



Studio De Lucchi & Associati
DOTTORI COMMERCIALISTI – REVISORI CONTABILI

Dott.ssa EDI BERTOLINI

edi.bertolini@studiodelucchi.it

Dott. MARIO DE LUCCHI

mario.delucchi@studiodelucchi.it

Dott. SILVANO GUARNIERI

silvano.guarnieri@studiodelucchi.it

Dott.ssa STEFANIA MORRA

stefania.morra@studiodelucchi.it

PARERE DI CONGRUITA'

**su offerta irrevocabile di acquisto ai fini della determinazione del prezzo base di vendita
dell'azienda della società**

CENTRO TERAPIA RIABILITATIVA S.R.L. (C.T.R. S.R.L.)

Sede legale: Via Fratelli Cervi n.59/E-F – Reggio Emilia (RE)

Capitale Sociale: € 60.000,00 interamente versato

Codice fiscale e partita Iva 01696002351

Rea di Reggio Emilia: RE - 205931

Attività sociale: attività ambulatoriali mediche specialistiche (riabilitazione)

Esperto estimatore: Dott. Silvano Guarnieri

Dottore commercialista e revisore contabile con studio in Reggio Emilia - Via Che Guevara n. 2

Tel. 0522/280991

E-mail: silvano.guarnieri@studiodelucchi.it

Pec: silvano.guarnieri@odcec.re.legalmail.it

Studio De Lucchi & Associati - Dottori Commercialisti

Via E. Che Guevara, 2 - 42123 Reggio Emilia - Tel. 0522.280991 - Fax 0522.284140

E-mail: delucchi@studiodelucchi.it - PEC: studiodelucchi@legalmail.it - C.F./P.IVA 01657420350

Indice

1. PREMESSA.....	3
1.1 L'incarico ricevuto	3
1.2 Identificazione della società.....	3
2. L'AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE.....	5
2.1 Il perimetro dell'azienda ed offerta irrevocabile ricevuta	5
2.2 La documentazione di riferimento.....	7
2.3 Finalità della valutazione e limiti dell'incarico	8
2.4 Sintesi dei principali dati patrimoniali ed economici degli ultimi esercizi	9
3. IL CRITERIO DI VALUTAZIONE ADOTTATO	11
3.1 Concetti generali	11
3.2 La scelta del metodo di valutazione.....	16
4. LA VALUTAZIONE DELL'AZIENDA CON IL METODO PATRIMONIALE	18
4.1 Beni materiali (mobili).....	18
4.2 Beni materiali (mobili) già oggetti di contratti di leasing o di contratti di noleggio operativo già acquistati dall'Affittuaria	20
4.3 Rimanenze di magazzino	21
4.4 Beni immateriali	22
4.5 Contratti di leasing	24
4.6 Fondo per oneri da sostenere	25
4.7 Valore complessivo di stima	26
5. METODO DI CONFRONTO DEI MULTIPLI	26
6. CONCLUSIONI: PARERE DI CONGRUITA'	30

1. PREMESSA

1.1 L'incarico ricevuto

Il sottoscritto esperto stimatore dott. Silvano Guarnieri, dottore commercialista e revisore legale dei conti, nato a Reggio Emilia il 31/08/1975, domiciliato presso il proprio studio in Reggio Emilia, via Che Guevara, 2, dottore commercialista iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Reggio Emilia al n. 548/a e revisore legale iscritto al registro dei revisori al n.136394 (G.U. del 29/04/2005), ha ricevuto l'incarico dalla Curatela della società Centro Terapia Riabilitativa Srl, in forma abbreviata C.T.R. Srl, di redigere una relazione estimativa finalizzata alla verifica della congruità dell'offerta irrevocabile di acquisto pervenuta per l'acquisto dell'azienda di proprietà, come meglio identificata nel paragrafo 2.

La presente relazione è redatta al fine di supportare la procedura nella determinazione del prezzo base da porre a base del bando di vendita nell'ambito della procedura competitiva.

Il presente lavoro peritale si inquadra in tale contesto normativo, nel cui esclusivo ambito assume significato.

Il sottoscritto perito inoltre in via preliminare dichiara la propria indipendenza dalla società titolare dell'azienda e la propria idoneità ad effettuare la valutazione richiesta, come confermato dai titoli abilitativi e dall'iscrizione all'albo professionale dei dottori commercialisti, sopra esposti.

1.2 Identificazione della società

La società titolare dell'azienda oggetto di valutazione è identificata come segue:

Denominazione sociale:	Centro Terapia Riabilitativa Srl, abbreviabile in C.T.R. Srl
Capitale Sociale:	€ 60.000,00 interamente versato
Data di costituzione:	10/09/1996
Codice fiscale:	01696002351

Con sentenza del 17/11/2025 il Tribunale di Reggio Emilia ha dichiarato l'apertura della Liquidazione Giudiziale a carico della società, con nomina dell'avv. Alessandro Nironi Ferraroni quale Curatore e della Dott.ssa Simona Boiardi quale Giudice Delegato.

L'oggetto sociale della società, come si rileva dalla visura ordinaria della società, è il seguente:

"La società ha per oggetto l'esercizio di attività ambulatoriali mediche, chirurgiche ed ortopediche, con particolare riferimento, a titolo esemplificativo e non esaustivo, a fisiochinesiterapia, terapia del dolore,

terapia della riabilitazione, laserterapia, medicina e chirurgia estetica ecc. La società può inoltre svolgere attività di radiologia ed utilizzo in genere delle più moderne tecnologie al servizio della medicina e comunque della persona. La società può effettuare attività di analisi sia mediche sia chimiche. L'attività può inoltre estendersi a settori affini, complementari o simili ai precedenti, il tutto nei limiti e nel rispetto delle normative sanitarie vigenti.

La società può organizzare corsi di aggiornamento e di perfezionamento, riservati ai professionisti della sanità (medici, paramedici, ausiliari, ecc..) che operano nel campo della riabilitazione, della terapia del dolore e in ogni caso riservarli a tutti coloro che si occupano della salute e del movimento del corpo umano, siano essi dipendenti della società stessa od esterni. La società può allestire e locare a società, enti privati e pubblici o professionisti privati in genere, ambienti della propria struttura per l'organizzazione di corsi e/o convegni, volendo anche ricercando strutture esterne al CTR. La società può allestire e locare ambulatori, presidi sanitari e rami d'azienda, può consentire che altri assumano domiciliazione presso la propria sede, può assumere rapporti obbligatori anche di agenzia, il tutto per il miglior completamento degli obiettivi sociali. Essa può, inoltre, compiere tutte le operazioni commerciali, industriali, finanziarie e di credito, locative, mobiliari e immobiliari e di compravendita di beni, ritenute necessarie od utili per il conseguimento dell'oggetto sociale; può anche assumere, sia direttamente che indirettamente, interessenze e partecipazioni sotto qualsiasi forma in società o imprese aventi oggetto analogo, affine o complementare al proprio."

In sostanza il C.T.R. Srl, accreditato con il Servizio Sanitario Nazionale (SSN) sin dalla sua costituzione, ha rappresentato da quasi trent'anni un punto di riferimento del territorio di Reggio Emilia nel campo della riabilitazione, offrendo servizi alle persone affette da patologie traumatiche del sistema muscolo scheletrico, da malattie acute e croniche dell'apparato locomotore e da altre patologie che necessitano di tutti gli accertamenti diagnostici e delle cure disponibili.

Alla data di apertura della Liquidazione Giudiziale il sig. _____ risultava legale rappresentante della società, nonché amministratore unico.

Il capitale sociale, pari ad Euro 60.000,00, è interamente versato.

2. L'AZIENDA OGGETTO DI VALUTAZIONE

2.1 Il perimetro dell'azienda ed offerta irrevocabile ricevuta

L'azienda è costituita dall'insieme delle entità operative, materiali ed immateriali, organizzate al fine dell'esercizio dell'impresa corrente nell'unità operativa sita in Comune di Reggio Emilia (RE), via Fratelli Cervi n.59/E-F.

Essa è attualmente condotta in affitto da parte della società _____ (nel prosieguo definita quale "Affittuaria" ed anche "Offerente"), con sede in _____, via _____ n._____, codice fiscale e partita iva _____, in forza di contratto di affitto d'azienda stipulato in data 24/10/2025 avanti il Notaio _____ in Padova (PD) e successivo contratto modificativo del 15-16/01/2026 avanti il notaio _____ in Reggio Emilia (RE).

L'affitto d'azienda ha durata di un anno, a decorrere dalla data di efficacia convenuta tra le parti per il 27/10/2025, con facoltà di rinnovo tacito alle medesime condizioni di anno in anno in mancanza di disdetta comunicata via pec almeno tre mesi prima della scadenza contrattuale, anticipando tuttavia sin d'ora la volontà espressa dall'Affittuaria di rinunciare a tale facoltà di disdetta.

Il canone di affitto è stabilito nella misura di Euro 4.000,00 mensili, oltre iva di legge, ad eccezione del mese di ottobre per il quale non è stato corrisposto alcun canone e per il mese di novembre, per il quale è stato pattuito un canone di Euro 2.000,00.

La stessa società Affittuaria in data 31/05/2026 ha presentato alla curatela a mezzo pec una offerta, poi integrata e sostituita integralmente con comunicazione a mezzo pec del 22/06/2026, da ritenersi ferma ed irrevocabile fino al 12/11/2026, di acquisto del complesso aziendale, che comprende le componenti ed i contratti funzionali e strumentali all'esercizio dell'attività caratteristica di seguito elencati (ed esposti nell'**All.1**):

- 1) Elenco beni mobili;
- 2) Elenco beni mobili già oggetti di contratti di leasing o di contratti di noleggio operativo già acquistati dall'Affittuaria;
- 2.1) Elenco beni immateriali;
- 3) Rimanenze di magazzino, fermo restando quanto previsto dal contratto d'affitto;
- 4) Dettaglio marchio;

- 5) Elenco contratti di leasing;
- 6) Elenco contratti di noleggio operativo;
- 7) Elenco contratti assicurativi;
- 8) Elenco contratti di fornitura, assistenza e softwares;
- 9) Elenco contratti con medici e altri professionisti;
- 10) Elenco convenzioni;
- 11) Elenco utenze;
- 12) Elenco Dipendenti;
- 13) Rapporto di fornitura AUSL RE.

E' ugualmente ricompreso nell'azienda il know-how commerciale, informatico e tecnologico, il sito internet, il dominio, i profili social, il logo e quanto attiene la comunicazione coordinata, il data base commerciale, i documenti e la documentazione inerente allo svolgimento dell'attività contenuti negli archivi informatici e/o fisici, nonché i fascicoli sanitari relativi ai pazienti, oltre che ogni altro bene mobile minuto già presente presso la sede operativa dell'azienda, impiegato nell'esercizio dell'attività di impresa, non di proprietà di soggetti terzi, ad eccezione di quanto di seguito espressamente indicato.

Sono espressamente esclusi dal trasferimento (rimanendo di proprietà/titolarità esclusiva della Procedura di liquidazione giudiziale) tutti i beni e rapporti non funzionali all'esercizio dell'azienda e, in particolare:

- i. qualsiasi debito e passività di C.T.R. maturati anteriormente alla data di efficacia del contratto di affitto (27/10/2025), fatta eccezione per quanto previsto relativamente alle posizioni debitorie verso i dipendenti, come di seguito meglio specificato;
- ii. tutti i crediti commerciali della Procedura verso clienti e tutti gli altri crediti maturati anteriormente alla data di efficacia del contratto di affitto, che resteranno in capo alla Procedura;
- iii. i contratti pendenti non ricompresi negli allegati della offerta dell'Affittuaria;

L'Offerente, sulla base della propria diretta conoscenza dell'azienda derivante dalla gestione in qualità di affittuaria, anche tenuto conto degli oneri che sarà tenuta a sopportare per l'adeguamento dell'immobile sede dell'azienda e per lo smaltimento dei rifiuti, ha determinato il prezzo di acquisto offerto per l'azienda nella somma di Euro 875.000,00.

Il prezzo si intende al lordo dell'accollo, da parte dell'Offerente, di tutte le posizioni debitorie verso i

dipendenti risultanti dalle scritture contabili di C.T.R. alla data di esecuzione, ivi inclusi:

- a. il trattamento di fine rapporto (TFR) maturato e non ancora corrisposto, in quanto dovuto dal datore di lavoro e non destinato ad enti terzi;
- b. le indennità maturate per ferie e permessi maturati e non goduti;
- c. le quote di mensilità aggiuntive (tredicesima e quattordicesima) maturate e non corrisposte.

Ciò a condizione della intervenuta sottoscrizione, con i singoli Dipendenti di verbali di conciliazione ai sensi dell'art. 2112, comma secondo, c.c., 2113 c.c. e 410 e segg. c.p.c. che, a fronte del corrispettivo accollo di tali debiti in capo all'Offerente, prevedano l'immediata liberazione di C.T.R. da debiti, obblighi e oneri per trattamenti di fine rapporto, oneri differiti per ferie e permessi maturati non goduti, ed eventuali ratei di mensilità aggiuntive maturati e non liquidati alla data di efficacia dell'atto di trasferimento, relativi ai Dipendenti e di competenza del C.T.R., restando inteso che, nel determinare l'importo del prezzo da non versarsi in ragione dell'accollo di cui sopra dovrà tenersi conto delle relative passività riferite a ciascun singolo Dipendente sottoscrittore dei predetti accordi individuali.

2.2 La documentazione di riferimento

La documentazione esaminata dallo scrivente, ottenuta anche a seguito di formale richiesta alla curatela, è la seguente:

- visura camerale Centro Terapia Riabilitativa Srl;
- visura camerale _____ e soci;
- contratto di affitto d'azienda del 24/10/2025 e successivo contratto modificativo del 15-16/01/2026;
- bilancio di verifica dettagliato di C.T.R. Srl alla data del 31/12/2024 ed alla data del 17/11/2025;
- bilanci di C.T.R. Srl alla data del 31/12/2021, 31/12/2022 e 31/12/2023, depositati al Registro Imprese quanto alle annualità 2021 e 2022;
- relazione di stima del compendio mobiliare redatta dallo Studio _____ alla data del 19/09/2024;
- stima relativa ai beni mobili di proprietà dell'ing. _____ del 19/06/2026;
- report CPI e bonifiche dell'ing. _____ del 19/06/2026;
- verbale di inventario ex art.195 CCII C.T.R. Srl in liquidazione giudiziale del 30/01/2026;

- consultazione PRA autovettura targata FJ914VG;
- contratti di leasing e di noleggio operativo e relativi piani di ammortamento e/o documenti di sintesi alla data del 31/12/2025;
- relazione di attestazione dott. [redacted] del 11/06/2025;
- comunicazioni Ausl di [redacted] e di [redacted];
- prospetto volumi (n. prestazioni rese in regime di convenzione con il SSN) di C.T.R. prima ed Affittuaria poi dal 2019 al 31/05/2026;
- prospetto volumi (n. prestazioni rese in regime libero professionale) di C.T.R. prima ed Affittuaria poi dal 2025 al 31/05/2026;
- offerta irrevocabile di acquisto del 29/05/2026 pervenuta a mezzo pec in data 31/05/2026.

I documenti analizzati sono conservati dal sottoscritto stimatore.

2.3 Finalità della valutazione e limiti dell'incarico

La presente relazione estimativa è stata predisposta su incarico della Curatela della Liquidazione Giudiziale al fine di esprimere un giudizio di congruità in merito all'offerta irrevocabile di acquisto pervenuta avente ad oggetto il complesso aziendale di proprietà di C.T.R. Srl.

L'incarico non è pertanto finalizzato alla determinazione di un valore assoluto dell'azienda in condizioni di libero mercato né alla formulazione di un prezzo di vendita vincolante, bensì alla verifica della ragionevolezza e congruità economica dell'offerta ricevuta, in relazione alle caratteristiche dell'azienda, alle condizioni del mercato di riferimento, allo stato della Procedura e agli interessi del ceto creditorio.

La valutazione è stata svolta tenendo conto della particolare finalità prevista dal Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (CCII), secondo cui la liquidazione dell'attivo deve avvenire mediante procedure competitive idonee a garantire la massima soddisfazione dei creditori. In particolare, l'art. 214 del CCII privilegia la cessione dell'azienda o di suoi rami rispetto alla liquidazione atomistica dei singoli beni qualora ciò consenta un migliore realizzo, mentre l'art. 216 del CCII disciplina le modalità competitive delle vendite e degli atti di liquidazione.

Nel caso in esame, l'offerta irrevocabile ricevuta costituisce il presupposto per l'avvio della procedura competitiva e, ove ritenuta congrua, potrà essere assunta dalla Curatela quale prezzo base della gara. Ne

consegue che il giudizio espresso nella presente relazione deve essere interpretato come valutazione dell'idoneità dell'offerta a rappresentare una base economica ragionevole per l'esperimento della procedura competitiva, fermo restando che il prezzo definitivo di cessione potrà risultare superiore in esito alla gara tra gli interessati.

La stima è stata effettuata sulla base della documentazione e delle informazioni rese disponibili dalla Curatela, delle risultanze contabili e amministrative acquisite e degli ulteriori elementi ritenuti rilevanti ai fini dell'incarico. Il sottoscritto non ha svolto attività di revisione contabile né procedure di due diligence legale, fiscale, giuslavoristica, ambientale o tecnica ulteriori rispetto a quelle necessarie per la formulazione del presente giudizio estimativo.

Per quanto riguarda la consistenza e la valutazione del patrimonio mobiliare si fa espresso riferimento alla perizia redatta in data 19/06/2026, su incarico della Curatela, dall'Ing. (All.2).

Le conclusioni contenute nella presente relazione si fondano sui dati e sulle informazioni disponibili alla data di redazione della valutazione e devono essere considerate alla luce delle limitazioni derivanti dalla situazione di insolvenza, dal contesto concorsuale e dall'aleatorietà insita in ogni processo valutativo. Eventuali fatti, circostanze o informazioni non conosciuti alla data della perizia potrebbero incidere sulle conclusioni raggiunte.

Il presente elaborato è stato predisposto esclusivamente nell'interesse della Procedura e per le finalità sopra indicate; esso non può essere utilizzato per scopi diversi né essere interpretato quale garanzia del prezzo che sarà effettivamente conseguito all'esito della procedura competitiva o quale attestazione del valore di mercato dell'azienda in contesti differenti da quello concorsuale.

2.4 Sintesi dei principali dati patrimoniali ed economici degli ultimi esercizi

Nella seguente tabella sono esposti i principali dati economici e patrimoniali degli ultimi esercizi di C.T.R. Srl, precisando che:

- I dati degli anni 2021 e 2022 si riferiscono a bilanci regolarmente depositati al Registro Imprese;
- quelli dell'anno 2023 sono esposti in una bozza di bilancio allegata al ricorso in proprio presentato dalla società per l'apertura della Liquidazione Giudiziale;
- quelli dell'anno 2024 e del 2025, quest'ultimo alla data del 17/11/2025 di apertura della Liquidazione

Giudiziale, sono ricavati da situazioni contabili allegate al ricorso in proprio presentato dalla società per l'apertura della Liquidazione Giudiziale e/o consegnate alla Curatela.

ATTIVITA'

	2021	2022	2023	2024	2025 (17/11/2025)
Immobilizzazioni	2.657.525	3.704.367	1.490.773	475.865	486.723
<i>Imm. immateriali</i>	1.816.076	2.805.520	773.693	77.747	77.747
<i>Imm. materiali</i>	777.870	835.268	653.501	398.117	408.975
<i>Imm. finanziarie</i>	63.579	63.579	63.579	1	1
Attivo circolante	2.553.255	2.591.461	1.317.428	1.051.434	908.744
<i>Rimanenze</i>	446.087	468.572	25.462	22.559	22.559
<i>Crediti</i>	2.068.165	2.087.350	1.285.680	797.979	561.409
<i>Attività finanziarie</i>	34.820	34.820	3.401	0	0
<i>Disponib. liquide</i>	4.183	719	2.885	230.896	324.776
Ratei e risconti	1.718	38.274	0	0	0
Totale	5.212.498	6.334.102	2.808.201	1.527.299	1.395.467

PASSIVITA' E PATRIMONIO NETTO

	2021	2022	2023	2024	2025 (17/11/2025)
Patrimonio netto	313.105	323.348	-3.275.792	-5.877.895	-6.015.892
<i>Capitale sociale</i>	60.000	60.000	60.000	60.000	60.000
<i>Riserve e risultati a nuovo</i>	224.328	293.103	-2.076.086	-5.138.079	-5.956.153
<i>Utile/perdita</i>	28.777	-29.755	-1.259.706	-799.816	-119.739
Fondi rischi ed oneri	126.457	1.492.249	-2.281	30.616	27.387
Fondo TFR	375.254	455.899	456.808	360.584	317.298
Debiti	4.379.258	4.054.946	5.600.181	6.986.439	7.039.119
Ratei e risconti	18.424	7.660	29.285	27.555	27.555
Totale	5.212.498	6.334.102	2.808.201	1.527.299	1.395.467

CONTO ECONOMICO

	2021	2022	2023	2024	2025 (17/11/2025)
<i>Valore della produzione</i>	5.091.047	5.147.542	4.658.585	4.381.475	3.100.226
<i>Costo della produzione</i>	4.984.740	5.027.961	5.786.484	5.094.677	3.179.362
<i>Proventi e oneri finanz.</i>	-46.842	-89.291	-131.807	-86.614	-40.603
<i>Rettifiche di valore att. finanz.</i>	62	0	0	0	0
<i>Imposte d'esercizio</i>	30.750	60.045	0	0	0
Utile/perdita esercizio	28.777	-29.755	-1.259.706	-799.816	-119.739

I dati sopra esposti evidenziano lo squilibrio finanziario e patrimoniale della società degli ultimi anni, che ha

portato ad situazione di crisi irreversibile, poi sfociata nell'apertura della procedura di liquidazione giudiziale. Occorre inoltre sottolineare come talune gravi irregolarità contabili nella gestione di C.T.R. Srl emerse nell'anno 2024 in seguito ad una ispezione giudiziale (quali sottostima dei fondi rischi, errori di classificazione, valutazioni inattendibili delle rimanenze e la mancata iscrizione di alcune passività finanziarie e tributarie) hanno determinato la correzione contabile degli errori rilevanti commessi, con contabilizzazione negativa di circa 3 milioni di Euro sul saldo di apertura del patrimonio netto dell'esercizio 2023. Questo determina una rilevante inattendibilità dei risultati della società degli anni precedenti al 2023, con conseguente parziale compromissione del set documentale a disposizione del sottoscritto valutatore, di cui si riferirà nel prosieguo della stima.

3. IL CRITERIO DI VALUTAZIONE ADOTTATO

3.1 Concetti generali

Il "parere di congruità" richiesto al sottoscritto stimatore comporta un giudizio su un risultato già comunicato all'esperto, che è costituito nel caso in esame dal prezzo di trasferimento del complesso aziendale di proprietà di C.T.R. Srl.

A questo riguardo i Principi Italiani di Valutazione (PIV) del 2015 redatti dall'Organismo Italiano di Valutazione, al paragrafo I.4.5, hanno precisato che *"la caratteristica essenziale dei pareri di congruità è quella di comportare un giudizio in merito ad una determinazione già assunta o ipotizzata, in relazione alla quale il mandante desidera avere un confronto professionale indipendente. L'analisi è in questo caso svolta "a ritroso", mostrando generalmente che il risultato si colloca nella fascia dei possibili esiti ragionevoli del processo di stima"*.

In sostanza l'esperto è chiamato ad esprimersi in ordine all'adeguatezza di un risultato che già conosce e che può essere ritenuto congruo o non congruo, rispetto ai dati, alle informazioni ed alle metodologie utilizzati ed alle conclusioni a cui è giunto.

In tal senso i pareri di congruità non sempre si traducono in un risultato numerico, anche se solitamente l'esperto definisce un intervallo di valori all'interno del quale va a verificare, a suo giudizio, la congruità.

Sempre gli stessi PIV distinguono, ai paragrafi III.1.4 e III.1.5, i pareri di congruità in due categorie: quelli di merito (congruità finanziaria o *fairness opinion*) o di metodo (congruità funzionale). Nel caso in esame il

parere richiesto rientra certamente in quelli di merito, precisando altresì che l'analisi svolta deve avere le caratteristiche di una valutazione.

L'incarico conferito al sottoscritto stimatore è quello di valutare se il prezzo di trasferimento dell'azienda di C.T.R. Srl indicato nell'offerta irrevocabile di acquisto pervenuta dall'Affittuaria è congruo nel mero contesto specifico di una procedura competitiva (asta) da realizzarsi in ambito concorsuale. Pertanto, il prezzo sul quale verte il parere di congruità finanziaria (*fairness opinion*) non è da intendersi come il miglior prezzo possibile per il trasferimento dell'azienda, né quale espressione dell'unico prezzo realizzabile nel contesto di un'altra operazione o in un altro momento.

Il tema complesso della valutazione delle aziende in crisi è stato, nel corso degli anni, oggetto di alcune trattazioni ed approfondimenti dottrinari.

In particolare, le "Linee guida per la valutazione delle aziende in crisi" emanate nell'anno 2016 dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (CNDCEC) e dalla Società Italiana dei Docenti di Ragioneria e di Economia Aziendale (SIDREA) individuano i seguenti tre contesti valutativi:

- azienda in tensione finanziaria: si tratta di una situazione caratterizzata da temporanei disequilibri finanziari, in quanto i flussi di cassa prospettici non sono in grado di fronteggiare l'adempimento delle obbligazioni pianificate;
- azienda in disequilibrio economico e crisi reversibile: è un contesto in cui l'azienda pur non essendo in grado di soddisfare regolarmente le obbligazioni e accedere al credito ordinario, non è ancora in uno stato di insolvenza ed ha prospettive di risanamento;
- azienda in disequilibrio economico e crisi irreversibile: è uno scenario in cui l'azienda è incapace di uscire da uno stato di crisi, non è più in grado di garantire la regolare copertura dei fabbisogni finanziari, la redditività è compromessa e non vi sono ragionevoli previsioni di ristabilire l'equilibrio finanziario, evidenziandosi una situazione di dissesto permanente ed irreversibile.

La tabella che segue sintetizza, a titolo esemplificativo, le più probabili relazioni tra processi valutativi, configurazioni di valore e finalità della stima.

Processo valutativo	Configurazioni di valore	Finalità della stima
Assetti SGS invariati	Valore di capitale economico	Stima del valore di cessione dell'azienda in funzionamento per gli organi di una procedura liquidatoria
Assetti SGS invariati	Valore d'investimento	Stima per la decisione di offerta dell'acquirente in una procedura liquidatoria
Assetti SGS invariati	Valore di liquidazione	Stima del valore di cessione dei beni aziendali per gli organi di una procedura liquidatoria
Assetti SGS corretti	Valore di capitale economico	Stima del congruo valore di cessione dell'azienda in un concordato in continuità
Assetti SGS corretti	Valore di capitale economico	Stima del valore di conferimento di un'azienda in crisi in una società conferitaria in equilibrio
Assetti SGS corretti	Valore d'investimento	Stima per la decisione di offerta dell'acquirente in un concordato in continuità
Assetti SGS corretti	Valore d'investimento	Stima del valore di acquisizione di una società immobiliare (assumendo la ristrutturazione finanziaria del debito)

Il processo valutativo ad assetti strategici, gestionali e strutturali (SGS) invariati è quello più facilmente applicabile in assenza di un piano di risanamento formalizzato. Tuttavia, anche in assenza del piano di risanamento, il professionista potrà adottare un processo valutativo ad assetti corretti, simulando autonomamente gli effetti economici e finanziari degli interventi correttivi.

Il processo valutativo ad assetti corretti è quello più naturalmente applicabile in presenza di piani di risanamento formalizzati. Tuttavia, le finalità della stima, le circostanze specifiche del contesto valutativo e l'apprezzamento dell'attendibilità del piano possono suggerire al professionista valutatore di adottare un processo valutativo ad assetti invariati anche in presenza di un piano di risanamento, non tenendo conto degli interventi correttivi in esso contemplati. Ciò può avvenire, ad esempio, nel caso in cui una procedura concorsuale debba cedere in breve tempo l'azienda in funzionamento, ma non abbia risorse autonome per

attuare gli interventi correttivi previsti dal piano.

La scelta del metodo da utilizzare per valutare un'azienda in crisi è influenzata da diversi fattori, tra cui, *in primis*, il contesto di riferimento e la finalità dell'incarico. Ad esempio, se l'obiettivo è quello di effettuare una stima finalizzata a una possibile cessione nell'ambito di una procedura concorsuale, il valutatore si trova di fronte a una sfida delicata. Da un lato, è fondamentale evitare la sovrastima di un valore che potrebbe poi non realizzarsi; dall'altro, è parimenti importante non sottovalutare le potenziali opportunità di ripresa e *turnaround*, poiché ciò potrebbe tradursi in una sottostima del valore a disposizione dei creditori¹.

La dottrina aziendalistica e la prassi professionale individuano cinque principali categorie di metodi di valutazione: patrimoniali, reddituali, misti patrimoniali-reddituali, finanziari e comparativi di mercato.

Le caratteristiche principali di tali metodi sono di seguito riepilogati.

➤ Metodi patrimoniali

I metodi patrimoniali determinano il valore dell'impresa mediante la stima a valori correnti delle attività e delle passività che compongono il patrimonio aziendale. Il presupposto teorico è che il valore dell'azienda coincida con il valore del patrimonio netto rettificato, ottenuto adeguando i valori contabili ai valori effettivamente esprimibili sul mercato.

Si distinguono:

- Metodo patrimoniale semplice, che considera gli elementi patrimoniali risultanti dal bilancio opportunamente rettificati;
- Metodo patrimoniale complesso, che include anche i beni immateriali non iscritti in bilancio, quali marchi, know-how, relazioni commerciali o altre attività immateriali suscettibili di autonoma valorizzazione.

Tali metodologie risultano particolarmente indicate nelle aziende a forte contenuto patrimoniale e, più in generale, nelle situazioni caratterizzate da finalità liquidatorie o da incerte prospettive di continuità aziendale. Nelle procedure concorsuali rappresentano spesso un utile parametro di confronto per verificare la convenienza tra l'ipotesi di continuità e quella di realizzo atomistico degli asset.

Il principale limite del metodo patrimoniale consiste nella sua ridotta capacità di cogliere la futura attitudine dell'impresa a generare reddito.

¹ Fazzini M. (2024), "La valutazione delle aziende in crisi" in *Manuale della valutazione d'azienda (Eutekne)*

➤ Metodi reddituali

I metodi reddituali si fondano sul principio secondo cui il valore dell'impresa è funzione della sua capacità di produrre risultati economici futuri. In tale prospettiva, il valore aziendale corrisponde al valore attuale dei redditi che si prevede l'impresa sarà in grado di conseguire nel tempo.

L'applicazione del metodo richiede:

- la definizione di un orizzonte temporale di previsione;
- la stima o normalizzazione dei redditi futuri;
- l'individuazione di un appropriato tasso di attualizzazione.

Nelle aziende in crisi l'utilizzo del metodo reddituale presenta maggiori complessità poiché i risultati storici possono risultare fortemente deteriorati e i redditi futuri dipendono spesso dall'effettiva realizzazione di interventi di ristrutturazione e risanamento. Il valutatore deve pertanto considerare espressamente i costi necessari per il recupero dell'equilibrio economico e finanziario e verificare la ragionevolezza delle ipotesi poste a fondamento delle previsioni.

Il metodo reddituale è generalmente appropriato nelle ipotesi di continuità aziendale e di crisi reversibile.

➤ Metodi misti patrimoniali-reddituali

I metodi misti, definiti nelle Linee Guida come metodi che "esplicitano la creazione di valore", combinano la prospettiva patrimoniale con quella reddituale. Il valore dell'impresa viene determinato come somma di due componenti:

- il patrimonio netto rettificato;
- il valore dell'avviamento (positivo o negativo), determinato dall'attitudine dell'impresa a generare redditi superiori o inferiori alla normale remunerazione del capitale investito.

Tali metodologie consentono di cogliere simultaneamente la consistenza patrimoniale dell'azienda e la sua capacità prospettica di creare valore. Per questo motivo sono frequentemente utilizzate nelle valutazioni di imprese operative caratterizzate da una significativa componente immateriale e da una consolidata capacità reddituale.

Nel caso delle aziende in crisi, la loro applicazione richiede particolare cautela nella determinazione dell'avviamento, poiché la capacità di generare sovraredditi futuri è strettamente connessa alla concreta realizzabilità del piano di risanamento.

➤ Metodi finanziari

I metodi finanziari individuano il valore dell'impresa attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa futuri che essa sarà in grado di generare. Il più diffuso è il metodo Discounted Cash Flow (DCF), secondo il quale il valore dell'azienda corrisponde al valore attuale dei flussi finanziari operativi futuri e del valore terminale.

Tali metodi sono generalmente considerati quelli maggiormente coerenti con la teoria finanziaria moderna, poiché pongono al centro della valutazione la capacità dell'impresa di produrre cassa e di remunerare gli investitori.

Nelle aziende in crisi essi assumono particolare importanza quando sia disponibile un piano industriale e finanziario attendibile. In tali circostanze il metodo finanziario consente di rappresentare in modo esplicito gli effetti delle manovre di ristrutturazione, dei nuovi investimenti, delle modifiche organizzative e delle strategie di rilancio previste dal piano.

La loro attendibilità dipende tuttavia dalla qualità delle previsioni e dalla corretta valutazione del rischio associato alla realizzazione del piano.

➤ Metodi comparativi di mercato (multipli)

I metodi comparativi determinano il valore dell'impresa mediante il confronto con società analoghe per attività, dimensioni, rischio e prospettive di sviluppo. L'approccio si basa sull'utilizzo di multipli di mercato derivati da società quotate o da transazioni comparabili.

L'applicazione del metodo presuppone:

- l'esistenza di un mercato attivo;
- la disponibilità di imprese effettivamente comparabili;
- l'omogeneità delle grandezze utilizzate per il confronto.

Nel contesto delle aziende in crisi l'utilizzo dei multipli presenta rilevanti criticità, poiché spesso risulta difficile individuare società realmente comparabili sotto il profilo patrimoniale, reddituale e finanziario. Per tale motivo il metodo viene frequentemente impiegato come verifica di ragionevolezza dei risultati ottenuti mediante metodologie principali piuttosto che come criterio autonomo di stima.

3.2 La scelta del metodo di valutazione

La scelta del metodo più appropriato non può essere effettuata in astratto, ma deve essere compiuta

tenendo conto delle caratteristiche dell'impresa, della finalità dell'incarico, della disponibilità di informazioni attendibili e del contesto economico-finanziario in cui opera l'azienda.

Nel caso delle aziende in crisi, la scelta assume particolare rilevanza poiché il valutatore deve contemperare la necessità di rappresentare correttamente le difficoltà aziendali con quella di cogliere eventuali prospettive di recupero e di creazione di valore derivanti da interventi di risanamento.

I metodi reddituali e finanziari trovano la loro massima espressione nelle valutazioni effettuate in ipotesi di continuità aziendale, laddove sia possibile formulare attendibili previsioni sui risultati economici e sui flussi finanziari futuri. Tuttavia, nelle procedure di liquidazione giudiziale tali presupposti risultano spesso attenuati o assenti, soprattutto quando la continuità aziendale dipende da iniziative future di soggetti terzi ovvero da piani industriali non ancora concretamente implementati. In tali circostanze il rischio di attribuire valore a risultati meramente potenziali può compromettere l'attendibilità della stima.

Inoltre i dati economici storici di C.T.R., essendo stati fortemente influenzati da politiche di bilancio e da errori contabili, come già evidenziato in precedenza, non costituiscono una base documentale affidabile su cui potere effettuare stime future affidabili.

I metodi comparativi di mercato, pur costituendo un utile strumento di verifica, presentano a loro volta limiti applicativi significativi, in quanto la condizione di insolvenza e le specificità dell'azienda rendono frequentemente difficile individuare società realmente comparabili o transazioni omogenee.

Per tali ragioni, la prassi professionale e le Linee Guida individuano nel metodo patrimoniale il criterio di riferimento nelle situazioni caratterizzate da finalità liquidatorie. La determinazione del patrimonio netto rettificato consente infatti di apprezzare il valore economico degli attivi trasferibili e rappresenta un fondamentale parametro di confronto tra l'ipotesi di cessione unitaria dell'azienda e quella di realizzo separato dei singoli beni.

Nel caso in esame, la finalità dell'incarico consiste nella determinazione di un valore utilizzabile nell'ambito di una procedura competitiva di vendita promossa dagli organi della liquidazione giudiziale. Conseguentemente, il criterio principale adottato è stato il metodo patrimoniale, basato sulla rideterminazione a valori correnti delle attività e delle eventuali passività aziendali, eventualmente integrato da ulteriori elementi informativi e da verifiche di ragionevolezza desunte da metodologie alternative, al fine di pervenire ad una stima prudente, attendibile e coerente con gli obiettivi della Procedura.

Per quanto riguarda l'inclusione nella valutazione patrimoniale degli elementi immateriali, ed in particolare quelli non iscritti in contabilità (quali l'avviamento), si ritornerà nel successivo paragrafo.

Pur essendo C.T.R. Srl stata posta in liquidazione giudiziale, la sua azienda conserva un'organizzazione produttiva funzionante, rapporti commerciali in essere e una capacità operativa suscettibile di trasferimento unitario. Pertanto il valore risultante dall'analisi patrimoniale è stato infine confrontato con le risultanze del metodo dei multipli orientato alla continuità aziendale, al fine di verificare l'eventuale esistenza di un plusvalore derivante dalla cessione unitaria del complesso aziendale rispetto al mero realizzo atomistico dei beni.

4. LA VALUTAZIONE DELL'AZIENDA CON IL METODO PATRIMONIALE

Individuato il criterio di valutazione, è ora possibile procedere alla valutazione dell'azienda di proprietà di C.T.R. Srl.

Per chiarezza espositiva si riportano nei successivi paragrafi gli asset dell'azienda distinti per tipologia, oggetto dell'offerta irrevocabile prevenuta dall'Affittuaria esposta nel precedente paragrafo 2.1.

Attraverso il metodo patrimoniale complesso si procede a riesprimere a valori correnti tali attività, a cui aggiungere l'eventuale valore degli asset immateriali.

4.1 Beni materiali (mobili)

Per quanto riguarda il calcolo del "valore corrente" dei beni mobili si fa riferimento alla relazione di stima del compendio mobiliare dell'Ing. _____ redatta in data 19/06/2026 su incarico della Curatela.

Anzitutto tale perito stimatore ha analizzato la relazione di stima del compendio mobiliare redatta dallo Studio _____ alla data del 19/09/2024, nella quale erano stati individuati i beni che poi sono stati indicati per la stessa consistenza nel contratto di affitto d'azienda in essere tra CTR e l'Affittuaria.

Poi l'Ing. _____ nel proprio elaborato ha individuato due ipotesi:

- i. Il primo scenario è quello in continuità, che prevede il pieno utilizzo degli spazi e delle attrezzature con l'ingresso, a titolo definitivo, di un nuovo gestore del centro. Tale gestore utilizzerebbe la gran parte dei cespiti presenti, essenziali per lo svolgimento dell'attività caratteristica propria del complesso aziendale.
- ii. Il secondo scenario è quello liquidatorio, che prevede la vendita forzata ed atomistica dei beni mobili

presenti nei locali esaminati. Detto scenario prevede costi di custodia ed alti rischi di danneggiamento in quanto i locali sarebbero abbandonati per un lungo periodo prima di perfezionare l'alienazione di tutti i beni mobili separatamente. Si deve inoltre tenere in considerazione che tutti i beni dovranno essere smontati e trasportati altrove. Tutto questo si traduce in un forte abbattimento del valore dei beni esaminati. In caso, poi, di vendita in blocco dei beni, per contingentare le tempistiche ed i rischi di avere un eccesso di beni invenduti, si deve ragionevolmente prevedere un ulteriore abbattimento pari al 30%.

Inoltre si precisa che la suddetta relazione di stima dell'ing. _____ non comprende la valutazione dei beni immateriali, ovvero qualsiasi software, sia di tipo commerciale che di produzione interna (compresi i relativi codici sorgente), nonché eventuali diritti di proprietà industriale e/o intellettuale, quali brevetti, modelli, marchi, certificazioni, domini e siti web od altri tipi di asset intangibili.

La tabella sottostante riepiloga i risultati della relazione di stima del compendio mobiliare, con la suddivisione del compendio mobiliare per macroaree funzionali.

Macroaree	Valore in ipotesi di continuità	Valore in ipotesi di liquidazione atomistica	Valore in ipotesi di liquidazione in blocco
Zona amministrazione	11.733,50	4.693,40	3.285,38
Zona fisioterapia e riabilitazione	77.178,50	31.371,80	21.960,26
Zona corridoi e reception	26.749,70	10.699,90	7.489,93
Ambulatori medici	632.473,60	293.589,44	205.512,61
Piano terra e aree esterne	98.237,80	39.295,10	27.506,57
Totali Euro	846.373,10	379.649,64	265.754,75

Vi sono altresì ulteriori beni mobili di modesto valore presenti nell'ufficio posto al piano terreno, che sono valutati, in ipotesi di continuità, in Euro 4.514,00.

Il sottoscritto, in considerazione del fatto che l'Affittuaria prosegue l'attività negli stessi locali di C.T.R. Srl in Reggio Emilia, via F.lli Cervi n.59/E-F, ritiene corretto considerare il valore della stima "in continuità". Essendo peraltro posto in vendita il complesso aziendale, e non i singoli beni, si presuppone che l'attività dell'acquirente prosegua nei medesimi locali.

Per quanto riguarda i beni strumentali si riportano per maggiore completezza i valori contabili derivanti dalla situazione aggiornata ed assestata alla data del 31/12/2024, evidenziando le rettifiche per giungere al valore di stima.

Categoria	Costo storico contabile	Fondo amm. contabile	Valore netto contabile	Rettifiche	Valore stimato
Impianti elettrici	75.536,07	-71.175,00	4.361,07	452.769,82	850.887,10
Impianti telefonici	38.121,73	-35.866,22	2.255,51		
Impianti specifici	298.167,55	-178.709,53	119.458,02		
Macchinari non automatici	71.815,71	-59.425,82	12.389,89		
Altri impianti e macchinari	9.943,00	-4.927,28	5.015,72		
Attrezzatura specifica	850.905,86	-696.236,65	154.669,21		
Attrezzatura varia e minuta	33.089,55	-33.089,55	0,00		
Mobili ed arredi	182.080,74	-158.535,58	23.545,16		
Mobili e macchine ord. d'ufficio	1.794,92	-511,48	1.283,44		
Macchine d'ufficio elettroniche	216.211,95	-168.276,20	47.935,75		
Telefonia mobile	26.523,60	-12.097,13	14.426,47		
Altri beni materiali	649,00	-359,46	289,54		
Autoveicoli	24.576,37	-12.088,87	12.487,50		
Totali Euro	1.829.416,05	-1.431.298,77	398.117,28	452.769,82	850.887,10

4.2 Beni materiali (mobili) già oggetti di contratti di leasing o di contratti di noleggio operativo già acquistati dall'Affittuaria

Tali beni, inseriti nella perizia dell'Ing. e riepilogati nella seguente tabella, erano oggetto di contratti di leasing o di noleggio operativo alla data di efficacia del contratto di affitto d'azienda tra C.T.R. Srl e l'Affittuaria e sono stati nel frattempo acquistati/riscattati da quest'ultima.

Descrizione del bene	Valore in ipotesi di continuità	Valore in ipotesi di liquidazione atomistica
T-Dose	4.600,00	2.800,00
Laserix PH10	15.000,00	10.500,00
N.2 Carrello Flexline	480,00	220,00
Sistema Artexe	520,00	150,00
N.8 Panche da 3 posli	1.600,00	640,00
Totali Euro	22.200,00	14.310,00

Vi sono altresì gli ulteriori seguenti beni che potranno essere riscattati/acquistati entro il completamento della procedura competitiva di vendita dell'azienda da parte della Procedura. Non essendovi certezza su tale circostanza, dipendente comunque dalla libera discrezionalità dell'affittuaria, prudentemente non si terrà conto del loro valore nella stima complessiva dell'azienda.

Descrizione del bene	Valore in ipotesi di continuità	Valore in ipotesi di liquidazione atomistica
Oct Maestro 2 Topcon	9.000,00	6.000,00
N.2 Stampanti Epson C879R	520,00	160,00
Totali Euro	9.520,00	6.160,00

In relazione ai beni indicati nel presente paragrafo occorre richiamare la clausola inserita nel contratto di affitto d'azienda in essere, che prevede il diritto di acquisto in capo alla procedura di liquidazione giudiziale

di C.T.R. Srl per un *“corrispettivo pari alla differenza, avendo riguardo al singolo macchinario in leasing, [(a) – (b)] fra (a) la somma fra (a.1) l’ammontare complessivo dei canoni sborsati dall’affittuaria a ciascuna società di leasing/locazione nel corso della durata dell’affitto e (a.2) quanto sborsato dall’affittuaria per acquistare la proprietà del macchinario in leasing/locazione operativa; e (b) il valore d’uso del macchinario in leasing/locazione operativa per il periodo di durata dell’affitto dell’azienda, calcolato mediante applicazione all’importo determinato sub (a) dell’aliquota di ammortamento fiscale prevista per la categoria di beni cui si riferisce il macchinario, pro rata temporis per la durata dell’affitto dell’azienda.”*

Volendosi la Curatela, secondo quanto riferito al sottoscritto perito, avvalere di questa facoltà di riscatto, tali beni possono essere ricompresi nel perimetro dell’azienda di C.T.R. Srl da porre in vendita, ritenendo anche in questo caso corretto considerare il valore della stima *“in continuità”*.

4.3 Rimanenze di magazzino

Le giacenze di scorte e magazzino sono state sono state anch’esse oggetto di analisi da parte dell’Ing. i nel proprio elaborato peritale, il quale ha rilevato la presenza di due aree principali adibite a magazzino poste al piano interrato oltre a merce posta al piano primo in vari locali.

L’ing. ritiene che il valore di Euro 25.461,90, inserito originariamente nel contratto di affitto d’azienda, debba essere prudenzialmente ridotto ad Euro 15.000,00 (valore ulteriormente da ridursi ad Euro 10.000,00 in caso di scenario liquidatorio).

Per completezza informativa si richiama altresì la clausola inserita nel contratto di affitto d’azienda in essere, che prevede che *“Le Parti convengono che, intervenuta la cessazione del presente contratto per qualsivoglia causa, con esclusione dell’ipotesi in cui l’Affittuaria si renda cessionaria dell’azienda, le differenze inventariali di cui all’art. 2561, ultimo comma, c.c. siano calcolate soltanto in relazione alla maggiore o minore consistenza del magazzino, con esclusione pertanto di qualunque differenza in qualsiasi diverso caso ovvero in relazione all’avviamento dell’azienda. A tal fine, le parti redigeranno in contraddittorio il relativo inventario entro 10 (dieci) giorni dalla data di cessazione dell’efficacia del contratto. Si specifica che l’importo discendente da tali differenze inventariali sarà corrisposto dalla parte che risulterà debitrice entro 60 (sessanta) giorni dalla cessazione del contratto.”*

Nella seguente tabella si riporta il valore contabile delle rimanenze al 31/12/2024 ed il valore stimato dall’

Categoria	Valore contabile	Rettifiche	Valore stimato
Rimanenze di magazzino	22.558,78	-7.558,78	15.000,00
Totali Euro	22.558,78	-7.558,78	15.000,00

4.4 Beni immateriali

I beni immateriali devono essere oggetto di uno specifico approfondimento, non essendo compresi nella relazione di stima dell'ing. _____, più volte richiamata.

I Principi Italiani di Valutazione (PIV) del 2015 redatti dall'Organismo Italiano di Valutazione, al paragrafo III.5.1, dividono gli intangibles in due categorie: quelli identificabili (o specifici) e quelli non identificabili (o generici).

Le attività immateriali identificabili sono quelle valutabili separatamente dall'azienda in quanto (PIV, III.5.2) possono essere oggetto di trasferimento (cedute, locate, concesse in licenza, ecc.) e sono tutelate giuridicamente, tramite diritti contrattuali o altri diritti legali.

Le attività non identificabili sono normalmente classificate come avviamento, che non è separabile dal complesso aziendale (PIV. III.5.3).

I PIV precisano che "va evitata la sovrapposizione fra beni immateriali specifici e avviamento, il bene immateriale che si riferisce all'azienda e che può essere trasferito solo con quest'ultima" (III.1.28).

Anche per i beni immateriali "identificabili" la tabella sottostante espone i dati contabili al 31/12/2024 e le rettifiche effettuate.

Categoria	Costo storico contabile	Fondo amm. contabile	Valore netto contabile	Rettifiche	Valore stimato
Software di proprietà capitalizzato	39.559,77	-31.418,54	8.141,23	0,00	8.141,23
Software in concessione capitalizzato	6.670,12	-3.819,54	2.850,58	0,00	2.850,58
Marchi	4.320,73	0,00	4.320,73	0,00	4.320,73
Diritti utilizzazione opere ingegno	16.933,00	-16.933,00	0,00	0,00	0,00
Spese societarie	25.337,53	-23.840,13	1.497,40	-1.497,40	0,00
Costi di pubblicità	3.570,59	-2.499,42	1.071,17	-1.071,17	0,00
Costi di sviluppo	493.330,26	-461.785,57	31.544,69	-31.544,69	0,00
Spese di manutenzione da ammortizzare	24.140,26	-24.030,46	109,80	-109,80	0,00
Altre spese di manutenzione	571.611,77	-548.628,12	22.983,65	-22.983,65	0,00
Altre spese pluriennali	178.875,63	-173.648,10	5.227,53	-5.227,53	0,00
Totali Euro	1.364.349,66	-1.286.602,88	77.746,78	-62.434,24	15.312,54

Il sottoscritto perito ritiene di confermare i valori contabili per quanto riguarda il software ed i marchi, azzerando i valori delle restanti spese in quanto non esprimono una reale utilità e non rappresentano attività traducibili in grandezze monetarie.

Per quanto concerne il “marchio” si precisa che è stato depositato a livello comunitario (oltre alla Gran Bretagna) nel corso dell’anno 2018, con scadenza 20/03/2028. Esso è pertanto tutelato giuridicamente, ma, anche in considerazione dell’intervenuta liquidazione giudiziale della società C.T.R. Srl, si ritiene che il suo valore contabile, formato dal costo storico di registrazione, rappresenti il valore effettivo, in quanto sarebbe fuorviante utilizzare altri metodi di valutazione, quali quelli basati su flussi di reddito o su comparazioni. Si riporta l’immagine del marchio registrato.



I restanti asset immateriali esposti nel contratto di affitto d’azienda, quali i contratti pendenti, il know-how, il data base commerciale, i fascicoli dei pazienti, rientrano a parere dello scrivente nell’ampio contenitore dei beni immateriali “non identificabili”, ovvero dell’avviamento.

Pur essendo astrattamente configurabile un valore riconducibile all’avviamento e all’organizzazione aziendale, l’assenza di elementi prospettici sufficientemente attendibili non permette una misurazione autonoma dello stesso. Anche i dati economici storici di C.T.R. Srl, estremamente negativi negli ultimi anni, pur con tutte le limitazioni in termini di affidabilità già evidenziate in precedenza, consentono di affermare che l’azienda oggetto di stima non ha un valore di avviamento intrinseco.

Al riguardo occorre anche ricordare che C.T.R. Srl ha sempre operato in regime di convenzione con il SSN in forza di contratti con l’Ausl di _____ ed, in misura minore, con l’AUSL di _____, costituendo la convenzione uno dei punti di forza della struttura. Però con l’apertura della procedura di liquidazione giudiziale sia l’Ausl di _____ (con comunicazione PROT. 0088575/25 del 28/10/2025 e successiva PROT. 0096345/25 del 24/11/2025) sia quella di _____ (con comunicazione PROT. 2025/0162318 del 28/11/2025 e successiva PROT. 2025/0170187 del 15/12/2025) hanno considerato cessati i contratti di fornitura di prestazioni di assistenza specialistica ambulatoriale stipulati con C.T.R. Srl. Dopo di che a decorrere dal 12/12/2025 la sola Ausl di _____ ha riaperto la lista delle prenotazioni, valutando

evidentemente in modo positivo l'affidabilità industriale dell'Affittuaria e concedendo a quest'ultima un nuovo affidamento per un periodo limitato, da ultimo prorogato fino al 26/10/2026 (comunicazione PROT. 2026/0076115 del 15/05/2026).

L'orizzonte temporale del rinnovo della convenzione è troppo limitato, oltre ad essere legato ai requisiti di affidabilità del soggetto richiedente, per poter attribuire un valore autonomo a tale asset immateriale, anche nel più ampio concetto di avviamento.

Anche l'analisi effettuata sul numero delle prestazioni professionali eseguite sia in convenzione con il SSN (pubblico) sia in regime di libera professione (privato) negli ultimi anni, da C.T.R. prima e dall'Affittuaria poi, non ha evidenziato variazioni significative tali da giustificare l'iscrizione di un valore a titolo di avviamento, essendo evidente come la nuova gestione necessiti di tempo per riacquistare la fiducia dei potenziali utenti della struttura ambulatoriale.

Pertanto la stima è stata effettuata secondo un criterio prudenziale fondato prevalentemente sul valore corrente degli elementi patrimoniali trasferibili.

Si precisa altresì che nemmeno i beni inseriti nei contratti di noleggio sono oggetto di valutazione in quanto non generano un valore patrimoniale per l'azienda, non trasferendosi né la proprietà né i rischi principali dei beni e dovendo in ogni caso l'acquirente corrispondere un canone per il loro godimento.

4.5 Contratti di leasing

La società ha inoltre in essere alcuni contratti di leasing finanziario per l'acquisto di attrezzature ed apparecchiature medicali. Le transazioni relative a tali contratti di leasing sono state rilevate in bilancio secondo la normativa vigente che prevede la contabilizzazione a conto economico dei canoni di locazione pagati. L'adozione della metodologia finanziaria avrebbe comportato la contabilizzazione degli interessi sul capitale finanziato e delle quote di ammortamento sul valore dei beni acquisiti in leasing, commisurate alla residua possibilità di utilizzo dei beni stessi, oltre all'iscrizione dei beni nell'attivo e del residuo debito nel passivo.

Il valore dei beni in leasing è stato stimato assumendo quale base il costo originario risultante dai contratti di leasing, rettificato in funzione di queste due variabili:

- deperimento economico derivante dall'utilizzo e dal decorso del tempo, mediante applicazione della aliquota di ammortamento ordinariamente adottata per beni della medesima categoria, che è stata

individuata nella misura del 12,5% annuo (indicata nel D.M. 31/12/1988 come riferimento per “attrezzatura medica specifica”), con una riduzione forfettaria del 50% il primo anno di utilizzo.

- valore attuale dei canoni ancora a scadere (alla data del 31/12/2025), ovvero il debito residuo necessario per acquisire la piena disponibilità del bene, come risultante dai piani di ammortamento o dai documenti di sintesi dei leasing.

La seguente tabella riepiloga i risultati raggiunti.

Numero contratto	Anno stipula	Durata	Scadenza	Società leasing	Descrizione	Fornitore	Importo contratto (a)	Ammortamento del bene (b)	Debito residuo al 31/12/2025 (c)	Valore del bene (= a-b-c)
A1E05120	2023	60 mesi	04/04/2028		Ecografo		60.000,00	18.750,00	23.702,17	17.547,83
A1D63046	2022	72 mesi	17/05/2028		Attrezzature mediche diverse		99.000,00	43.312,50	43.007,49	12.680,01
A1D60205	2022	60 mesi	10/07/2027		Apparecchiatura raggi x		85.000,00	37.187,50	28.939,32	18.873,18
5251844	2022	60 mesi	29/04/2027		Swiss Piezlocast (onde d'urto)		36.000,00	15.750,00	10.293,89	9.956,11
5392652	2022	60 mesi	08/11/2027		Swiss Dolorclast		14.000,00	6.125,00	5.878,76	1.996,24
A1B69385	2020	72 mesi	24/03/2026		Ecografo		45.000,00	30.937,50	7.143,52	6.918,98
LS240565	2023	48 mesi	15/05/2027		Sistema CMF next professional		14.500,00	4.531,25	4.556,32	5.412,43
196906/01	2024	72 mesi	28/02/2030		Attrezzature oculistiche		19.424,00	3.642,00	14.344,27	1.437,73
Totali Euro							372.924,00	160.235,75	137.865,74	74.822,51

4.6 Fondo per oneri da sostenere

Nella determinazione del valore dell'azienda si deve altresì tenere conto degli oneri che, sulla base della documentazione esaminata e delle informazioni acquisite, risultano ragionevolmente prevedibili e necessari per il mantenimento della piena operatività del compendio aziendale e per l'adeguamento dello stesso alle disposizioni normative applicabili.

In particolare, sono stati considerati i costi stimati per l'aggiornamento e il rinnovo delle autorizzazioni e certificazioni richieste dalla normativa vigente, tra cui il Certificato di Prevenzione Incendi (CPI), nonché gli interventi di bonifica, pulizia, sgombero e ripristino ritenuti necessari per la regolare prosecuzione dell'attività.

Tali oneri sono portati in diminuzione del valore lordo dell'azienda in quanto rappresentano costi che l'acquirente dovrà presumibilmente sostenere successivamente al trasferimento del compendio aziendale.

Per la loro quantificazione si fa riferimento al “Report CPI e Bonifiche” redatto dall’ing. _____ in data 19/06/2026 (All.3).

L’ing. _____ ritiene che il costo per l’aggiornamento e l’ottenimento del CPI è pari ad Euro 245.711,38, mentre gli oneri per la pulizia e bonifica di spazi della struttura medica utilizzati come deposito di stoccaggio per attrezzature obsolete e/o non funzionanti e materiali assimilabili a rifiuti sono stimati in Euro 34.937,00.

Al riguardo occorre richiamare l’impegno assunto da parte della società _____, proprietaria del complesso

immobiliare di Via F.lli Cervi n.59, a Reggio Emilia dove è esercitata in locazione l'azienda di C.T.R. Srl, relativamente ad eventuali opere funzionali al rilascio/conferma di autorizzazioni e certificazioni sino ad Euro 75.000,00, importo che quindi deve essere considerato a deconto del costo per l'aggiornamento del CPI.

La seguente tabella riepiloga la composizione del fondo per oneri da sostenere.

Descrizione	Valore stimato
Certificato prevenzione incendi (CPI)	245.711,38
Contributo proprietà locali	-75.000,00
Bonifiche e pulizie	34.937,00
Totali Euro	205.648,38

4.7 Valore complessivo di stima

A conclusione dell'analisi delle attività e delle passività che compongono l'azienda di proprietà di C.T.R. Srl, si possono esporre in forma riepilogativa i valori di stima.

Categoria	Valore stimato
Beni materiali (mobili)	850.887,10
Beni materiali (mobili) riscattati/acquistati dall'Affittuaria	22.200,00
Rimanenze di magazzino	15.000,00
Beni immateriali	15.312,54
Beni in locazione finanziaria (leasing)	74.822,51
Fondo rischi ed oneri	-205.648,38
Totali Euro	772.573,77

Pertanto il valore economico dell'azienda oggetto di affitto, calcolato con il metodo patrimoniale (complesso), è pari ad Euro 772.573,77, arrotondabile in Euro 775.000,00.

5. METODO DI CONFRONTO DEI MULTIPLI

A fini di riscontro e verifica della ragionevolezza dei risultati ottenuti mediante il metodo patrimoniale, è stato altresì applicato il metodo dei multipli di mercato, basato sulla capitalizzazione dei risultati economici prospettici dell'azienda.

Da un punto di vista applicativo, l'esperto estimatore è chiamato a porre in essere un processo metodologico che si articola in momenti successivi:

- la scelta delle società comparabili: le aziende prese in considerazione devono possedere caratteristiche di uniformità con l'azienda da valutare. La scelta deve essere effettuata in funzione del tipo di attività svolta,

del mercato di riferimento, della struttura del capitale investito, della fiscalità e della struttura finanziaria;

- la scelta del moltiplicatore: la determinazione del multiplo avviene in funzione di particolarità proprie della società da valutare, quali la rischiosità dell'azienda (ciclicità e discontinuità dell'attività, grado di leva operativa ed intensità del capitale), e la capacità di generazione di cassa. In generale, la scelta di adottare un misuratore della performance aziendale riferito alle prime voci del conto economico riclassificato in modo scalare (ad esempio il fatturato) porta ad incorrere nel rischio di utilizzare indicatori di performance poco significativi in quanto non in grado di riflettere gli effetti della gestione aziendale; viceversa, la scelta di ricorrere alle ultime linee di conto economico (risultato ante imposte o risultato netto) porta al contrario al rischio di assumere indicatori maggiormente soggetti alle politiche di bilancio (ammortamenti, accantonamenti, canoni per l'acquisizione di beni strumentali con contratti di locazione finanziaria). Pertanto, ci si avvale prevalentemente di indicatori di performance legati a voci intermedie del conto economico, quali l'EBITDA.

Pertanto la valutazione è stata sviluppata facendo riferimento al parametro dell'EBITDA, individuato quale indicatore maggiormente rappresentativo della capacità dell'azienda di generare flussi economici operativi, tenuto conto delle caratteristiche dell'attività esercitata e della finalità della presente analisi.

Ai fini dell'applicazione del metodo, l'EBITDA assunto a base della valutazione è stato desunto dal conto economico previsionale contenuto nel piano di risanamento predisposto nell'ambito della procedura di accordo di ristrutturazione dei debiti che ha interessato la società. Tale dato è stato utilizzato quale migliore informazione prospettica disponibile alla data della perizia, in quanto espressione delle attese di gestione formulate sulla base delle ipotesi e delle assunzioni contenute nel citato piano.

Si ricorda infatti brevemente in questa sede che C.T.R. Srl aveva intrapreso, da giugno 2024, un complesso tentativo di risanamento, poi risultato vano, che si è strutturato innanzitutto nell'accesso alla Composizione Negoziata della Crisi (CNC), quindi nel susseguente ricorso allo strumento degli accordi di ristrutturazione ad efficacia estesa ex art. 61 CCII, con proposta di transazione fiscale e contributiva (art. 63 CCII). Proprio all'interno di quest'ultimo strumento dell'accordo di ristrutturazione, oggetto anche di relazione di attestazione da parte del Dott. . in data 11/06/2025, la società ha presentato un piano pluriennale, con una fase iniziale di continuità diretta d'impresa fino al 31/05/2026. Il conto economico prospettico dell'anno 2025, unico periodo d'imposta unitario nella fase di continuità diretta, è riportato nella

seguinte tabella.

<u>Descrizione</u>	<u>anno 2025</u>	<u>%</u>
Ricavi di vendita prestazioni	4.283.080,00	100,00%
Variazione delle rimanenze	0,00	
Altri ricavi	42.000,00	
Totale ricavi	4.325.080,00	
Costo del personale	2.764.240,00	64,54%
<i>Medici/ tecnici</i>	<i>1.507.544,00</i>	<i>35,20%</i>
<i>Co.co.co</i>	<i>157.399,00</i>	<i>3,67%</i>
<i>Direttore sanitario</i>	<i>74.880,00</i>	<i>1,75%</i>
<i>Costo del personale</i>	<i>1.024.417,00</i>	<i>23,92%</i>
Costi materie prime	149.908,00	3,50%
Carburante / Costi automezzi aziendali	0,00	0,00%
Consulenze (legali ord., CDL, IT, commercialista)	98.966,00	2,31%
Costi professionali straord. + CNC	76.128,00	1,78%
Manutenzioni	128.492,00	3,00%
Utenze	181.259,00	4,23%
Assicurazioni	40.000,00	0,93%
Formazione	4.000,00	0,09%
Pulizia	45.000,00	1,05%
Servizi bancari non finanziari	36.000,00	0,84%
Altri costi per servizi	42.831,00	1,00%
Pubblicità & marketing	12.000,00	0,28%
Servizi amministrativi	12.240,00	0,29%
Locazioni ed accessori	340.516,00	7,95%
Leasing finanziari	120.947,00	2,82%
Noleggi	79.563,00	1,86%
Oneri diversi di gestione	55.300,00	1,29%
EBITDA	137.690,00	
Ammortamenti	77.939,00	1,82%
Accantonamenti e svalutazioni	0,00	0,00%
EBIT	59.751,00	
Proventi/ (oneri) finanziari	0,00	0,00%
EBT	59.751,00	
Imposte	0,00	0,00%
Risultato netto	59.751,00	

Occorre precisare che tale conto economico riflette le assunzioni del piano di risanamento che poi, nella sostanza, non è mai stato applicato in quanto in seguito al diniego dell'Agenzia delle Entrate l'accordo di ristrutturazione non è andato a buon fine.

Per calcolare il valore dell'impresa tramite il metodo dei multipli si può utilizzare la seguente formula:

$$W = M \times \text{EBITDA} + \text{PFN}$$

Dove

- W = valore dell'impresa (prezzo probabile della stessa);
- M = valore del multiplo desunto dal mercato in relazione alla negoziazione di aziende comparabili a

quella oggetto di valutazione;

- EBITDA = valore, presso l'azienda oggetto di valutazione, della grandezza economica rappresentata dal multiplo M;
- PFN = Posizione finanziaria netta, ossia la somma algebrica delle poste dello Stato Patrimoniale di natura finanziaria (liquidità, debiti verso il sistema bancario, ecc.) alla data di riferimento. Tale elemento, costituito quindi dall'indebitamento netto o della liquidità netta, viene considerato nella prassi corrente quale elemento correttivo che tiene conto della struttura finanziaria della società, ma nel caso in esame è pari a zero in quanto l'azienda viene posta in vendita senza poste (creditorie o debitorie) nei confronti del sistema bancario.

Per il calcolo di M può essere di aiuto l'analisi svolta da Aswath Damodaran, Professore di Finanza aziendale presso la Stern School of Business della New York University ed uno degli autori più noti di vari testi accademici e ampiamente utilizzati in valutazione d'impresa, corporate finance e investment management, che individua un rapporto EV/EBITDA pari a 10,23 nel campione analizzato nelle imprese del settore Healthcare Facilities (Europe – date updated 05/01/2026)².

Occorre però considerare i seguenti elementi che suggeriscono prudenza:

- si tratta di una struttura sanitaria privata non quotata;
- la valutazione è effettuata nell'ambito di una procedura concorsuale;
- l'EBITDA deriva da un piano previsionale contenuto in un accordo di ristrutturazione dei debiti e non da risultati storici consolidati;
- il metodo dei multipli ha funzione di controllo e non di criterio principale.

In considerazione quindi delle dimensioni dell'impresa, della natura privata della stessa, del contesto di crisi in cui si colloca la presente valutazione e della circostanza che il parametro reddituale utilizzato deriva da dati previsionali contenuti nel piano di risanamento, si è ritenuto prudenzialmente congruo applicare un multiplo EV/EBITDA pari a 6.

Con un EBITDA pari a 137.690,00 Euro ed un multiplo pari a 6 il valore dell'azienda con il metodo dei multipli è stimato in Euro 826.140,00 (= 6 x 137.690,00), arrotondabile in Euro 825.000,00.

Considerata la natura prospettica dei dati utilizzati e l'incertezza che caratterizza le previsioni economico-

² <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

finanziarie, il risultato ottenuto mediante il metodo dei multipli non è stato assunto quale valore principale di riferimento, ma solo quale metodologia di controllo finalizzata a verificare la ragionevolezza e la coerenza delle conclusioni raggiunte attraverso il criterio patrimoniale, ritenuto nel caso di specie maggiormente rappresentativo delle caratteristiche dell'operazione oggetto di valutazione.

6. CONCLUSIONI: PARERE DI CONGRUITA'

Dall'applicazione delle metodologie sopra indicate emergono i seguenti valori indicativi:

Metodo	Valore stimato
Metodo patrimoniale	€ 775.000,00
Metodo dei multipli	€ 825.000,00 (di confronto)

Alla luce delle verifiche effettuate e delle metodologie valutative applicate, il valore dell'azienda è stato determinato principalmente mediante il metodo patrimoniale, ritenuto nel caso di specie maggiormente idoneo a rappresentare il valore economico del compendio aziendale, tenuto conto delle caratteristiche dell'attività esercitata, della situazione aziendale e delle finalità della presente relazione.

L'applicazione del metodo patrimoniale ha condotto a un valore dell'azienda pari a Euro 775.000,00. A fini di riscontro, è stato altresì applicato il metodo dei multipli di mercato, basato sull'EBITDA prospettico desunto dal piano di risanamento predisposto nell'ambito dell'accordo di ristrutturazione dei debiti, ottenendo un valore indicativo pari a Euro 825.000,00.

Le risultanze dei due criteri valutativi appaiono sostanzialmente convergenti e reciprocamente confermate, attestandosi su valori tra loro coerenti e non significativamente divergenti.

Alla luce di quanto sopra, si ritiene che l'offerta irrevocabile di acquisto pari a Euro 875.000,00 risulti congrua e pienamente soddisfacente sotto il profilo economico, in quanto superiore sia al valore risultante dall'applicazione del metodo patrimoniale sia a quello ottenuto mediante il metodo dei multipli utilizzato quale criterio di controllo.

Pertanto, sulla base delle informazioni disponibili e delle analisi svolte, il sottoscritto esprime giudizio favorevole in ordine alla congruità dell'offerta ricevuta, ritenendo che il corrispettivo di Euro 875.000,00 contenuto nella offerta irrevocabile presentata dall'Affittuaria risulti coerente rispetto al valore economico dell'azienda oggetto di valutazione e possa pertanto essere utilizzato quale prezzo base per la

Reggio Emilia, 22/06/2026

Dott. Guarnieri Silvano

Erleben kann

- 1) Allegati dell'offerta irrevocabile di acquisto del complesso aziendale di C.T.R. Srl in liquidazione giudiziale, come da integrazione del 22/06/2026;
- 2) Stima dell'ing. _____ relativa ai beni mobili di proprietà di C.T.R. Srl in liquidazione giudiziale del 19/06/2026;
- 3) Report CPI e bonifiche dell'ing. _____ del 19/06/2026.

PRESA D'ATTO E AGGIORNAMENTO DELLA PERIZIA DEL 09/07/2026

Il sottoscritto esperto stimatore prende atto che, successivamente alla redazione della presente perizia, a seguito di alcune verifiche, sono stati corretti alcuni meri refusi materiali ad alcuni elementi, che sono stati adeguatamente ricollocati all'interno della documentazione e che definiscono con precisione il perimetro aziendale.

In particolare:

- nell'elenco dei Medici in LP appariva il nome di una professionista medico che ora non è contrattualizzata e non va inclusa nell'elenco;
- tra i "beni ulteriori" compariva un noleggio cessato relativo al server: essendo stato sottoscritto un contratto di estensione del noleggio, il bene si sposta nei contratti;
- tra i "beni ulteriori" compariva un noleggio cessato relativo a stampanti e altra attrezzatura informatica, ma il suddetto noleggio era stato erroneamente classificato come scaduto, mentre è in essere (fatturato e pagato) fino al 30.09.2026, pertanto è riportato nei noleggi operativi in essere;
- rispetto alla data dell'offerta sono stati integrati i beni immateriali.

Al fine di eliminare tali inesattezze, il soggetto offerente ha provveduto a ritrasmettere l'offerta irrevocabile di acquisto, modificata esclusivamente nei refusi sopra indicati, mediante PEC in data 09/07/2026.

Si dà atto che le predette rettifiche hanno carattere esclusivamente formale e non comportano alcuna modifica sostanziale del contenuto economico e negoziale dell'offerta, né incidono sui presupposti di fatto e di diritto posti a base della presente perizia, le cui conclusioni restano pertanto integralmente confermate.

Il presente aggiornamento costituisce parte integrante e sostanziale della perizia di stima.

Reggio Emilia, 09/07/2026

In fede

Dott. Guarnieri Silvano

