ambito concorsuale, tenendo conto sia delle potenzialità economiche del bene sia delle rilevanti criticità urbanistiche.

Altri beni mobili strumentali

Con riguardo ai beni mobili, come indicati nel contratto di affitto del ramo d'azienda, lo scrivente ha provveduto a verificare, tramite la contabilità ed il registro dei beni ammortizzabili della società, i valori di costo, ed i fondi di ammortamento, e ha provveduto a rettificare i valori individuati, onde determinarne un verosimile valore di mercato.

A tal fine i beni mobili strumentali sono stati valutati secondo un criterio prudenziale, assumendo un valore nullo per quelli integralmente ammortizzati e relativamente vetusti (anni 2014–2016), e un valore pari al valore contabile netto per quelli più recenti, salvo modeste rettifiche prudenziali. Non sono state riconosciute plusvalenze rispetto ai valori contabili, in considerazione della natura specialistica dei beni, dell'assenza di un mercato secondario liquido, e del contesto di crisi in cui opera la società.

Dall'operazione di rettifica sono emersi i seguenti valori:

Beni	Anno	Costo storico	Fondo ammortamento	Valore contabile	Rettifica	Valore di perizia
Attrezzatura varia	2014	445,36	445,36	-	-	-
Piatto bianco frutta	2014	124,66	124,66	-	-	-
Bilancia Dibal Serie 500	2014	1.400,80	1.400,80	-	-	-
Hotpoint Mixer 700W	2014	39,99	39,99	-	-	-
MoulinexMixer	2014	44,61	44,61	-	-	-
Cuocipasta Baron	2014	1.800,00	1.800,00	-	-	-
Casseruole e padelle	2015	121,42	121,42	-	-	-
Attrezzatura da cucina	2019	829,93	518,70	311,23	- 61,23	250,00
Attrezzatura anno 2021	2021	342,77	171,38	171,39	- 21,39	150,00
Attrezzatura anno 2022	2022	1.702,28	851,14	851,14	- 51,14	800,00
Banco frigo	2022	2.500,00	1.250,00	1.250,00	- 50,00	1.200,00
Attrezzatura anno 2023	2023	2.577,58	644,40	1.933,18	- 33,18	1.900,00
Attrezzatura sala e cucina	2024	4.828,00	603,50	4.224,50	- 24,50	4.200,00
Caldaia murale Eco Compact+	2016	415,13	274,01	141,12	- 141,12	-
Aspiratore per camino acciaio	2023	376,23	45,15	331,08	- 31,08	300,00
Condizionatori	2017	3.500,00	1.260,00	2.240,00	- 1.740,00	500,00
Stampante Epson TM T20	2014	360,00	360,00	-	-	-
Smart Android Qcore l	2014	117,37	117,37	-	-	-
Smart Android Qcore	2014	117,37	117,37	-	-	-
Notebook Intel Aspire V5	2014	454,01	454,01	-	-	-
Smartphone Android	2014	234,74	234,74	-	-	-
PC Acer Aspire ES1	2015	317,53	317,53	-	-	-
LGL Bello D331	2015	341,19	341,19	-	-	-
Pico Station HP + router	2016	400,00	400,00	-	-	-
Telefono Smart 5.1	2016	250,90	250,90	-	-	-
Stampante fiscale Mirelec	2018	700,00	490,00	210,00	- 160,00	50,00
M5 Lite 10.1 LTE	2019	266,85	133,43	133,42	- 83,42	50,00
Cordless GSM	2019	300,01	150,00	150,01	- 100,01	50,00
Comp. Touch screen + stampanti	2021	3.540,00	1.416,00	2.124,00	- 1.124,00	1.000,00
Gruppo di continuità	2021	150,00	60,00	90,00	- 40,00	50,00
Ombrelloni mod. lusso	2014	1.300,00	975,00	325,00	- 325,00	-
Armadio Omnimodus	2016	122,94	67,60	55,34	- 55,34	-
		30.021,67	15.480,26	14.541,41	- 4.041,41	10.500,00

Il valore dei beni mobili assunto ai fini della determinazione del patrimonio netto rettificato risulta quindi pari ad **Euro 10.500,00**.

Tale valore risulta coerente con quello stimato dall'Istituto Vendite Giudiziarie del Tribunale di Roma in data 8.01.2026, pari ad Euro 10.178.00.

Immobilizzazioni immateriali

Il contratto di affitto del ramo d'azienda prevede che fanno parte del patrimonio del ramo l'avviamento, il know-how, la denominazione aziendale, i marchi, le denominazioni commerciali, i loghi, nonché i disegni e gli ulteriori segni identificativi di proprietà di Texmeat e dalla stessa utilizzati in relazione al Ramo d'Azienda affittata.

Nella contabilità della Tex Meat S.r.l. risultano iscritti i seguenti beni immateriali:

Beni	Anno	Costo storico	Fondo ammortamento	Valore contabile
Lavori Straor. Su Beni Di Terzi	2015	272.378,61	125.113,06	147.265,55
Altri Costi Ad Util.Plur.Da Amm.	2017	79.300,00	570,00	78.730,00
		351.678,61	125.683,06	225.995,55

Nel registro dei beni ammortizzabili della Tex Meat S.r.l. risultano invece iscritti i seguenti beni immateriali:

Beni	Anno	Costo storico	Fondo ammortamento	Valore contabile
Spese di pubblicità capitalizzate	2015	39.991,22	39.991,22	-
Lavori Manut. Straord. Via Di Pietralata	2017	2.850,00	2.850,00	-
Marchio	2109	640.075,43	71.176,38	568.899,05
Rifacimento Pavimentazione	2023	1.596,00	319,20	1.276,80
		684.512,65	114.336,80	570.175,85

Poiché non risulta una corrispondenza tra i dati contabili e quelli risultanti dal registro dei beni ammortizzabili, ai fini della valutazione lo scrivente ha fatto affidamento esclusivamente al dato contabile.

Come già esposto, la voce di contabilità “Lavori Straor. Su Beni Di Terzi” è stata computata nel procedimento di valutazione dell’immobile di via di Pietralata n. 141.

La voce “Altri Costi Ad Util.Plur.Da Amm.” riferendosi ad oneri pluriennali, quindi, ad una componente immateriale priva di autonoma utilità e trasferibilità, viene considerata a valore nullo ai fini della determinazione del patrimonio netto rettificato.

Quanto alla voce “Marchio”, iscritto nel libro dei beni ammortizzabili, ma non nella contabilità della Tex Meat S.r.l. alla data del 5.11.2025, si è potuto accertare che il relativo valore contabile netto è stato portato integralmente a costo nell’esercizio 2021 come componente straordinaria con descrizione “Allineamento saldi”.

Nonostante l’azzeramento del valore contabile, il marchio *”Bisteak – American Grill & Pizza”* risulta registrato presso l’ufficio Italiano Brevetti e Marchi in data 03.07.2006 sotto forma di *“mucca stilizzata con il corpo diviso in settori numerati in alto appare la scritta a semicerchio in stampatello minuscolo american grill & pizza sotto appare la scritta bisteak marchio figurativo a colori”*.

Stante la formale registrazione, ai fini della presente valutazione, al marchio è stato attribuito valore economico nullo, in quanto non emergono evidenze oggettive idonee a dimostrare l’esistenza di un autonomo valore patrimoniale ed economico distinto dall’avviamento aziendale complessivo.

La registrazione formale del marchio, infatti, costituisce una condizione necessaria, ma non sufficiente per l’attribuzione di un valore economico ai fini valutativi.

Affinché un marchio possa essere valorizzato autonomamente, infatti, è necessario che esso:

- sia effettivamente utilizzato come leva distintiva sul mercato;

- sia in grado di generare benefici economici futuri misurabili e attribuibili in via specifica;
- presenti un grado di notorietà, riconoscibilità e forza commerciale tale da consentirne una separata trasferibilità e sfruttabilità economica.

Nel caso di specie, tali presupposti non risultano verificabili.

Infatti:

- non sono disponibili informazioni attendibili circa investimenti pubblicitari, politiche di branding, strategie di posizionamento o campagne di comunicazione riconducibili specificamente al marchio;
- non risultano evidenze di una capacità del marchio di generare flussi di reddito autonomi e distinti rispetto a quelli prodotti dall'azienda nel suo complesso;
- il marchio appare strettamente integrato all'attività operativa del singolo esercizio, senza che possa essere isolato come asset autonomamente valorizzabile o cedibile indipendentemente dal complesso aziendale.

Va altresì considerato che:

- l'azienda versa in una situazione di crisi ed è sottoposta a procedura concorsuale;
- la continuità futura risulta condizionata da molteplici fattori di rischio;
- il valore economico dei beni immateriali non può essere presunto sulla base di valori contabili storici, ma deve essere fondato su prospettive di redditività futura realistiche e dimostrabili.

Alla luce di quanto sopra, pur riconoscendo la titolarità giuridica del marchio, si ritiene che esso non esprima, allo stato, un valore economico autonomo ai fini della determinazione del valore dell'azienda, tanto più in presenza di perdite strutturali dell'azienda.

Il marchio, infatti, non risulta scorporabile dal complesso aziendale, né suscettibile di autonoma cessione o concessione, senza la contestuale disponibilità del punto vendita, del format operativo e dell'organizzazione sottostante.

Pertanto, ogni eventuale beneficio economico ad esso riconducibile risulta di fatto già incluso nell'avviamento aziendale, il quale tiene conto della capacità dell'azienda di attrarre clientela, della reputazione commerciale, della fidelizzazione, del know-how operativo e dell'organizzazione aziendale. L'attribuzione di un ulteriore valore autonomo al marchio comporterebbe pertanto un indebito fenomeno di duplicazione valutativa, in contrasto con i principi di correttezza, prudenza e unitarietà della stima.

In conclusione, pertanto, il valore degli *intangibles* non risultanti dalla contabilità quali ad esempio il know-how, la denominazione aziendale, i marchi, i loghi, i disegni e gli ulteriori

segni identificativi dell'azienda, e le licenze autorizzazioni e permessi, non sono oggetto di autonoma valorizzazione analitica, in quanto il loro contributo economico viene considerato unitariamente nella determinazione dell'avviamento, al fine di evitare duplicazioni di valori.

* * * * *

Alla luce delle valutazioni svolte, il patrimonio netto (attivo) rettificato K', risulta il seguente:

Beni	Anno	Costo storico	Fondo ammortamento	Valore contabile	Rettifica	Valore di perizia
Lavori Straor. Su Beni Di Terzi	2014	272.378,61	125.113,06	147.265,55	- 147.265,55	-
Fabbricati Ind.Li E Comm.Li	2014	9.680,00	145,20	9.534,80	290.965,20	300.500,00
Attrezzatura varia	2014	445,36	445,36	-	-	-
Piatto bianco frutta	2014	124,66	124,66	-	-	-
Bilancia Dibal Serie 500	2014	1.400,80	1.400,80	-	-	-
Hotpoint Mixer 700W	2014	39,99	39,99	-	-	-
Moulinex Mixer	2014	44,61	44,61	-	-	-
Cuocipasta Baron	2014	1.800,00	1.800,00	-	-	-
Casseruole e padelle	2015	121,42	121,42	-	-	-
Attrezzatura da cucina	2019	829,93	518,70	311,23	- 61,23	250,00
Attrezzatura anno 2021	2021	342,77	171,38	171,39	- 21,39	150,00
Attrezzatura anno 2022	2022	1.702,28	851,14	851,14	- 51,14	800,00
Banco frigo	2022	2.500,00	1.250,00	1.250,00	- 50,00	1.200,00
Attrezzatura anno 2023	2023	2.577,58	644,40	1.933,18	- 33,18	1.900,00
Attrezzatura sala e cucina	2024	4.828,00	603,50	4.224,50	- 24,50	4.200,00
Caldaia murale Eco Compact+	2016	415,13	274,01	141,12	- 141,12	-
Aspiratore per camino acciaio	2023	376,23	45,15	331,08	- 31,08	300,00
Condizionatori	2017	3.500,00	1.260,00	2.240,00	- 1.740,00	500,00
Stampante Epson TM T20	2014	360,00	360,00	-	-	-
Smart Android Qcorel	2014	117,37	117,37	-	-	-
Smart Android Qcore	2014	117,37	117,37	-	-	-
Notebook Intel Aspire V5	2014	454,01	454,01	-	-	-
Smartphone Android	2014	234,74	234,74	-	-	-
PC Acer Aspire ES1	2015	317,53	317,53	-	-	-
LGL Bello D331	2015	341,19	341,19	-	-	-
Pico Station HP + router	2016	400,00	400,00	-	-	-
Telefono Smart 5.1	2016	250,90	250,90	-	-	-
Stampante fiscale Mirelec	2018	700,00	490,00	210,00	- 160,00	50,00
M5 Lite 10.1 LTE	2019	266,85	133,43	133,42	- 83,42	50,00
Cordless GSM	2019	300,01	150,00	150,01	- 100,01	50,00
Comp. Touch screen + stampanti	2021	3.540,00	1.416,00	2.124,00	- 1.124,00	1.000,00
Gruppo di continuità	2021	150,00	60,00	90,00	- 40,00	50,00
Ombrelloni mod. lusso	2014	1.300,00	975,00	325,00	- 325,00	-
Armadio Omnimodus	2016	122,94	67,60	55,34	- 55,34	-
		312.080,28	140.738,52	171.341,76	139.658,24	311.000,00

Pertanto, il patrimonio netto rettificato (K'), ai fini della presente valutazione, viene quantificato in **Euro 311.000,00**.

8.4 Determinazione del reddito atteso normalizzato

Ai fini della determinazione del reddito atteso normalizzato sono state prese in esame le situazioni economiche degli anni 2022, 2023, e 2024.

Dall'esame dei dati economici dei quattro anni è emerso un dato comune: il perdurare di una perdita operativa, segno dell'incapacità dell'azienda di far fronte ai costi della produzione mediante i ricavi realizzati.

Tale dato risulta confermato anche dalla situazione contabile al 5.11.2025 che presenta un risultato economico provvisorio negativo (perdita) di Euro - 79.244,98.

Le situazioni economiche dei quattro anni sono state comparate onde verificare scostamenti significativi che necessitassero di un approfondimento d'indagine.

Dalla comparazione è emersa una forte correlazione dei dati economici afferenti gli anni 2024 e 2023, mentre sono emersi scostamenti evidenti, soprattutto sul fronte dei ricavi, rispetto alla situazione dell'anno 2022 e 2021.

I ricavi dell'anno 2022, pari ad Euro 900.444,00, infatti, risultano significativamente superiori rispetto a quelli degli anni 2023-2024, nell'ordine del 15%, mentre i ricavi del 2021, pari ad Euro 531.218,00, risultano significativamente inferiori. Tali scostamenti non appaiono giustificati rispetto alla stabilità dei risultati degli anni 2023 e 2024, e pertanto il reddito atteso normalizzato è stato determinato sulla base delle risultanze contabili di tali due anni.

Le risultanze degli ultimi due anni conclusi (2023-2024), infatti, sembrano permettere di individuare, su base storica, una situazione durevole e ripetibile nel tempo in rapporto alle caratteristiche patrimoniali, economiche, organizzative, e finanziarie dell'azienda valutanda, in relazione alle condizioni gestionali offerte dalla proprietà.

Dalla comparazione delle situazioni economiche degli anni 2023 e 2024, lo scrivente ha elaborato il seguente conto economico "normalizzato".

COSTI		RICAVI	
MATERIE DI CONSUMO C/ACQUISTI DED.	27.000,00	CORRISPETTIVI NETTI	635.000,00
MERCI C/ACQUISTI	332.000,00	RICAVI DELLE VENDITE ITALIA	635.000,00
ACQUISTI DI PRODUZIONE E COMMERCIA	359.000,00	RICAVI SU PRESTAZIONI E VENDITE	150.000,00
		RICAVI DELLE PRESTAZIONI	150.000,00
MATER. CANCELLERIA (REGISTRI,TIMBR	4.000,00		
MATERIALE DI PULIZIA DED.100%	4.000,00		
MATERIALI PER MANUT. E RIPARAZIONI	650,00		
ALTRI ACQUISTI	8.650,00		
TRASPORTI SU ACQUISTI DED.100%	300,00		
SERVIZI PER ACQUISTI	300,00		
LAVORAZIONI ESTERNE DED.100%	15.000,00		
ALTRE UTENZE DED.100%	15.000,00		
ENERGIA ELETTRICA	20.000,00		
MERCI/MATERIALI PER LA PRODUZIONE	6.000,00		
SERVIZI INDUSTRIALI	56.000,00		
COMMISSIONI PER SERVIZI DI INCASSO	8.000,00		
SITO WEB	160,00		
SERVIZI COMMERCIALI	8.160,00		
SPESE BANCARIE DED.100%	500,00		
ALTRE ASSICURAZIONI	3.000,00		
SPESE PER AGGIORNAMENTO E FORMAZIO	3.000,00		
CANONI DI MANUTENZIONE	260,00		
SPESE MANUT./RIPARAZIONI	650,00		
SERVIZI VARI GENERALI E AMMINISTRA	1.500,00		
SPESE TELEFONICHE DEDUCIBILI 80%	1.000,00		
SERVIZI AMMINISTRATIVI E GENERALI	9.650,00		
NOLEGGI INDUSTRIALI E ATTREZZATURE	800,00		
NOLEGGI PASSIVI	1.000,00		
LOCAZIONI, NOLEGGI E LICENZE D'USO	1.800,00		
SALARI E STIPENDI	235.000,00		
SALARI E STIPENDI	235.000,00		
PREMIO INAIL	1.750,00		
ONERI SOCIALI SU STIPENDI E SALARI	89.500,00		
ONERI SOCIALI	91.250,00		
TRATTAMENTO FINE RAPPORTO	22.000,00		
TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO	22.000,00		
AMM.TO DELLE IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	11.415,00		
AMMORTAMENTI	11.415,00		
IMU IMMOBILI STRUMENTALI DED. 100%	35.400,00		
IMPOSTE E TASSE	35.400,00		
TOTALE COSTI	838.625,00	TOTALE RICAVI	785.000,00
		PERDITA D'ESERCIZIO	- 53.625,00

Nel procedimento di normalizzazione, gli ammortamenti sono stati determinati sulla base dei valori del patrimonio netto rettificato K', nell'ottica, quindi, di un potenziale acquirente.

Dalla normalizzazione del conto economico, emerge una situazione di perdita stabile dell'attività ristorativa, con una perdita attesa normalizzata stimata di **Euro - 53.625,00**.

L'analisi dei dati storici evidenzia, dunque, una redditività negativa strutturale, espressione di un avviamento negativo, riferito alla gestione proprietaria.

Tale risultato non risulta idoneo per determinare un valore economico aziendale in condizioni di continuità.

Una redditività negativa strutturale, infatti, non rende la continuità una scelta economicamente conveniente, in confronto ad un'ipotesi di liquidazione.

Considerando, infatti, il valore aziendale pari a:

$$W = K' + (R - K' i) \frac{a}{n} \overline{i'}$$

Per $R < 0$ l'azienda non farebbe altro che erodere il suo valore patrimoniale, o del capitale investito, rendendo così non conveniente la prosecuzione dell'attività senza interventi mirati al risanamento.

Le valutazioni delle aziende in crisi, in ipotesi di continuità devono necessariamente basarsi su un piano di risanamento formalizzato ed approvato, da cui emergano le condizioni in grado di assicurare il perdurare della continuità aziendale.

La valutazione in ipotesi di continuità aziendale, pertanto, richiede l'esistenza di un piano di risanamento formalizzato ed approvato in grado di assicurare, almeno, la seguente uguaglianza:

$$R = K' i$$

Tale equazione assume che la continuità aziendale sia assicurata solo allorché l'azienda disponga di potenzialità reddituali che consentano una remunerazione del capitale investito almeno pari a quella minima del settore (congrua remunerazione).

Lo scrivente non è a conoscenza dell'esistenza di un piano di risanamento economico formalizzato ed approvato, e pertanto, la valutazione del valore aziendale, di fronte alle apparenti cause di crisi individuate, imporrebbe di utilizzare esclusivamente una logica valutativa prudentiale che tenga conto delle prospettive di perdita stabili, ovvero l'adozione di criteri di liquidazione.

Pur tuttavia, l'esistenza di un contratto di affitto di azienda e di un contratto di locazione immobiliare consente di presumere che, almeno nel breve periodo, la continuità aziendale non risulti del tutto compromessa.

L'affittuaria, infatti, sembrerebbe aver riconosciuto al ramo d'azienda "*Ristorante Bistek - American Grill & Pizza*" una capacità reddituale, essendosi resa disponibile ad affittarlo ad un canone annuale di Euro 18.000,00, nonché a sostenere un costo per la locazione dell'immobile di via di Pietralata n. 141, ove è ubicata l'attività, pari ad Euro 36.000,00 annui. Inoltre, l'affittuaria ha già formulato un'offerta irrevocabile di acquisto del ramo

d'azienda (escluso l'immobile e le passività), pur condizionata, di Euro 180.000,00, da formalizzarsi, al più tardi, alla scadenza del contratto di affitto, segno del riconoscimento dell'esistenza di un avviamento commerciale, latente rispetto alle mere risultanze contabili della Tex Meat S.r.l..

Gli importi dei canoni di affitto del ramo d'azienda, e del canone di locazione, sono stati negoziati dalle parti, e ritenuti congrui, e dovrebbero ragionevolmente esprimere le aspettative dell'affittuaria in ordine ad un possibile miglioramento della redditività dell'attività del "*Ristorante Bistek - American Grill & Pizza*", atteso che il canone complessivamente riconosciuto alla Tex Meat S.r.l. dall'affittuario di Euro 54.000,00 annui (ramo d'azienda + immobile), non sarebbe evidentemente sostenibile, laddove l'azienda continui a consuntivare una redditività negativa.

E' senz'altro ragionevole, pertanto, assumere che, nelle aspettative dell'affittuaria, il ramo d'azienda disponga di potenzialità reddituali che consentano una remunerazione del capitale investito almeno pari a quella minima del settore.

In tale contesto, quindi, le aspettative dell'affittuaria riflettono, di fatto, quelle di un piano di risanamento economico, pur non conosciuto, su cui porre le basi per determinare un reddito medio netto atteso e quindi un potenziale avviamento dell'azienda.

Poiché i termini del piano di rilancio sono ignoti, è possibile utilizzare, con tutte le cautele del caso, i dati economici desumibili dal contratto di affitto del ramo d'azienda e di locazione immobiliare, per stimare in via indiretta, attraverso un procedimento inferenziale, la redditività attesa aziendale su cui basare la valutazione del valore aziendale in continuità, senza tuttavia assumere tali dati come flussi da capitalizzare o come base diretta di determinazione del valore economico dell'azienda.

Sulla base di tale presupposto lo scrivente ha provveduto a determinare il reddito netto medio atteso assumendo che la percentuale della redditività che l'affittuario riconosce al proprietario dell'azienda sotto forma di affitto di azienda si attesti su una percentuale che oscilla mediamente tra il 20% e il 30%, tenuto conto della rischiosità trasferita in capo all'affittuario.

Affinché il canone annuo complessivo pari a Euro 54.000,00 possa ritenersi economicamente sostenibile, infatti, il reddito operativo netto prospettico dell'azienda dovrebbe collocarsi in un intervallo coerente con una retrocessione all'affittante compresa tra il 20% e il 30% della redditività attesa.

Il canone di affitto del ramo d'azienda rappresenta una forma di remunerazione del capitale aziendale, il cui livello risulta inversamente correlato al grado di rischio operativo assunto dall'affittuario: tale remunerazione tende ad aumentare al diminuire del rischio in capo all'affittante e, viceversa, a ridursi all'aumentare del rischio trasferito all'affittuario.

Nel caso di specie, il rischio operativo, di per se molto elevato, risulta integralmente trasferito all'affittuaria, in presenza di un canone fisso e in assenza di meccanismi di indicizzazione ai risultati economici, e tale circostanza giustifica l'adozione di una percentuale di retrocessione contenuta e prudentiale.

L'assunzione di un intervallo del 20–30% consente, pertanto, di verificare la coerenza economica del canone rispetto alla redditività prospettica dell'azienda, escludendo percentuali più elevate che risulterebbero incompatibili con l'allocazione del rischio contrattualmente prevista.

Ne deriva, quindi, che dato y la percentuale di reddito riconosciuta dall'affittuario all'affittante, il reddito medio prospettico atteso, derivante dalle aspettative dell'affittuaria può essere determinato come:

$$R = \frac{\text{Canoni di affitto}}{y}$$

Tale relazione non costituisce un modello valutativo autonomo, bensì uno strumento di inferenza economica volto a ricondurre le aspettative negoziali dell'affittuaria ad un reddito medio potenziale coerente con la prassi di settore.

Il valore risultante dall'applicazione di tale algoritmo, tuttavia, non può essere utilizzato direttamente ai fini valutativi in quanto, la contingente situazione di crisi, richiede una ponderazione per tener conto della probabilità p di insuccesso del piano di risanamento prospettato dall'affittuaria.

Pur in presenza di un piano di risanamento, infatti, lo scenario di ristrutturazione non può coincidere con quello atteso, ma deve sempre riflettere scenari stressati, alternativamente incorporabili attraverso flussi ponderati per le probabilità di successo.

Pertanto, ai fini della stima, il reddito medio atteso, deve essere ponderato per tener conto della probabilità p di insuccesso del piano di rilancio prospettato dall'affittuaria.

Questo procedimento correttivo è imposto dal documento “*Discussion paper n. 1/25 - La valutazione delle aziende in crisi*” predisposto dall'Organismo Italiano di Valutazione, e rappresenta il fulcro della valutazione delle aziende in crisi in continuità in presenza di un piano di rilancio.

Il valore del reddito atteso, ponderato per la probabilità di successo P del piano di riequilibrio, è dunque espresso dal seguente algoritmo:

$$R' = R \times P = R \times (1 - p)$$

dove

R' rappresenta il reddito medio atteso ponderato

P rappresenta la probabilità di successo del piano

p rappresenta la probabilità di insuccesso del piano

Il valore così determinato, tuttavia, assume ancora la natura di reddito lordo che deve scontare l'imposizione fiscale.

Ipotizzando un'aliquota media societaria del 28,82% (Ires + Irap tenuto conto dell'incidenza delle detrazioni sul costo del personale dipendente), il valore del reddito medio atteso netto R' risulta il seguente:

$$R' = R \times P = R \times (1 - p) \times (1 - t)$$

Dove, oltre ai parametri già noti

$$t = 28,82\%$$

Poiché nella costruzione dei flussi prospettici l'Esperto deve sempre assoggettare il piano ad un autonomo esercizio di scetticismo professionale, mediante analisi di coerenza, *stress test* e *sensitivity analysis*, al fine di tener conto del grado di incertezza connesso alla percentuale di retrocessione del reddito netto all'affittante sotto forma di canone di affitto d'azienda e locazione immobiliare, ed alla probabilità di insuccesso del piano di riequilibrio adottato, la stima della redditività media attesa è stata supportata da un'analisi di sensitività che postula differenti valori delle due variabili.

La matrice che segue consente di individuare un intervallo di valori di reddito netto atteso, in condizioni di continuità, assunta sulla base delle aspettative dell'affittuaria, all'interno del quale risulta ragionevole collocare il reddito medio prospettico da utilizzare ai fini della valutazione.

Reddito netto atteso		(Canoni affitto/locazione) / Reddito		
		20%	25%	30%
% insuccesso	0%	192.186	153.749	128.124
	25%	144.140	115.312	96.093
	50%	96.093	76.874	64.062
	75%	48.047	38.437	32.031
	100%	-	-	-

Lo scrivente ritiene, pertanto, che il reddito netto atteso in condizioni di continuità, possa collocarsi nella fascia **64.000 – 96.000 Euro**, e che tale rappresenti il *range* dei possibili risultati che l'affittuaria/potenziale acquirente con un buon piano di riequilibrio economico gestionale possa raggiungere nel medio periodo, con una probabilità di successo del 50%.

La probabilità del 50% si ritiene congrua tenuto conto del fatto che, per quanto già esaminato, la crisi, di origine economico-gestionale, potrebbe non avere natura irreversibile (elevata gravità), e che un *turnaround* del soggetto gestore/economico potrebbe apportare mutamenti operativi idonei al ripristino dell'equilibrio, ma considerando, tuttavia, che la strutturale condizione di perdita aziendale potrebbe anche celare ostacoli significativi al processo di risanamento.

La probabilità del 50%, quindi, non esprime una previsione, ma una scelta valutativa prudentiale volta a collocare la stima in una posizione mediana tra successo e insuccesso del piano.

Si precisa che i valori del reddito netto medio prospettico atteso determinati non rappresentano una proiezione dei risultati storici della società concedente, né una garanzia di conseguimento degli stessi, bensì una stima delle capacità reddituali potenziali del complesso aziendale, valutate alla luce delle aspettative economiche dall'affittuaria riflesse nel contratto d'affitto d'azienda e nel contratto di locazione immobiliare.

Tale procedimento di stima si è reso necessario in quanto l'utilizzo di redditi storici negativi ai fini della stima del valore economico dell'azienda condurrebbe a risultati privi di significato economico in un contesto di continuità aziendale, di fatto apparentemente non compromessa nel breve periodo.

Pertanto, il procedimento adottato riflette la necessità di evitare semplificazioni fuorvianti in un contesto caratterizzato da perdite storiche, assenza di un piano di risanamento formalizzato, e la presenza di aspettative economiche desumibili esclusivamente in via indiretta.

8.5 Determinazione del tasso di congrua remunerazione e del tasso di attualizzazione

Il tasso di congrua remunerazione è definito come il rendimento medio atteso dal capitale di rischio investito nell'impresa, ed è espresso dalla seguente formula:

$$i = i1 + i2 + i3$$

dove:

- **i1** rappresenta il rendimento medio di un investimento a “rischio nullo” o trascurabile, cioè il compenso minimo per rinunciare alla disponibilità del capitale investito. Per convenzione si intendono come investimenti *riskless*, a rischio nullo, i Titoli di Stato, reputati esenti da rischio di recupero del capitale investito; i rendimenti dei Titoli di Stato, depurati dal tasso di inflazione, ove necessario, e dell'effetto fiscale, rispondono ai requisiti per la determinazione del *risk free rate*;
- **i2** indica il premio per il rischio, ossia il premio che va a remunerare il rischio che si incorre investendo in una specifica attività;

- **i3** indica il maggior rischio specifico connesso alle minori dimensioni aziendali, alla ridotta liquidità e alla maggiore incertezza tipica delle PMI.

Il tasso privo di rischio – $i1$ – (*risk free rate*) è stato determinato sulla base del rendimento medio dei titoli costituenti i RendiStato relativi all'anno 2025 (da gennaio a dicembre).

Del valore di tali rendimenti medi si è fatta la media aritmetica semplice.

Gen	Feb	Mar	Apr	Mag	Giu	Lug	Ago	Set	Ott	Nov	Dic	Media
3,195	3,08	3,287	3,072	2,997	2,929	2,969	3,008	3,053	2,962	2,969	3,077	3,049

La media del periodo gennaio – dicembre 2025, al netto della componente fiscale (imposta sostitutiva del 20,00%), pari al **2,44%**, è stato assunto quale tasso privo di rischio ($i1$).

Trattandosi di rendimenti 2025 non occorre, nel rispetto del principio della coerenza flusso – tasso, effettuare alcuna depurazione dell'effetto dell'inflazione.

Per la determinazione del premio per il rischio, cioè la seconda componente del tasso di sconto ($i2$), è stato utilizzato un approccio basato sul *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), in linea con la prassi internazionale e dei Principi Italiani di Valutazione.

Secondo il CAPM, il rendimento atteso su un capitale investito (Ke) può essere espresso come:

$$Ke = rf + \beta \times ERP$$

dove:

rf è il tasso privo di rischio;

β è coefficiente di sensibilità del settore di riferimento rispetto al mercato;

ERP è l'*Equity Risk Premium*, ovverosia il sovra-rendimento del settore richiesto rispetto al tasso privo di rischio.

Pertanto, nel caso specifico:

$$i2 = \beta \times ERP$$

Ai fini della presente valutazione:

- il coefficiente β è stato posto pari all'*Average Unlevered Beta* per il settore *Restaurant/Dining*, pari allo **0,78%** stimato dal Prof. Damodaran e aggiornato a gennaio

2026 (Fonte: *Total Betas by Sector (for computing private company costs of equity)* - US – January 2026 – Aswath Damodaran – NYU).

- ERP è stato posto pari all'*Equity Risk Premium* per il mercato azionario italiano stimato dal Prof. Damodaran e aggiornato a gennaio 2026, pari al **6,69%**. (Fonte: *Country Default Spreads and Risk Premium* – January 2026 – Aswath Damodaran – NYU).

Applicando i valori così determinati al suesposto algoritmo si ha:

$$i_2 = 0,78\% \times (6,69\%) = 5,22\%$$

Ai valori così ottenuti occorre aggiungere, considerata la tipologia dell'azienda oggetto di stima, una maggiorazione per il c.d. rischio dimensionale applicabile alle aziende di ridotte dimensioni (i_3), valutabile, per prassi, nell'intervallo tra l'1,5% ed il 4%. Si è scelto quindi di utilizzare un tasso medio del 4,00% coerentemente con le indicazioni delle banche dati Duff & Phelps (Kroll) e con la prassi valutativa nazionale e internazionale, per società non quotate con fatturato annuo inferiore a 10 milioni di Euro. Tale premio riflette il maggior rischio specifico connesso alle minori dimensioni aziendali, alla ridotta liquidità e alla maggiore incertezza tipica delle PMI, nonché alla situazione di crisi in atto.

Riepilogando, quindi, **il tasso di congrua remunerazione può essere determinato pari al 11,66%** nella seguente composizione:

Tasso privo di rischio	2,44%
Premio per il rischio (6,69%) x β unlevered (0,78%)	5,22%
Tasso per il rischio dimensionale	4,00%
Tasso di congrua remunerazione	11,66%

Ai fini della presente valutazione **il tasso di attualizzazione dei flussi futuri (i') è stato assunto pari al tasso di congrua remunerazione del capitale investito (i).**

Tale scelta trova ragione nel fatto che la probabilità di insuccesso del piano di riequilibrio che giustificerebbe un maggior tasso di attualizzazione, risulta già incorporata nella determinazione del reddito medio prospettico; in tal modo pertanto si evita una duplicazione del rischio già incorporato nella determinazione del reddito da attualizzare.

L'adozione di un tasso di attualizzazione dei flussi futuri (i') pari al tasso di congrua remunerazione del capitale investito (i) evita, pertanto, una duplicazione del rischio che condurrebbe a una sottostima del valore economico, in contrasto con i principi di coerenza e neutralità della stima.

Inoltre, tale scelta trova ragione nel fatto che, nel caso specifico, la valutazione non tiene conto della struttura finanziaria aziendale e del relativo costo. Pertanto non è stato necessario utilizzare ai fini valutativi il WACC.

Il tasso di attualizzazione così determinato si ritiene coerente con la configurazione di valore oggetto di stima e con il profilo di rischio del piano, essendo stato determinato evitando assunzioni semplificative non compatibili con il contesto di crisi.

8.6 Determinazione del valore dell'azienda in continuità

Sulla base dei valori sopra determinati, il valore dell'azienda "*Ristorante Bistek - American Grill & Pizza*" può essere determinato, mediante l'applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento, utilizzando la seguente formula:

$$W = K' + (R' - K' i) a_{\overline{n}|i'}$$

dove:

$$K' = 311.000,00$$

$$R' = R \times P \times (1 - t) = \text{Canoni di affitto/locazione} \times (1/y) \times (1-p) \times (1 - t)$$

$$y = 20\% \sim 30\%$$

$$p = 0\% \sim 100\%$$

$$t = 28,82\%$$

$$i = 11,66\%$$

$$i' = 11,66\%$$

$$n = 3$$

$$a_{\overline{n}|i'} = 2,416009093$$

La componente $(R' - K' i) \times a_{\overline{n}|i'}$ rappresenta il valore dell'avviamento, inteso come sovra-reddito atteso rispetto alla congrua remunerazione del capitale investito

L'orizzonte temporale di **tre anni** adottato per la determinazione dei benefici economici oggetto di capitalizzazione è stato scelto, e ritenuto congruo, in considerazione della natura dell'attività esercitata, del settore di appartenenza, nonché del contesto di incertezza operativa e strategica in cui l'azienda si colloca. Tale periodo consente di cogliere gli effetti economici dell'avviamento esistente entro un orizzonte temporale ragionevolmente osservabile e

stimabile alla data di valutazione, senza attribuire valore a benefici di lungo periodo caratterizzati da un grado di aleatorietà non ragionevolmente stimabile.

Al fine di tener conto della percentuale di retrocessione dei redditi attesi, e della probabilità di insuccesso del piano di riequilibrio, la valutazione è stata supportata da un'analisi di sensitività che postula differenti ipotesi di valore di tali variabili.

La matrice dei valori ottenuti consente di individuare un intervallo di valori economici plausibili, all'interno del quale risulta ragionevole collocare il valore dell'azienda in ottica di continuità, assunta sulla base delle aspettative dell'affittuaria.

La tabella che segue espone i valori economici dell'azienda risultanti dall'applicazione della formula di stima al variare della percentuale di retrocessione del reddito atteso ipotizzata (y) e della probabilità di insuccesso del piano di riequilibrio (p).

Valore aziendale		(Canoni affitto/locazione) / Reddito		
		20%	25%	30%
% insuccesso	0%	687.726	594.861	532.952
	25%	571.645	501.997	455.564
	50%	455.564	409.132	378.177
	75%	339.484	316.267	300.790
	100%	223.403	223.403	223.403

L'analisi di sensitività consente di apprezzare l'ampiezza dell'intervallo valutativo e di individuare, in coerenza con quanto richiesto dai Principi Italiani di Valutazione un *range* di valori dell'azienda plausibili, evitando attribuzioni puntuali caratterizzate da un eccessivo grado di aleatorietà.

Occorre comunque considerare che il concetto di valore dell'azienda riorganizzata e risanata, inteso come il valore che un operatore di mercato attribuirebbe all'azienda sulla base di un piano di ristrutturazione verificato, e con probabilità di successo elevata, rappresenta il valore che incorpora i rischi del piano ma esclude il rischio di fallimento dello stesso.

E' pertanto evidente che i valori, pur riportati nella matrice, inferiori al valore del patrimonio netto rettificato K' (Euro 311.000,00) assumono rilevanza meramente teorica, in quanto riflettono scenari incompatibili con l'ipotesi di continuità aziendale oggetto della presente stima, incorporando l'ipotesi di insuccesso del piano di risanamento (trattasi dei valori corrispondenti all'ipotesi $R < K_i$).

Si ribadisce, per altro, che i valori determinati, riferendosi ad un'azienda che necessita di una riorganizzazione/ristrutturazione operativa, rappresentano valori potenziali, fondati su scenari futuri probabili ma non certi.

Alla luce di quanto esposto, lo scrivente ritiene che **il valore dell'azienda possa collocarsi in un intervallo compreso tra Euro 378.000,00 ed Euro 455.000,00, con un valore mediano di Euro 409.000,00.**

Tale *range* di valori risulta determinato:

- assumendo che le ipotesi di risanamento riflesse nelle condizioni negoziate nel contratto di affitto del ramo d'azienda e di locazione immobiliare prevedano che i canoni di affitto del ramo e di locazione rappresentino una percentuale compresa tra il 20% e il 30% del reddito lordo atteso dall'affittuaria;
- assumendo una probabilità di successo, in termini di ripristino della redditività aziendale, nei termini sopra descritti, del 50%.

Il risultato della valutazione deve necessariamente essere letto come un intervallo entro cui ragionevolmente dovrebbe collocarsi il valore economico dell'azienda, in quanto il prezzo puntuale viene a formarsi esclusivamente all'esito del risultato di una negoziazione tra parti informate, portatrici di aspettative e propensioni al rischio differenti.

I valori determinati, pertanto, rappresentano esclusivamente una stima del valore economico del complesso aziendale alla data di valutazione, sulla base delle informazioni disponibili, delle ipotesi formulate, e dei criteri valutativi adottati.

Coerentemente, viene di seguito esposta una matrice che espone i valori dell'avviamento al variare della percentuale di retrocessione del reddito atteso ipotizzata (y), e della probabilità di insuccesso del piano di riequilibrio (p).

Avviamento		(Canoni affitto/locazione) / Reddito		
		20%	25%	30%
% insuccesso	0%	376.726	283.861	221.952
	25%	260.645	190.997	144.564
	50%	144.564	98.132	67.177
	75%	28.484	5.267	10.210
	100%	- 87.597	- 87.597	- 87.597

Dalla matrice emerge un valore attribuibile all'avviamento che oscilla, a seconda delle ipotesi adottate, tra Euro 67.000,00 ed Euro 144.000,00 con un valore mediano di Euro 98.000,00.

Con riguardo a tali valori, si precisa che:

- l'avviamento stimato non rappresenta una capitalizzazione della redditività storica, bensì una valutazione prospettica condizionata, coerente con un mutamento del soggetto gestore/economico dell'azienda in un'ipotesi di riequilibrio gestionale;

- la stima dell'avviamento non presuppone il successo del piano di riequilibrio, ma riflette esclusivamente la trasferibilità economica dell'azienda a un operatore terzo (l'affittuaria) che, assumendosi il rischio, ha già espresso aspettative economiche concrete su di essa.

8.7 Determinazione del valore di liquidazione dell'azienda

Il valore aziendale determinato in ipotesi di continuità viene in questa sede posto a confronto con un valore determinato in un'ipotesi di liquidazione, onde poter confrontare i due valori laddove all'esito del fallimento della procedura di concordato dovesse essere aperta la procedura di liquidazione giudiziale di Tex Meat S.r.l..

La determinazione del valore dell'azienda nell'ambito della liquidazione giudiziale deve necessariamente tener conto del mutamento del contesto economico, giuridico ed operativo nel quale i beni e le utilità aziendali vengono collocati, rispetto allo scenario di continuità aziendale.

Infatti, la liquidazione giudiziale comporta il superamento della prospettiva del *"going concern"*, e la sua sostituzione con una logica di realizzo concorsuale finalizzata alla soddisfazione dei creditori, secondo modalità e tempi imposti dalla procedura, che incidono in modo strutturale sulla capacità dei beni e dell'azienda nel suo complesso di esprimere valore.

In sede liquidatoria, quindi, i criteri di valutazione fondati su modelli di razionalità economica tipici dei mercati ordinari tendono a perdere centralità, risultando frequentemente sostituiti da logiche di realizzo pragmatiche, orientate alla riduzione del rischio e alla certezza dell'incasso.

In linea generale il valore di liquidazione giudiziale di un'azienda dipende dalle modalità con cui la stessa viene venduta nell'ambito della procedura concorsuale.

Ai sensi del combinato disposto degli artt. 213 e 214 del CCII, infatti, il curatore nel programma di liquidazione può prevedere, alternativamente, la cessione unitaria dell'azienda, di singoli rami, di beni o di rapporti giuridici in blocco, ovvero la vendita dei singoli beni laddove questa consenta una prevedibile maggiore soddisfazione dei creditori.

Vien da sé, tuttavia, che quando la cessione unitaria dell'azienda o dei singoli rami non risulta possibile per assenza di acquirenti, la liquidazione dei singoli beni rimane l'unica ipotesi percorribile.

La determinazione del valore di liquidazione dell'azienda nell'ambito della liquidazione giudiziale, dunque, impone all'Esperto di formulare due distinti scenari: uno considerando la cessione unitaria dell'azienda o singoli rami, e l'altro considerando la cessione dei singoli beni.

8.7.1 Il valore di liquidazione unitario dell'azienda

Per poter determinare il valore unitario di liquidazione dell'azienda, nel caso di specie, occorre soffermarsi sulla circostanza che il contratto di affitto del ramo d'azienda (e quello di

locazione dell'immobile), nell'ipotesi in cui fosse aperta la procedura di liquidazione giudiziale, rientrerebbe tra i contratti pendenti di cui all'art. 172 CCII, e che il subentro, ovvero lo scioglimento del contratto da parte del curatore, assumerebbe ai fini della stima del valore aziendale un evento dirimente.

Infatti:

- in ipotesi di subentro, le obbligazioni contrattuali scaturenti dal contratto di affitto del ramo d'azienda consentirebbero di individuare un valore del ramo operativo (beni materiali e immateriali), essendo esso definito nella proposta irrevocabile di acquisto contenuta nel contratto;
- in ipotesi di scioglimento, venendo meno la normale dinamica imprenditoriale, e sussistendo il rischio di interruzione dell'attività, il valore di liquidazione aziendale dovrebbe necessariamente scontare i rischi di discontinuità operativa, di reputazione, e di ritardo nel trasferimento del complesso aziendale tipici della procedura liquidatoria.

Valore di liquidazione in ipotesi di subentro nel contratto di affitto del ramo d'azienda

Nell'ipotesi di subentro della curatela nel contratto di affitto del ramo di azienda (e di locazione immobiliare), la procedura potrebbe fare affidamento sulla proposta irrevocabile di acquisto del ramo che l'affittuaria si è impegnata a formulare, ove compatibili con i parametri di vendita stabiliti.

Il contratto, infatti, non prevede ipotesi di recesso a vantaggio dell'affittuaria, la quale, pertanto, laddove dovesse essere aperta la procedura liquidatoria della Tex Meat S.r.l., risulterebbe comunque vincolata all'impegno dell'offerta di acquisto.

Per quanto ovvio, tuttavia, l'offerta dell'affittuaria sarebbe esperibile solo ove compatibile con il prezzo minimo di vendita previsto dalla procedura competitiva.

Occorre per altro considerare che per potersi avvantaggiare dell'impegno irrevocabile dell'affittuaria, la curatela dovrebbe prevedere la vendita del ramo operativo separatamente da quello immobiliare.

In un tale contesto, dunque, il valore di realizzo del ramo operativo, comprendente, essenzialmente, i beni materiali, e l'avviamento, può essere ragionevolmente ancorato al valore desumibile dal contenuto economico del contratto di affitto del ramo.

Il prezzo offerto dall'affittuaria per l'acquisto del ramo operativo ammonta ad Euro 180.000,00, decurtato dell'importo dei canoni di affitto corrisposti fino al momento dell'offerta.

Supponendo, quindi, che l'offerta di acquisto venga effettuata alla conclusione della durata biennale del contratto di affitto del ramo d'azienda, il prezzo offerto risulterebbe almeno pari ad Euro 144.000,00.

Tale importo risulterebbe comprensivo di tutti i beni materiali come già individuati, e per la restante parte l'avviamento.

La ripartizione dell'importo dell'offerta, dunque, può essere così rappresentato:

Beni	Anno	Costo storico	Fondo ammortamento	Valore contabile	Rettifica	Valore di perizia
Attrezzatura varia	2014	445,36	445,36	-	-	-
Piatto bianco frutta	2014	124,66	124,66	-	-	-
Bilancia Dibal Serie 500	2014	1.400,80	1.400,80	-	-	-
Hotpoint Mixer 700W	2014	39,99	39,99	-	-	-
Moulinex Mixer	2014	44,61	44,61	-	-	-
Cuocipasta Baron	2014	1.800,00	1.800,00	-	-	-
Casseruole e padelle	2015	121,42	121,42	-	-	-
Attrezzatura da cucina	2019	829,93	518,70	311,23	- 61,23	250,00
Attrezzatura anno 2021	2021	342,77	171,38	171,39	- 21,39	150,00
Attrezzatura anno 2022	2022	1.702,28	851,14	851,14	- 51,14	800,00
Banco frigo	2022	2.500,00	1.250,00	1.250,00	- 50,00	1.200,00
Attrezzatura anno 2023	2023	2.577,58	644,40	1.933,18	- 33,18	1.900,00
Attrezzatura sala e cucina	2024	4.828,00	603,50	4.224,50	- 24,50	4.200,00
Caldia murale Eco Compact+	2016	415,13	274,01	141,12	- 141,12	-
Aspiratore per camino acciaio	2023	376,23	45,15	331,08	- 31,08	300,00
Condizionatori	2017	3.500,00	1.260,00	2.240,00	- 1.740,00	500,00
Stampante Epson TM T20	2014	360,00	360,00	-	-	-
Smart Android Qcore1	2014	117,37	117,37	-	-	-
Smart Android Qcore	2014	117,37	117,37	-	-	-
Notebook Intel Aspire V5	2014	454,01	454,01	-	-	-
Smartphone Android	2014	234,74	234,74	-	-	-
PC Acer Aspire ES1	2015	317,53	317,53	-	-	-
LGL Bello D331	2015	341,19	341,19	-	-	-
Pico Station HP + router	2016	400,00	400,00	-	-	-
Telefono Smart 5.1	2016	250,90	250,90	-	-	-
Stampante fiscale Microlec	2018	700,00	490,00	210,00	- 160,00	50,00
M5 Lite 10.1 LTE	2019	266,85	133,43	133,42	- 83,42	50,00
Cordless GSM	2019	300,01	150,00	150,01	- 100,01	50,00
Comp. Touch screen + stampanti	2021	3.540,00	1.416,00	2.124,00	- 1.124,00	1.000,00
Gruppo di continuità	2021	150,00	60,00	90,00	- 40,00	50,00
Ombrelloni mod. lusso	2014	1.300,00	975,00	325,00	- 325,00	-
Armadio Omnimodus	2016	122,94	67,60	55,34	- 55,34	-
Totale beni mobili		30.021,67	15.480,26	14.541,41	- 4.041,41	10.500,00
Avviamento	2026	-	-	-	133.500,00	133.500,00
Totale ramo operativo		30.021,67	15.480,26	14.541,41	129.458,59	144.000,00

Il valore dell'avviamento scaturente dalla suddetta ripartizione del prezzo oggetto dell'offerta irrevocabile, pari ad Euro 133.500,00, risulterebbe apparentemente compatibile con quello risultante dalla valutazione in continuità, collocato nell'intervallo compreso Euro 67.000,00 ed Euro 144.000,00.

Occorre, tuttavia, considerare che, sotto il profilo valutativo, i valori dell'avviamento determinati in condizioni di continuità non sono perfettamente confrontabili con quello desumibile dall'offerta economica dell'affittuaria.

I valori dell'avviamento in condizioni di continuità, infatti, sono stati determinati come valore attuale del sovra-reddito rispetto a quello di congrua remunerazione di un investimento capitale di Euro 311.000,00, mentre in ipotesi di acquisto del solo ramo aziendale, in presenza di un investimento capitale assai limitato (Euro 10.500,00) il valore dell'avviamento corrisponderebbe essenzialmente al valore attuale dei redditi attesi.

Sul piano di razionalità economica, pertanto, si può senz'altro assumere che la stessa affittuaria posta nelle condizioni di acquistare l'azienda nella sua unitarietà, comprensiva, quindi, del bene immobile, sarebbe disponibile ad offrire un importo ben inferiore ad Euro 133.500,00 a titolo di avviamento, rispetto a quello desumibile dall'offerta economica per l'acquisto del solo ramo d'azienda.

Ciò posto, comunque, il valore del ramo operativo, può assumersi, ai fini della stima, pari ad Euro 144.000,00, in quanto, ferma restando la sottoposizione dell'offerta alle procedure competitive, l'impegno irrevocabile consente di assumere tale prezzo come valore minimo di realizzo, non suscettibile di ribassi, salva l'ipotesi in cui l'affittuaria risulti inadempiente.

Per determinare il valore dell'azienda nel suo complesso, occorre determinare anche il valore di liquidazione dell'immobile di via di Pietralata n. 141 (classificabile come ramo immobiliare), da sommare algebricamente al valore del ramo operativo.

Ai fini di tale valorizzazione si può assumere che l'immobile venga posto in vendita all'asta ad un valore di base corrispondente a quello risultante dalla perizia di stima effettuata dal Geometra Cervelli (Euro 300.500,00), ridotto di un importo pari al 15% (Euro 45.075,00) per tener conto della mancanza di garanzia sui vizi dell'immobile, di cui quelli edilizi ben conosciuti in questa sede.

Il prezzo base d'asta, quindi può essere approssimato ad Euro 255.500,00.

Tale importo può essere considerato quale limite superiore dell'intervallo entro cui poter collocare il valore del ramo immobiliare nell'ipotesi in cui lo stesso, posto in vendita all'asta, venga aggiudicato al primo esperimento, senza ribassi.

Poiché tuttavia, è ben possibile che l'immobile non venga aggiudicato al primo esperimento, si può determinare il limite inferiore dell'intervallo ipotizzando che il ramo venga aggiudicato successivamente, ma comunque entro i primi tre esperimenti di vendita, e entro tre anni (escludendo quindi l'ipotesi liquidatoria estrema di ribasso fino al limite della metà rispetto a quello dell'ultimo esperimento). In tale ipotesi si ritiene congruo determinare il valore di liquidazione dell'immobile riducendo il prezzo base d'asta del 25%, assumendo un ribasso coerente con la prassi delle vendite giudiziarie (art. 591 c.p.c.).

Il limite inferiore dell'intervallo in cui poter collocare il valore di liquidazione del ramo immobiliare, pertanto, può essere approssimato in Euro 190.000,00.

Alla luce di tutto quanto esposto, dunque, in ipotesi di subentro nel contratto di affitto del ramo d'azienda, il valore complessivo dell'azienda, dato dalla somma del valore di liquidazione dei due rami, operativo e immobiliare, può essere collocato in un intervallo compreso tra Euro 344.000,00 e ed Euro 399.500,00, così composto:

- ramo operativo (beni materiali mobili e avviamento) : Euro 144.000,00;
- ramo immobiliare : compreso tra Euro 190.000,00 ed Euro 255.500,00.

Occorre comunque considerare la possibilità che il curatore, pur subentrando nel contratto di affitto del ramo d'azienda, ponga in vendita l'intero complesso aziendale costituito dai beni mobili, dal bene immobile e dall'avviamento, rinunciando, in tal modo, al vantaggio implicito scaturente dall'impegno irrevocabile all'acquisto del ramo operativo da parte dell'affittuaria.

In tal caso, fintanto che il contratto abbia efficacia, la gestione operativa resterebbe in capo all'affittuaria, e pertanto non sussisterebbero rischi di discontinuità gestionale, e di interruzione operativa, e, quindi, in definitiva, rischi di perdita immediata dell'avviamento, con conseguente preservazione del potenziale economico dell'azienda.

Nonostante ciò, il valore economico del complesso aziendale non dovrebbe essere integralmente assimilato a quello determinabile in condizioni di ordinaria continuità aziendale, in quanto, in tale contesto, verrebbero a manifestarsi fattori di rischio tipici della procedura che avrebbero effetti compressivi sul valore di liquidazione aziendale.

Nel caso specifico, infatti, l'avviamento risulterebbe in larga misura dipendente dalle iniziative di rilancio intraprese dall'affittuaria del ramo d'azienda; inoltre, le asimmetrie informative tra l'affittuaria e i potenziali acquirenti concorrenti, andrebbero a limitare fortemente la capacità di questi ultimi di valutare pienamente il potenziale aziendale.

Il contratto di affitto del ramo d'azienda, quindi, in questo contesto, determinerebbe un effetto di "opzione economica" implicita a favore dell'affittuaria, che ridurrebbe l'appetibilità del bene sul mercato concorsuale, laddove anche quest'ultima non fosse interessata ad acquistare l'intero complesso aziendale.

Qualora, infatti, l'affittuaria non avesse interesse all'acquisto unitario dell'azienda, potrebbe essere disincentivata a preservare l'eventuale avviamento *medio tempore* realizzato, e tale circostanza sarebbe sicuramente scontata nella stima del valore effettuata dal mercato concorsuale.

La vendita unitaria aziendale, per altro, ridurrebbe la contendibilità del bene, in quanto verrebbero esclusi dalla platea dei potenziali acquirenti tutti quei soggetti interessati esclusivamente all'uno o all'altro ramo, con conseguenti possibili effetti compressivi sul prezzo di realizzo.

E' senz'altro ragionevole, infatti, assumere che tutti i soggetti interessati al solo investimento immobiliare, ma non anche a quello operativo (o viceversa), sarebbero automaticamente esclusi dalla platea dei concorrenti nelle procedure competitive di vendita, e questo potrebbe aumentare il rischio di aste deserte.

Ne consegue, quindi, che, a ragion veduta, il valore di liquidazione unitario dell'azienda non dovrebbe essere assunto come eccedente quello risultante dalla sommatoria dei valori di liquidazione dei singoli rami, come sopra determinato; tanto più che la curatela potrebbe in ogni caso procedere alla cessione separata dei due rami onde poter ottenere il massimo realizzo, avvantaggiandosi dall'impegno irrevocabile dell'affittuaria ad acquistare il ramo operativo, preservandone così il valore.

Ai fini della determinazione del valore unitario di liquidazione si può ragionevolmente assumere, dunque, che l'azienda possa essere messa in vendita ad un prezzo base d'asta di Euro 399.500,00 pari alla sommatoria del prezzo che l'affittuaria sarebbe disposta a pagare per il ramo operativo (Euro 144.000,00), e dell'ipotetica base d'asta dell'immobile di via di Pietralata n. 141 (Euro 255.500,00).

Tale importo, arrotondato ad Euro 400.000,00, può essere considerato il limite superiore dell'intervallo entro cui poter collocare il valore unitario dell'azienda, rappresentando una base di riferimento per l'avvio delle procedure competitive, coerente con la sommatoria dei valori di liquidazione dei singoli rami, e nell'ipotesi ottimistica in cui gli stessi vengano aggiudicati al primo esperimento.

Per determinare il limite inferiore dell'intervallo entro cui collocare il valore di liquidazione unitario dell'azienda, si può ipotizzare, invece, che l'azienda venga aggiudicata successivamente, ma comunque entro i primi tre esperimenti di vendita, ed entro tre anni (escludendo quindi l'ipotesi liquidatoria estrema di ribasso fino al limite della metà rispetto a quello dell'ultimo esperimento). In tale ipotesi si ritiene congruo determinare il valore di liquidazione riducendo il prezzo base d'asta del 25% assumendo tale ribasso non come automatismo matematico, o come valore normativo / predittivo, ma quale parametro prudenziale di riferimento, coerente con la prassi osservata nelle vendite giudiziarie di aziende o quote sociali (in cui ad ogni esperimento di vendita il prezzo viene ribassato generalmente del 25%), utilizzato al solo fine di delimitare un intervallo di valori plausibili.

Il limite inferiore dell'intervallo del valore di liquidazione unitario dell'azienda, pertanto, può essere determinato approssimativamente in Euro 300.000,00.

Si può concludere, pertanto, che il valore unitario di liquidazione del complesso aziendale in ipotesi di subentro nel contratto, possa essere collocato nell'intervallo compreso tra Euro 300.000,00 ed Euro 400.000,00.

Tale intervallo di valori è determinato, quindi, presupponendo l'assenza di disgregazione del compendio aziendale e la permanenza dell'unitarietà economico-funzionale dei beni, nonché l'assenza di eventi interruttivi significativi nel periodo di liquidazione, che impongono di non svilire completamente il valore dell'avviamento.

Pertanto, il suddetto intervallo di valori assumerebbe significato solo fintanto che il contratto di affitto di azienda abbia efficacia. Laddove, invece, il contratto cessi di avere effetto per decorso del termine, i valori dovranno intendersi corrispondenti a quelli risultanti in ipotesi di scioglimento del contratto.

Valore di liquidazione in ipotesi di scioglimento nel contratto di affitto del ramo d'azienda

Anche nell'ipotesi di scioglimento del contratto di affitto del ramo d'azienda (ovvero anche il caso in cui il contratto cessi per decorso del termine), e di quello di locazione immobiliare, si ritiene opportuno, ai fini della valutazione unitaria del complesso aziendale,

procedere preventivamente alla separata valutazione del valore di liquidazione dei due rami, operativo e immobiliare, nel presupposto che la vendita separata consenta alla procedura di ottenere il miglior risultato in termini di realizzo, in conseguenza della maggiore contendibilità del bene sul mercato concorsuale.

Ai fini della determinazione del valore di liquidazione del ramo operativo occorre considerare che lo scioglimento del contratto di affitto d'azienda muterebbe radicalmente le condizioni valutative rispetto a quelle esistenti in ipotesi di subentro, in quanto lo scioglimento:

- determinerebbe l'interruzione della normale dinamica imprenditoriale;
- introdurrebbe elementi di incertezza sulla possibilità di prosecuzione dell'attività;
- impedirebbe l'attuazione del ripristino dell'equilibrio economico aziendale per come desumibile dal contratto d'affitto del ramo d'azienda;
- farebbe venir meno l'impegno irrevocabile dell'affittuaria all'acquisto del ramo operativo.

In un tale contesto l'avviamento perderebbe la propria natura di valore certo ed immediatamente trasferibile, trasformandosi in un valore potenziale e condizionato, che un eventuale acquirente potrebbe essere disposto a riconoscere solo in misura ridotta, o addirittura a non riconoscere, in considerazione dei rischi di discontinuità operativa, di reputazione, e di ritardo nel trasferimento del complesso aziendale, tipici della procedura liquidatoria.

Qualora il contratto di affitto del ramo d'azienda dovesse essere sciolto, quindi, l'interesse manifestato dall'affittuaria del ramo d'azienda mediante la proposta irrevocabile di acquisto del ramo non consentirebbe di asserire, ai fini valutativi, la piena trasferibilità dell'avviamento in sede di liquidazione giudiziale, in quanto le condizioni operative, organizzative e temporali necessarie a far emergere il potenziale economico riflesso nel contratto risulterebbero strutturalmente incompatibili con la procedura liquidatoria.

Tali condizioni non si realizzerebbero neanche nell'ipotesi in cui il curatore attivi l'esercizio provvisorio. Quest'ultimo, infatti, rappresenta uno strumento meramente conservativo, finalizzato ad evitare la dispersione del valore dei beni, ma non idoneo a creare valore, soprattutto, come nel caso di specie, nel contesto di un'azienda che presenta una situazione di perdita strutturale.

L'esercizio provvisorio, dunque, per sua natura, non consentirebbe di attribuire all'azienda un avviamento economicamente determinabile e trasferibile.

Pertanto, sebbene l'azienda presenti potenzialità astrattamente individuabili – come dimostrato dall'interesse manifestato dall'affittuaria – tali potenzialità risulterebbero, in ipotesi di scioglimento del contratto di affitto nell'ambito della liquidazione giudiziale, prive delle condizioni operative, organizzative e temporali necessarie per una piena e immediata monetizzazione.

Ne consegue che, in tale contesto, l'avviamento dovrebbe essere valorizzato con criteri fortemente prudenziali, in coerenza con la funzione liquidatoria della procedura.

Il valore dell'avviamento in ipotesi di scioglimento del contratto di affitto del ramo d'azienda, quindi, può essere determinato per derivazione dei presupposti e del valore stimato in continuità, ma attraverso l'applicazione di abbattimenti prudenziali idonei a riflettere la perdita di trasferibilità, l'incertezza temporale e il rischio procedurale, differenziati in funzione delle diverse ipotesi gestionali considerate.

I presupposti che sottendono la valutazione dell'avviamento, in tal caso, quindi, possono essere i seguenti:

- il ramo d'azienda, pur in caso di scioglimento del contratto di affitto, potrebbe essere ugualmente appetibile per l'affittuaria, o per un soggetto con aspettative e fonti informative analoghe; tali soggetti potrebbero, quindi, essere interessati a formulare un'offerta di acquisto a condizioni non dissimili da quelle contenute nel contratto di affitto del ramo; in tal caso, pertanto, il valore di liquidazione del ramo operativo dovrebbe approssimare il prezzo dell'offerta contenuta nel contratto;
- un qualsiasi altro operatore economico interessato ad acquistare il ramo d'azienda in sede concorsuale, potrebbe determinare il valore del ramo in funzione delle scarse fonti informative disponibili, delle quali, prima fra tutte, lo stato di crisi sfociata nella procedura, e la situazione di perdita strutturale, ritenendo quindi inesistente qualsivoglia forma di avviamento; in tal caso, pertanto, il valore di liquidazione del ramo operativo dovrebbe approssimare il valore di liquidazione dei soli beni strumentali.

In tale contesto, quindi, per determinare il valore di liquidazione del ramo, si può ragionevolmente assumere che lo stesso venga posto in vendita all'asta ad un prezzo base non inferiore all'importo dell'offerta irrevocabile formulata dall'affittuaria nel contratto di affitto, cioè pari ad Euro 144.000,00. Ciò in quanto sarebbe ragionevole attendersi un interesse della stessa affittuaria ad acquistare comunque il ramo a prescindere dallo scioglimento del contratto.

Tale assunzione non costituisce una previsione, ma una mera ipotesi valutativa prudenziale, volta a individuare il limite superiore dell'intervallo entro cui poter ragionevole collocare il valore di liquidazione del ramo, nell'ipotesi in cui venga aggiudicato al primo esperimento di vendita.

Il valore minimo di liquidazione del ramo d'azienda, invero, potrebbe essere approssimato dal valore di liquidazione dei suoi beni strumentali, in ipotesi di avviamento ritenuto nullo da un acquirente particolarmente avverso al rischio.

Tale valore può essere determinato in misura pari al 50% del valore dei beni strumentali stimato in condizioni di continuità (Euro 10.500,00), e quindi pari ad Euro 5.250,00, per tener conto della maggiore obsolescenza dei beni al momento della vendita.

Il valore così determinato rappresenterebbe uno scenario liquidatorio estremo, che potrebbe verificarsi, per altro, solo in ipotesi di aggiudicazione oltre il terzo esperimento di vendita e oltre il terzo anno. Solo in tal caso sarebbe infatti possibile addivenire ad un ribasso superiore al 90% della base d'asta ipotizzata pari ad Euro 144.000,00.

Il suddetto valore deve pertanto intendersi esclusivamente quale delimitazione teorica inferiore dell'intervallo di realizzo in scenari liquidatori estremi, potendosi ritenere, comunque, che il mercato concorsuale sia in qualche modo disposto riconoscere una potenzialità del ramo d'azienda, e quindi una quota di avviamento trasferibile proporzionale all'avversità al rischio di ogni soggetto concorrente.

Ne consegue che il valore di liquidazione del ramo può essere collocato nell'intervallo compreso tra Euro 144.000 ed Euro 5.250,00 con un valore mediano di Euro 75.000,00.

Tale intervallo di valori, quindi, è determinato presupponendo l'assenza di disgregazione del compendio aziendale e la permanenza dell'unitarietà economico-funzionale dei beni, ma in presenza di interruzione della normale dinamica imprenditoriale nel periodo di liquidazione, o addirittura di interruzione della continuità operativa.

Si precisa che l'ampiezza dell'intervallo stimato non riflette un'incertezza valutativa, bensì la volontà di rappresentare l'intero spettro di esiti della procedura, tenuto conto del fatto che la formazione del prezzo di realizzo sarebbe fortemente influenzata da fattori esogeni e non integralmente prevedibili *ex ante*, in presenza di potenziali concorrenti dotati di supporti informativi qualitativamente differenti.

Sommando i valori di tale intervallo a quelli di liquidazione del ramo immobiliare, come sopra determinati, (190.000,00 – 255.500,00 Euro) si ottiene un intervallo di valori entro cui poter collocare quello complessivo di liquidazione dell'azienda in ipotesi di cessione separata dei due rami.

Le seguenti tabelle espongono, in forma sinottica, i valori estremi e mediani degli intervalli di realizzo massimo e minimo ipotizzabili:

Valore di liquidazione (minimo)	Superiore	Mediano	Inferiore
Valore di liquidazione ramo operativo	144.000	75.000	5.250
Valore di liquidazione ramo immobiliare	190.000	190.000	190.000
Valore di liquidazione aziendale	334.000	265.000	195.250

Valore di liquidazione (massimo)	Superiore	Mediano	Inferiore
Valore di liquidazione ramo operativo	144.000	75.000	5.250
Valore di liquidazione ramo immobiliare	255.500	255.500	255.500
Valore di liquidazione aziendale	399.500	330.500	260.750

Sulla base di tali valori è possibile determinare l'intervallo entro cui è possibile collocare il valore di liquidazione unitario dell'azienda.

A tal fine, essendo ragionevole assumere che il valore di liquidazione unitario dell'azienda non possa essere assunto come eccedente a quello risultante dalla sommatoria dei valori di liquidazione dei singoli rami, si ritiene di poter collocare il valore unitario di liquidazione

tra quello mediano minimo e quello mediano massimo di liquidazione dei singoli rami, così in modo da neutralizzare sia gli effetti di un eccessivo ottimismo, sia quelli legati a scenari liquidatori estremi.

Del resto, considerare ai fini valutativi gli estremi dei due intervalli di valore dei singoli rami, comporterebbe un errore di coerenza in quanto :

- gli estremi superiori presentando valori dell'intervallo pari a quelli determinati in ipotesi di subentro nel contratto, non risulterebbero idonei a scontare i rischi conseguenti allo scioglimento dello stesso;
- gli estremi inferiori, di fatto, approssimando il mero valore di liquidazione dei soli beni aziendali, in ipotesi di avviamento nullo, non risulterebbero idonei a quantificare correttamente gli effetti della mancata disgregazione del compendio aziendale e la permanenza dell'unitarietà economico-funzionale dei suoi beni.

Si può pertanto concludere che il valore unitario di liquidazione dell'azienda in ipotesi di scioglimento del contratto di affitto di azienda possa collocarsi nell'intervallo compreso tra Euro 265.000,00 ed Euro 330.000.

Si evidenzia che la prossimità di tali valori a quelli dell'intervallo determinato in ipotesi di subentro del contratto (300.000,00 – 400.000,00 Euro) riflette la circostanza che, in entrambi i casi – subentro e scioglimento – il valore unitario aziendale sarebbe comunque strutturalmente dominato dalla componente immobiliare, incidendo quella materiale e immateriale (avviamento) in misura proporzionalmente ridotta.

I due scenari, infatti, incidono prevalentemente sulla trasferibilità dell'avviamento, mentre la componente immobiliare – strutturalmente prevalente – resta assoggettata alle medesime regole liquidatorie. In entrambi gli scenari considerati, quindi, la capacità dell'avviamento di incidere in modo differenziale sul valore complessivo aziendale risulta attenuata dalla prevalenza del valore della componente immobiliare.

8.7.2 Il valore di liquidazione dei singoli beni dell'azienda

Laddove la vendita unitaria del complesso aziendale non risulti possibile, l'alternativa liquidatoria ricadrebbe necessariamente sulla vendita dei singoli beni.

La vendita dei singoli beni aziendali (immobile, impianti, macchinari, attrezzature, arredi) in un contesto di liquidazione giudiziale non avverrebbe in condizioni di libera contrattazione, bensì attraverso una procedura concorsuale caratterizzata da vincoli temporali, procedurali e informativi.

In tale contesto, quindi:

- la vendita avverrebbe entro termini predeterminati e non sempre compatibili con un'ordinaria negoziazione di mercato;
- il potenziale acquirente sarebbe consapevole della necessità della procedura di liquidare il patrimonio aziendale, e del rischio di ulteriori ribassi in caso di esperimenti

di vendita successivi;

- sarebbero presenti costi indiretti di realizzo dei beni (smontaggio, trasporto, adeguamenti, fermo produttivo) che ne ridurrebbero il valore netto realizzabile.

Ne consegue che il prezzo di realizzo dei beni materiali risulterebbe strutturalmente inferiore al valore che gli stessi potrebbero esprimere in un contesto di continuità operativa o di cessione volontaria, anche laddove i beni vengano mantenuti funzionalmente efficienti.

Pertanto, il valore di liquidazione dei beni può essere effettuata adottando i seguenti criteri:

- beni mobili strumentali : considerato il loro valore di mercato già di per se modesto, nonché il contesto estraneo da quello dell'azienda specifica in cui avverrebbe la vendita, ed i relativi costi indiretti di realizzo, si ritiene che essi non abbiano di fatto alcun valore di liquidazione;
- immobile di via di Pietralata n. 141 : il valore di liquidazione può essere determinato assumendo che il bene venga messo in vendita all'asta ad un prezzo base corrispondente a quello risultante dalla perizia di stima effettuata dal Geometra Cervelli (Euro 300.500,00), ridotto di un importo pari al 15% (Euro 45.075,00) per tener conto della mancanza di garanzia sui vizi dell'immobile, dei quali quelli edilizi ben conosciuti in questa sede.

Il prezzo base d'asta così determinato, ed approssimato ad Euro 255.500,00, può essere considerato, quindi, il limite superiore dell'intervallo entro cui poter collocare il valore del ramo, ipotizzando che il bene venga aggiudicato al primo esperimento, senza ribassi.

Per determinare il limite inferiore dell'intervallo si può ipotizzare che il bene venga aggiudicato successivamente, ma comunque entro i primi tre esperimenti di vendita, e comunque entro tre anni (escludendo quindi l'ipotesi liquidatoria estrema di ribasso fino al limite della metà rispetto a quello dell'ultimo esperimento). In tale ipotesi si ritiene congruo considerare un valore di liquidazione dell'immobile riducendo il prezzo base d'asta del 25%, assumendo un ribasso coerente con la prassi delle vendite giudiziarie (art. 591 c.p.c.).

Il limite inferiore dell'intervallo entro cui poter collocare il valore di liquidazione dell'immobile, pertanto, può essere approssimato in Euro 190.000,00.

Il valore di liquidazione dei singoli beni aziendali, individuabile esclusivamente in quello dell'immobile di via di Pietralata n. 141, può essere quindi collocato nell'intervallo compreso tra Euro 190.000,00 ad Euro 255.500,00.

9. Conclusioni

Alla luce delle analisi svolte, il valore economico dell'azienda "*Ristorante Bistek - American Grill & Pizza*" alla data del 28.01.2026 determinato in un'ipotesi di continuità aziendale, può essere ragionevolmente collocato nell'intervallo compreso tra Euro 378.000,00 ed Euro 455.000,00, con un valore mediano di Euro 409.000,00.

La valutazione è stata effettuata mediante l'applicazione del metodo misto reddituale-patrimoniale con stima autonoma dell'avviamento, adottando criteri prudenziali coerenti con i Principi Italiani di Valutazione, e con il *Discussion paper n. 1/25 - La valutazione delle aziende in crisi*", in considerazione della condizione di crisi dell'azienda e dell'assenza di un piano di risanamento formalizzato, ma tenendo conto, tuttavia, delle capacità reddituali potenziali dell'azienda riflesse nel contratto di affitto del ramo d'azienda e di locazione immobiliare, desunte attraverso un procedimento inferenziale, e ponderate con la probabilità di insuccesso stimata del piano di riequilibrio assunto nella prospettiva dell'affittuaria.

Si precisa che i valori stimati non costituiscono una garanzia di conseguimento degli stessi, ma rappresentano esclusivamente una stima basata sulle informazioni disponibili, sulle ipotesi formulate, e sui criteri valutativi adottati.

In via alternativa, è stato determinato il valore dell'azienda, in ipotesi di liquidazione giudiziale.

A tal fine il valore unitario dell'azienda è stato determinato:

- in ipotesi di subentro della curatela nel contratto di affitto del ramo d'azienda : in questa ipotesi il valore stimato è stato collocato nell'intervallo compreso tra Euro 300.000,00 ed Euro 400.000,00;
- in ipotesi di scioglimento del contratto di affitto di azienda : in questa ipotesi il valore stimato è stato collocato nell'intervallo compreso tra Euro 265.000,00 ed Euro 330.000.

E' stato infine determinato il valore di liquidazione dei singoli beni aziendali in ipotesi di impossibilità di vendita unitaria del complesso aziendale. Il valore di realizzo, in tal caso, è stato collocato nell'intervallo compreso tra Euro 190.000,00 ed Euro 255.500,00.

Roma, 28 gennaio 2026

Documento firmato da:
FUSCO MASSIMILIANO
28.01.2026 17:57:52 CE

In fede

Dott. Massimiliano Fusco



ALLEGATI

1. Bilancio d'esercizio al 31.12.2022 della Tex Meat S.r.l. approvato e depositato;
2. Bilancio di verifica al 31.12.2023 della Tex Meat S.r.l.;
3. Bilancio di verifica al 31.12.2024 della Tex Meat S.r.l.;
4. Bilancio di verifica al 5.11.2025 della Tex Meat S.r.l.;
5. Registro dei beni ammortizzabili della Tex Meat S.r.l.;
6. Scheda contabile "Marchio" anni 2018 – 2021 estratta dalla contabilità della Tex Meat S.r.l.;
7. Visura aggiornata della Tex Meat S.r.l.;
8. Contratto di affitto del ramo d'azienda "Ristorazione e somministrazione" del 4.11.2025;
9. Contratto di locazione dell'immobile sito in via di Pietralata n. 141 – Roma del 4.11.2025;
10. Perizia di stima del valore dell'immobile sito in Roma – via di Pietralata n. 141 estesa dal Geom. Augusto Cervelli in data 28.01.2026;
11. Valutazione delle immobilizzazioni materiali della Tex Meat S.r.l. ad opera di I.V.G. del 8.01.2026.