

RELAZIONE DI STIMA VALUTATIVA
DELL'AZIENDA DI

LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE

Sent. 72/2023 Tribunale di Catania

GIUDICE DELEGATO Dott.ssa Alessandra BELLIA

CURATORI Avv. Gaetano PRIVITERA – Dott. Gaetano PANZERA

Indice

1. PREMESSE

1.1. Approccio metodologico

1.2. Individuazione dell'oggetto della valutazione

1.3. Data di riferimento

1.4. Documentazione di supporto

1.5. Il contesto valutativo

1.5.1. Il contesto valutativo dell'azienda in disequilibrio economico e in crisi reversibile

1.5.2. Le valutazioni per gli organi delle procedure concorsuali

1.5.3. Individuazione e perimetrazione delle aziende/rami da valutare

1.6. Limiti di significatività della valutazione

2. LE METODICHE DI VALUTAZIONE

2.1. Premessa

2.2. Metodiche di valutazione d'azienda nei PIV e nelle Linee Guida per la valutazione di aziende in crisi

2.3. I metodi patrimoniali

2.4. I metodi reddituali

2.5. I metodi misti o che esplicitano la creazione di valore

2.6. I metodi finanziari

2.7. I metodi dei multipli o comparativi di mercato

2.8. I criteri empirici di valutazione

3. SCELTA DEL CRITERIO DI VALUTAZIONE

4. IL PROCESSO VALUTATIVO

4.1. Determinazione del ramo d'azienda oggetto di valutazione

4.2. Situazione Patrimoniale riferibile all'azienda

4.3. Volumi di vendita riferibili all'azienda

4.4. Risultati economici riferibili all'azienda

4.5. Stima autonoma dell'avviamento

4.6. Gli scenari

4.7. Determinazione dell'avviamento

5.CONCLUSIONI

RELAZIONE DI STIMA DELL'AZIENDA IN LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE "RESIDENCE VAMPOLIERI S.R.L."**1. PREMESSE**

Il sottoscritto dott. Dario C. Scelfo, Dottore Commercialista e Revisore Legale con Studio in San Gregorio di Catania, via XX Settembre n. 79, ivi domiciliato, (C.F. SCL DCR 66L04 C351N), iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Catania al n. 774/A e al Registro dei Revisori Legali al n 78681,

premessi che:

- la società [REDACTED], di seguito "Società", con sede legale in Siracusa, [REDACTED] è posseduta nella misura rispettivamente pari al 50% delle quote sociali dai fratelli Vitale Salvatore e Vitale Angelo Ubaldo di cui sono anche componenti del consiglio di amministrazione con la carica rispettivamente di presidente e vicepresidente;
- la Società è stata costituita nel 1978 dal Sig. [REDACTED] e si è sempre occupata della gestione dell'albergo denominato "[REDACTED]", sito in [REDACTED]. È opportuno evidenziare che sino al suo decesso, avvenuto in data [REDACTED] è stato anch'egli (insieme ai figli) componente del consiglio di amministrazione, nonché socio di maggioranza della società con una quota di partecipazione pari al 60%, poi trasferita per successione ai due figli [REDACTED];
- Con atto del 22/11/2021 la Società ha posto in essere un'operazione di scissione, in qualità di società scissa, e, per l'effetto, ha conferito ad una società di nuova costituzione - la "[REDACTED]" (società beneficiaria) - l'intero patrimonio immobiliare (tra cui l'immobile adibito ad albergo) ed una parte delle passività;
- La beneficiaria, ha stipulato un contratto di locazione dell'immobile in spin off così da poter consentire alla scissa (Società) di poter continuare ad esercitare l'attività d'impresa rimasta in capo alla società scissa. La durata del contratto è prevista in nove anni, con decorrenza 01/02/2022 fino al 31/01/2031 con la possibilità di rinnovo alla prima scadenza di ulteriori nove anni;
- Al momento della scissione la società [REDACTED] versa già in una condizione di crisi avendo contratto debiti di rilevante entità in ragione della ristrutturazione dell'immobile intrapresa già nel 2015 e del successivo periodo di pandemia che ha prolungato il periodo di sospensione dell'attività d'impresa. L'esposizione debitoria della [REDACTED] riportata nella situazione patrimoniale al 28/02/2021, allegata al progetto di scissione, ammonta ad oltre 4,5 milioni di euro;
- In data 15/10/2022 la Procura della Repubblica presso il Tribunale di Catania ha depositato apposito ricorso per l'apertura della liquidazione giudiziale nei confronti della Residence Vampolieri (P.U. n.56/2022) in considerazione dell'ingente debito erariale accumulato da quest'ultima;
- In data 05/12/2022 [REDACTED] ha depositato domanda di accesso alla procedura di regolazione della crisi mediante concordato preventivo di cui all'art. 44 comma 1, del D.lgs 14/2019, chiedendo tra l'altro la concessione delle misure protettive di cui al comma 2, primo e secondo periodo, dell'art. 54 CCII;

- A seguito del deposito della suddetta domanda il Tribunale di Catania con provvedimento del 07/12/2022 ha dichiarato aperta la procedura di concordato preventivo n.56/2022 R.G.P.U. fissando gli obblighi informativi, e concedendo il termine di giorni 60 dalla pubblicazione della domanda prenotativa presso il competente Registro delle Imprese, per il deposito della proposta e dei relativi allegati;
- Con successivo provvedimento del 29/12/2022, il Tribunale ha concesso le misure protettive richieste per quattro mesi, occorrenti per il deposito della proposta di concordato preventivo e per il suo esame.
- La proposta di concordato è stata depositata in data 20/02/2023 e, in ragione dei rilievi sollevati dal Tribunale di Catania con provvedimento del 23/03/2023, successivamente integrata in data 08/04/2023. In sintesi, il piano concordatario è stato strutturato in due fasi: la prima fase, della durata di tre anni, era dedicata alla ripresa della gestione dell'attività d'impresa alberghiera; la seconda fase, della durata di due anni, era funzionale alla vendita dell'impresa, una volta che fosse stata rilanciata e che dunque avesse ripreso valore sul mercato; nel contempo la società beneficiaria avrebbe provveduto alla messa in vendita dell'immobile adibito ad albergo per poi provvedere - solo a seguito dell'integrale pagamento della propria esposizione debitoria - a devolvere il residuo, quale nuova finanza, alla società proponente per il pagamento dei relativi creditori.
- in data 02/05/2023 il Tribunale di Catania con sentenza n. 78/2023, dichiarata inammissibile la proposta di concordato depositata dalla debitrice, ha disposto la procedura di liquidazione giudiziale della società [REDACTED], di seguito "Società", con sede legale in Siracusa, [REDACTED];
- in data 04/10/2023 la Corte di Appello di Catania, con sentenza n. 1692/2023, accogliendo il reclamo proposto dalla [REDACTED] ha: disposto la revoca della liquidazione giudiziale dichiarata con sentenza n. 78/2023, ha omologato il concordato preventivo proposto dalla Società, ha disposto l'adempimento con cadenza mensile degli obblighi informativi di cui all'art. 53 c. 4 del D. Lgs. n. 14/2019 e relativi alla gestione economica, patrimoniale e finanziaria della impresa sotto la vigilanza dei curatori fino al momento in cui la sentenza passa in giudicato;
- Avverso la suddetta sentenza la curatela ha proposto ricorso per Cassazione iscritto al n. 22718/2023 R.G.;
- Con ordinanza n. 331/2025, pubblicata il 13/02/2025, la Corte di Cassazione, I Sezione Civile, in accoglimento del ricorso proposto dalla Curatela ha cassato la sentenza impugnata con rinvio alla stessa Corte di Appello in diversa composizione;
- La Curatela, giusta autorizzazione del Giudice Delegato rilasciata in data 25/02/2025, ha riassunto il giudizio di rinvio innanzi alla Corte di Appello di Catania;
- In data 31/07/2025 con sentenza n. 1125, la Corte di Appello di Catania, definitivamente pronunciandosi in sede di rinvio, ha rigettato il reclamo proposto dalla Società avverso a sentenza con cui era stata disposta la liquidazione giudiziale confermandone per l'effetto le statuizioni;

- Con provvedimento del 02/08/2025, il Giudice delegato feriale Dott. Fabio Letterio Ciraolo ha autorizzato ex art. 211 CCII l'esercizio provvisorio dell'attività d'impresa alberghiera President Park Hotel ed in pari data la Curatela è stata immessa nel possesso dell'azienda dall'organo gestorio;
- in data 25/08/2025 il sottoscritto dott. Dario Scelfo ha ricevuto dai Curatori, Avv. Gaetano Privitera e Dott. Gaetano Panzera, l'incarico di procedere alla stima dell'azienda alberghiera così da poter avviare le operazioni di vendita;
- In data 03/11/2025 l'attività dell'azienda alberghiera è stata interrotta per chiusura stagionale .

Sulla base dei dati e delle informazioni rese disponibili presenta nel seguito la propria relazione di stima.

1.1. Approccio metodologico

Ai fini dell'espletamento dell'incarico sopra richiamato, lo scrivente dichiara quanto di seguito:

- la valutazione è stata operata nel rispetto di Principi Italiani di Valutazione (nel prosieguo "PIV") predisposti ed emanati dall'Organismo Italiano di Valutazione (nel prosieguo "OIV") e seguendo le "Linee Guida per la valutazione di aziende in crisi" emanate dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili e dalla Società Italiana dei Docenti di Ragioneria e di Economia Aziendale;
- l'incarico è stato svolto nel rispetto dell'etica professionale in adesione al "Code of Ethical Principles for Professional Valuers" dell'IVSC (International Valuation Standard Council);
- non sussistevano alla data dell'incarico, e non sussistono alla data di sottoscrizione del presente documento, condizioni o limitazioni alla propria indipendenza;
- l'incarico è stato svolto secondo la normale diligenza professionale, così come meglio specificato nei successivi paragrafi;
- le informazioni, comunque acquisite, sono sufficienti a consentire l'espressione di un giudizio attendibile e prudente, nei limiti della tipologia di incarico ricevuto.

1.2. Individuazione dell'oggetto della valutazione

In base alla nomina professionale ricevuta dallo scrivente e alla normativa di riferimento, oggetto della presente valutazione è il valore attribuibile all'azienda detenuta dalla società Residence Vampolieri S.r.l. in liquidazione giudiziale .

Per la determinazione di tale valore, il sottoscritto ritiene di riferirsi alla configurazione che i PIV definiscono valore intrinseco, che corrisponde al "prezzo che si dovrebbe formare in un mercato efficiente in senso fondamentale" riferito al patrimonio sociale.

Il valore intrinseco, in particolare, è l'unico in grado di riflettere la realtà operativa dell'azienda (e del suo patrimonio sociale) nelle sue condizioni correnti (con l'attuale destinazione d'uso, l'efficienza di gestione e operativa corrente, etc.).

Per tale motivo, non saranno determinate (né considerate) sinergie speciali o altri efficientamenti che un terzo soggetto potrebbe riconoscere nel prezzo di acquisto dell'azienda.

Il valore oggetto di valutazione è un valore cd. "as is" funzione della capacità di reddito corrente dell'azienda e delle opportunità di crescita concretamente realizzabili sulla base di azioni o progetti in cui l'impresa si è già impegnata.

Sono escluse ogni tipologia di potenzialità latenti, così come la determinazione e l'attribuzione di premi e sconti. Conseguentemente, si è reso necessario individuare le attività e le passività che compongono l'azienda oggetto di valutazione e, su tale base, definire la corretta base informativa da raccogliere.

Per i dettagli numerici si rinvia al successivo paragrafo, dedicato all'esposizione dei valori contabili dell'azienda oggetto di valutazione, alla data di riferimento della presente perizia.

1.3. Data di riferimento

La presente relazione di stima è resa alla data del 31/10/2025.

1.4. Documentazione di supporto

Ai fini dell'espletamento dell'incarico, lo scrivente ha preventivamente effettuato specifici colloqui con i Curatori ed ha acquisito gli elaborati aventi ad oggetto la domanda di concordato preventivo, il piano economico finanziario prodotto dalla società e la valutazione d'azienda facenti parte della domanda.

Lo scrivente, acquisita la documentazione e gli elaborati contabili ed extra-contabili e ottenute informazioni e chiarimenti necessari all'espletamento dell'incarico, ha proceduto alla stesura della presente relazione.

Di seguito si riporta l'elenco per area della documentazione esaminata e delle fonti informative di maggiore rilevanza:

AREA SOCIETARIA

- Visura Camerale;
- Progetto di Scissione;
- Proposta di Concordato Preventivo;
- Relazione di Attestazione , Piano Economico finanziario, Relazione del Professionista e Perizia di Valutazione d'azienda;
- Contratto di locazione.

AREA CONTABILE :

- Bilanci d'esercizio al 31 dicembre per gli anni 2019, 2020, 2021, 2022, e 2024;
- Situazioni anno 2025;
- Libro giornale e partitari contabili esercizi 2019, 2020, 2021, 2022, 2024 e 2025 fino al 31 luglio;
- Registro Cespiti ammortizzabili aggiornato al 2025 e due fatture relative ad impianti successive alla stampa del registro;
- Inventario delle Rimanenze alla data di chiusura dell'attività.

Detta documentazione, conservata a cura dello scrivente presso il proprio Studio, rimane a disposizione per eventuali approfondimenti e/o riscontri in merito alle considerazioni di seguito esposte.

1.5. Il contesto valutativo

In una valutazione d'azienda, la comprensione del contesto valutativo si raggiunge tramite:

- l'acquisizione della base informativa, la quale comprende un'analisi strategica concernente il quadro macroeconomico, quello settoriale e quello specifico dell'unità oggetto di stima;
- un'analisi quantitativa dei risultati storici, delle previsioni e degli scenari futuri sempre relativi ai tre quadri sopra citati;
- un'analisi dei flussi economici e finanziari della medesima unità.

Lo scrivente ritiene che questa attività sia strumentale all'analisi fondamentale che richiede la selezione, l'analisi e l'interpretazione delle informazioni acquisite e un giudizio complessivo di ragionevolezza per l'applicazione del metodo di stima.

1.5.1. Il contesto valutativo dell'azienda in disequilibrio economico e in crisi reversibile

Il processo di valutazione riferito ad un contesto aziendale che versa in uno stato di disequilibrio economico ed in crisi reversibile si differenzia dagli altri contesti valutativi perché, pur potendosi ragionevolmente presupporre la continuazione dell'attività aziendale, l'elemento fondamentale che caratterizza la valutazione può essere rinvenuto in una significativa discontinuità tra i valori economico-finanziari attuali e quelli che ci si attende che l'azienda otterrà dopo il superamento del disequilibrio economico.

Il professionista incaricato della valutazione si potrà trovare di fronte ad aziende che sono in grado di proseguire la propria attività al completamento dell'operazione di risanamento; tuttavia, quanto più la crisi richiede modifiche profonde delle modalità di organizzazione e/o gestione dei processi aziendali, tanto più si viene a creare una marcata differenziazione tra risultati economico-finanziari dei periodi ante ristrutturazione e risultati attesi post ristrutturazione. Di conseguenza il professionista incaricato della valutazione potrebbe dover concludere che il ricorso ai dati storici può essere assai poco opportuno.

In tale circostanza, coerentemente con le assunzioni poste alla base della ristrutturazione, l'utilizzo dei dati storici può essere parziale, per le circostanze in cui non sono rinvenibili significative novità, oppure "revised", qualora i dati storici siano adottati come base per la formulazione dello scenario che si viene a configurare con le operazioni ipotizzate.

Anche i dati economico-finanziari relativi al periodo in cui la crisi è stata dichiarata devono essere attentamente ponderati poiché normalmente accolgono una serie, spesso assai rilevante, di rettifiche dovute alla più attenta e prudente valutazione delle poste di bilancio operata dagli amministratori. In questi casi, il professionista incaricato della valutazione dovrà necessariamente fare uso di dati prospettici estratti dai piani o, motivando la scelta, adottare i dati storici, che però andranno attentamente depurati degli effetti negativi delle criticità che è ragionevole assumere saranno rimosse. I dati storici andranno di conseguenza integrati e/o rettificati per ponderare le modifiche della struttura dei processi.

1.5.2. Le valutazioni per gli organi delle procedure concorsuali

La valutazione dell'azienda può avvenire altresì in ipotesi di operazioni straordinarie operate nell'ambito delle procedure concorsuali .

Invero, l'unico dato normativo di riferimento per la valutazione d'azienda è contenuto nell'art. 63, comma 1, del D.lgs. 8 luglio 1999, n. 270 ("Nuova disciplina dell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza, a norma dell'articolo 1 della legge 30 luglio 1998, n. 274"), ove si prevede che "Per le aziende e i rami di azienda in esercizio la valutazione effettuata a norma dell'articolo 62, comma 3, tiene conto della redditività, anche se negativa, all'epoca della stima e **nel biennio successivo**". Tale indicazione normativa, aldilà dell'orizzonte temporale della valutazione, non fornisce alcuna ulteriore informazione utile alla scelta per processo valutativo da attuare.

Ciò detto, per la valutazione di un'azienda in crisi non può non tenersi in debito conto dei fattori scatenanti la crisi che incidono negativamente sugli aspetti economici, finanziari e sugli equilibri di bilancio di un'entità aziendale. Si ritiene, dunque, necessario adottare i criteri indicati dai documenti di lavoro del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (CNDCEC) e dell'Organismo Italiano di Valutazione.

Seppur le Linee guida per la valutazione delle aziende in crisi" emanate dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (CNDCEC) e dalla Società Italiana dei Docenti di Ragioneria e di Economia Aziendale (SIDREA) sono state pubblicate nel febbraio 2017, prima dell'entrata in vigore del CCII e fanno espresso riferimento alla precedente Legge Fallimentare, forniscono indicazioni puntuali per procedere ad un corretto processo di valutazione.

Al contempo, il recentissimo *discussion paper n.1/24 Exposure Draft* dell'Organismo Italiano di Valutazione dal titolo "La Valutazione delle aziende in crisi" al paragrafo 4 "Le valutazioni in seno alle procedure" chiarisce l'approccio valutativo da tenere. In tale documento viene affermato che "*le valutazioni in sede di procedura sono in primis interessate al confronto fra il valore dell'impresa riorganizzata ed il valore dell'impresa in liquidazione, a prescindere dalle probabilità assegnabili ai due scenari. Ciò sulla base del presupposto che, se il valore dell'impresa riorganizzata è superiore al valore dell'impresa in liquidazione, qualunque sia la probabilità di successo della riorganizzazione, quest'ultima soluzione sia sempre preferibile*".

Quanto al processo valutativo, le linee guida sopra citate individuano una serie di passaggi che, pur essendo sostanzialmente analoghi a quelli visti per le imprese *in bonis*, richiedono cautele e attenzioni del tutto particolare. Il percorso indicato identifica i seguenti steps:

- a) acquisizione della base informativa, volta a esplorare il contesto macroeconomico, settoriale e specifico dell'azienda, integrando dati storici e previsioni future;
- b) analisi fondamentale finalizzata all'interpretazione delle informazioni acquisite, valutando la ragionevolezza dei piani di risanamento, se presenti;
- c) identificazione del contesto valutativo, in relazione agli ambiti sopra citati;
- d) applicazione del metodo di stima, la cui scelta è evidentemente condizionata dalla situazione specifica dell'azienda.

Si ritiene necessario formulare tali premesse perché sono alla base del percorso di valutazione adottato dallo scrivente fondato su un iter logico argomentativo che rispecchia esattamente il contesto valutativo sopra descritto per come si riferirà nei paragrafi a seguire.

Il professionista incaricato della valutazione deve tenere conto della reale situazione in cui versa l'azienda o il ramo di azienda che si intende cedere o affittare o conferire. In particolare, deve preliminarmente individuare con esattezza il perimetro dei beni che entreranno a fare parte del complesso aziendale.

Il professionista incaricato della valutazione deve eseguire le opportune stime tenendo presente i differenti contesti, scenari e opzioni esercitate dagli stessi organi concorsuali per la gestione e liquidazione dei singoli beni e dei singoli comparti aziendali, chiedendo agli organi che li incaricano di ricevere informazioni e specifiche dichiarazioni in merito ai vincoli e limiti esistenti sui beni oggetto del perimetro aziendale da stimare.

1.5.3. Individuazione e perimetrazione delle aziende/rami da valutare

Nell'ambito delle valutazioni una delle principali attività è l'individuazione dei beni che compongono l'azienda o i rami della stessa. Prima di procedere ad una qualsiasi stima occorre delineare correttamente l'esatto perimetro di analisi. Il problema si acuisce sensibilmente in un contesto di crisi, poiché non si opera in normali condizioni di funzionamento dell'intero complesso e dei singoli beni che lo compongono.

L'attività che il professionista incaricato della valutazione è tenuto a svolgere varia in funzione del contesto e della finalità della valutazione. In alcuni casi la definizione del perimetro dell'azienda oggetto di valutazione è definita a priori e acquisito, senza verifiche ed integrazioni, dal professionista ai fini della valutazione.

In altri casi è richiesto al professionista di verificare e definire l'esatto perimetro dell'azienda oggetto di valutazione.

L'azienda, o un suo ramo, è costituita da un complesso coordinato di beni, di rapporti giuridici, di risorse umane unite da una finalità economica comune e dalla capacità di generare un autonomo flusso di risultati; così, in un contesto di crisi, il professionista deve verificare la presenza di tutte queste condizioni indicando nella stima l'esistenza o meno delle predette condizioni ed i pregiudizi sul normale esercizio dell'azienda (o del ramo di azienda).

1.6. Limiti di significatività della valutazione

L'attendibilità dei risultati cui si è pervenuti nella presente valutazione è inevitabilmente condizionata da alcune circostanze che appare opportuno illustrare.

In primo luogo, occorre rilevare che la consistente documentazione prodotta in sede di concordato è stata oggetto di un profondo esame che ha portato alla verifica del Piano Finanziario prodotto e della perizia di valutazione d'azienda.

In particolare, il Piano economico finanziario è stato sviluppato secondo due prospettazioni secondo due ipotesi di sviluppo: il primo improntato sulla base dei dati acquisiti definito **"ipotesi base o worst case"** ed il secondo più ottimistico **"best case"**.

In entrambe le ipotesi è stata adottata come base di partenza il fatturato del 2022 raffrontato con quelli del 2018 e 2019 prevedendo una revisione delle tariffe per il 2023 in crescita rispetto a quelle del 2022 ma una differente previsione di variazione lineare dei costi e dei ricavi.

Da un confronto tra i prospetti mensili previsti nel Business Plan Worst Case per gli anni 2023 e 2024 si è potuto verificare che le differenze registrate tra il previsto ed il realizzato non consentono al sottoscritto valutatore di prendere a base di calcolo per la valutazione di azienda il citato "Business Plan".

Quanto sopra precisato si evince ed è confermato dalle relazioni mensili dei Curatori e degli Amministratori.

Il sottoscritto ha provveduto altresì ad esaminare l'elaborato prodotto dal Dott. Giuffrida avente ad oggetto la valutazione d'azienda.

In particolare, dalla disamina della valutazione in oggetto è emerso che:

- criterio di valutazione adottato : metodo misto patrimoniale/reddituale ed in particolare il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento quest'ultimo quantificato sulla base del flusso medio netto illimitato;
- L'avviamento in parola è stato oggetto di una duplice valutazione : la prima che ha tenuto conto dei dati storici (bilanci degli esercizi dal 2019 al 2021); la seconda ha tenuto conto dei risultati del piano industriale.
- Secondo criterio di valutazione, cosiddetto metodo di verifica, è quello del Patrimonio netto rettificato più sovra-reddito limitato utilizzando il reddito normalizzato adottato nel precedente criterio.

I valori determinati dal Dott. Giuffrida non sono stati ritenuti congrui dal Dott. Giuseppe Burgio, Professionista incaricato all'Attestazione della proposta concordataria.

In particolare, il Dott. Burgio, pur condividendo i criteri adottati nella valutazione ha ritenuto non applicabile la determinazione dell'avviamento mediante la formula del flusso medio netto illimitato ai flussi storici e prospettici poiché hanno comportato una valutazione troppo elevata e lo stesso non ne ha tenuto conto nella determinazione del valore finale.

Con riferimento poi al criterio del Patrimonio netto più sovra-reddito limitato non ha condiviso il tasso di attualizzazione utilizzato.

Di seguito si rappresentano i valori a cui sono giunti i professionisti con le loro valutazioni.

PERIZIA DOTT. GIOVANNI GIUFFRIDA		PERIZIA DOTT. GIUSEPPE BURGIO	
1° METODO MISTO PATRIMONIALE REDDITUALE CON STIMA AUTONOMA DELL'AVVIAMENTO			
VALORE DELL'AZIENDA CON AVVIAMENTO FLUSSO MEDIO NETTO ILLIMITATO (DATI STORICI)	€ 1.877.369	VALORE RIDETERMINATO	€ 1.178.487
VALORE DELL'AZIENDA CON AVVIAMENTO FLUSSO MEDIO NETTO ILLIMITATO (REDDITO ATTESO)	€ 2.159.198	VALORE RIDETERMINATO	€ 2.395.265
2° METODO PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO PIU' SOVRAREDDITO LIMITATO			
DATO STORICO	€ 1.152.823	VALORE RIDETERMINATO	€ 825.180
DATO PROSPETTICO	€ 1.176.834	VALORE RIDETERMINATO	€ 1.821.585

Tuttavia il Dott. Burgio, operando le medie dei risultati ottenuti dai valori storici e quelli prospettici ha confermato il valore determinato dal Dott. Giuffrida ed attestato utilizzabile fino al secondo semestre 2026 nella misura pari ad Euro **1.164.000**.

Sulla base delle superiori argomentazioni il perito ha ritenuto di elaborare una propria valutazione sulla base della documentazione a supporto e delle verifiche effettuate.

2. Le metodiche di valutazione

2.1. Premessa

Nell'ambito dei processi valutativi di un'azienda, particolare rilevanza è assunta dalla scelta del criterio di valutazione da applicare, la cui individuazione, di norma, deve essere operata in funzione del "tipo" di attività economica svolta dal soggetto economico, delle finalità e dei destinatari della valutazione, nonché dell'incertezza insita nella base informativa.

La scelta in parola viene compiuta nei paragrafi che seguono solo successivamente ad un'attenta analisi delle metodiche di valutazione previste dai PIV e dalle Linee Guida per la valutazione di aziende in crisi per il caso di specie, ovvero per la valutazione di un ramo d'azienda all'interno di una procedura concorsuale.

2.2. Metodiche di valutazione d'azienda nei PIV e nelle Linee Guida per la valutazione di aziende in crisi

Secondo i PIV e le Linee Guida per la valutazione di aziende in crisi - a cui la presente valutazione aderisce i criteri riconosciuti per la valutazione delle aziende (e del relativo patrimonio sociale) appartengono a cinque gruppi, comprensivi di diverse varianti:

- 1) criteri patrimoniali
- 2) criteri reddituali;
- 3) criteri che esplicitano la creazione di valore;

- 4) criteri finanziari;
- 5) criteri comparativi di mercato.

Prescindendo dalla loro articolazione, tutti i criteri indicati sono riconducibili alla tre metodiche generali:

- del costo (criteri patrimoniali)
- dei risultati attesi (criteri reddituali e finanziari)
- del mercato (criteri comparativi di mercato),

oppure, ancora, ad una combinazione tra le metodiche del costo e del reddito (criteri che esplicitano la creazione di valore).

Al fine di garantire la chiarezza e la completezza del presente elaborato, nonché di apprezzare la scelta del criterio di valutazione prescelto dallo scrivente, si riporta, di seguito, una disamina delle principali definizioni e previsioni contenute nei PIV e nelle Linee Guida per la valutazione di aziende in crisi con riferimento a ciascuno dei criteri evidenziati.

2.3. I metodi patrimoniali

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

Se l'analisi viene estesa ai beni immateriali specifici, deve anche motivare la scelta di tali elementi, accertandosi della loro coerenza reciproca.

Le valutazioni patrimoniali, sostanzialmente, si pongono nell'ottica di una scomposizione del patrimonio aziendale con realizzo separato delle singole attività (metodica del mercato) ovvero di ricostruzione ideale del patrimonio medesimo (metodica del costo). Per questo motivo sono spesso indicate come valutazioni di tipo analitico. I valori di mercato utilizzati sono di regola quelli che caratterizzano l'acquisizione dei diversi elementi patrimoniali (fatta eccezione nel caso di liquidazione ove ci si riferisce ai prezzi di cessione).

Le analisi che attribuiscono una specifica rilevanza ai beni immateriali specifici cd. "intangibles", trasferibili indipendentemente dall'azienda o che sorgono in virtù di diritti legali o contrattuali, sono spesso denominate valutazioni patrimoniali complesse, in alternativa alle valutazioni patrimoniali semplici.

Queste ultime, in presenza di costi capitalizzati per l'acquisizione o per la formazione di beni immateriali, si limitano ad accertare che la loro utilità persista in prospettiva. Le stime di tipo complesso mirano invece a stimare analiticamente il valore di tali elementi e, più in generale, di tutti i beni intangibili formati internamente e non rappresentati in bilancio.

Le valutazioni di tipo patrimoniale sono accettabili ai fini delle operazioni economiche solo quando le prospettive reddituali dell'azienda (o del ramo di azienda) in esame indicano la presenza di un saggio di rendimento del capitale (proprio od operativo) in linea con il rendimento atteso dal mercato da investimenti di pari rischio. Il valore delle attività maggiormente esposte al rischio d'impresa dovrebbe perciò essere sempre sottoposto a verifica reddituale.

Nonostante questa limitazione, l'accertamento della consistenza effettiva del patrimonio netto aziendale, a valori di mercato, è sempre utile ai fini di un corretto apprezzamento della capacità dell'azienda, o del ramo di azienda, di generare flussi di risultati.

Nelle aziende in crisi, nella prospettiva di continuità aziendale, il professionista deve contemplare una possibile rideterminazione dei valori correnti dei beni da situazione di sotto-utilizzo. In una logica di sotto-produzione, il valore del bene potrebbe essere inferiore al costo di sostituzione ed essere "controllato" in misura dei benefici attesi.

2.4. I metodi reddituali

Le valutazioni reddituali sono basate, in relazione al fatto che si segua un approccio "equity side" o "asset side", sulla capitalizzazione del reddito netto distribuibile di lungo periodo (o del risultato operativo netto disponibile al netto delle imposte che pagherebbe la società se non fosse indebitata) dell'azienda (o del ramo di azienda) oggetto di stima, ad un tasso espressivo del costo-opportunità dei mezzi propri (o del costo medio ponderato del capitale o del costo dei mezzi propri "unlevered" con separata valutazione dei benefici fiscali dell'indebitamento).

Le modalità di calcolo dei redditi devono essere spiegate e giustificate. Nelle situazioni non ancora stabilizzate, è necessario tenere conto della prevedibile variabilità dei risultati, sino al raggiungimento dell'assetto di regime.

Di fatti, nelle situazioni di disequilibrio economico, le valutazioni reddituali sono rese più complesse dal fatto che il reddito è in genere negativo e che potrebbero determinarsi situazioni in cui il valore stesso dell'azienda sia negativo per la previsione di costi di ristrutturazione superiori al risultato ottenibile in caso di liquidazione.

L'utilizzo del metodo reddituale deve, in ogni caso, tenere conto dei costi di ristrutturazione da sostenere.

Nelle situazioni già stabilizzate di tipo stazionario (steady state) la formula tipica è la seguente:

$$V_e = R/K_e$$

Dove R è il reddito netto contabile di lungo periodo e K_e è il costo dei mezzi propri.

Le valutazioni reddituali sono normalmente di tipo "equity side"; sono tuttavia configurabili anche le corrispondenti formule di tipo "asset side". L'arco temporale è di regola illimitato ma, nel caso di aziende con radici meno solide, o operanti in settori caratterizzati da elevata variabilità dei soggetti, è opportuno adottare un orizzonte limitato per la stima del reddito distribuibile.

Laddove ricorrano condizioni di forte continuità nel tempo delle condizioni di svolgimento della gestione, il reddito sostenibile nel lungo periodo è spesso stimato normalizzando i risultati del più recente passato e introducendo gli aggiustamenti eventualmente necessari per tenere conto di nuove condizioni future.

Il processo di normalizzazione del reddito richiede di riferirsi al reddito che è ragionevole prevedere possa essere conseguito nel futuro in rapporto alle sue caratteristiche attuali o a quelle derivanti da interventi correttivi, di ristrutturazione, razionalizzazione, o da investimenti straordinari.

Le stime di tipo reddituale sono di elezione nelle situazioni aziendali stabilizzate. Di fatto, in tali condizioni, il procedimento in assoluto preferibile - per i PIV - per la valutazione delle aziende è il metodo reddituale. Gli

altri metodi possono rivelarsi preferibili solo quando è necessario seguire lo sviluppo di risultati variabili nel tempo, oppure mettere in risalto altri profili di analisi. Ciò implica che, anche quando si usano altri procedimenti di stima, l'analisi dei fattori all'origine della redditività aziendale e della sua dinamica in prospettiva debbano costituire un impegno imprescindibile.

2.5. I metodi misti o che esplicitano la creazione di valore

I procedimenti che esplicitano la creazione di valore includono il metodo patrimoniale reddituale (UEC -storicamente definito anche metodo misto con stima autonoma dell'avviamento), il metodo "Discounted Abnormal Earnings" (detto anche Residual Income Method) e il metodo "Discounted economic profit" (conosciuto anche come EVA).

Si tratta, nella sostanza, di procedimenti riconducibili a valutazioni reddituali, che mettono in risalto l'entità del valore creato rispetto ai mezzi investiti nell'azienda, o nel ramo di azienda considerato.

Nel tentativo, infatti, di fornire in via autonoma la misura (positiva - goodwill - o negativa - badwill -) del valore di avviamento sono sorti i metodi che, fondendo i principi essenziali dei procedimenti reddituali e patrimoniali, vengono denominati "metodi misti" oppure "metodi che esplicitano la creazione di valore". Tali metodi, nel coniugare i principi propri dei criteri reddituali con quelli che ispirano i procedimenti patrimoniali, determinano il valore dell'azienda come somma algebrica del suo patrimonio netto rettificato e dell'avviamento (positivo o negativo) ad essa attribuibile in funzione della sua capacità di generare reddito.

In particolare, a livello di Europa continentale (scarsamente conosciuto, invece, nei paesi di matrice anglosassone), si è diffusa, sin dagli anni '60, l'applicazione del cd. Metodo Patrimoniale-Reddituale (UEC).

Il metodo "misto" poggia, nelle formulazioni più frequenti, sulla seguente equazione di base:

$$V_e = K_0 + \sum_{(da\ 1\ ad\ n)} [R_t - i' (K_0 + I_0)](1+i'')^t$$

dove

V_e = valore dell'azienda (capitale economico)

K_0 = valore "patrimoniale dell'azienda ("patrimonio netto rettificato")

R_t = valore "reddituale" dell'azienda ("reddito medio normalizzato")

$\sum_{(da\ 1\ ad\ n)} [R_t - i' (K_0 + I_0)](1+i'')^t$ = algoritmo espressivo del "goodwill" (avviamento positivo) o del "badwill" (avviamento negativo) attribuibile all'azienda, in funzione delle variabili:

- R_t (reddito normale atteso);
- i' (saggio di rendimento normale per l'azienda e/o il settore);
- i'' (saggio di attualizzazione dei differenziali di reddito);
- n (durata del periodo assunto a riferimento per l'attualizzazione, ovvero durata di utilità futura dell'avviamento).

Tale metodo sostanzialmente conduce ad una stima reddituale con redditi pari a R_t per n anni, ma destinati in seguito a ridursi al livello "normale" K_0 i' dall'anno $n+1$ (lo stesso può dirsi, con segno rovesciato, in presenza di carenza di reddito).

Il metodo si caratterizza anche per l'articolazione dei tassi i' e i'' intorno al saggio centrale K_0 . Infine, richiede un'analisi patrimoniale completa, per la determinazione di K_0 a prezzi correnti.

Nel caso in cui sia rilevata l'esistenza di attività/passività non strumentali rispetto all'attività tipica (cd. redundant o surplus asset), è opportuno procedere con una valutazione separata degli stessi e dell'azienda. In tal caso, il valore K_0 risulta espresso al netto di tali "assets", mentre gli stessi "assets" divengono un addendo aggiuntivo alla formula di determinazione del valore dell'azienda.

Con l'utilizzo del metodo "misto" la formula da utilizzare può essere declinata assumendo varie ipotesi sull'entità del patrimonio (K o K_0) a cui si applica il saggio di rendimento normale. L'ipotesi più semplice è di riferirsi al capitale espresso a valori contabili, mentre ipotesi più corretta è quella di riferirsi al capitale espresso a valori correnti, al netto delle passività non trasferite. Una ulteriore ipotesi è quella di misurare il capitale aumentato degli investimenti aggiuntivi, ovvero dei nuovi apporti di capitale proprio, che sono necessari per assicurare il ripristino delle condizioni di equilibrio economico.

La riespressione a valori correnti delle immobilizzazioni può generare rettifiche di rilevante entità. Quando si è in presenza di un'azienda in crisi, generalmente con risultati economici negativi, il maggior valore attribuito ai cespiti ammortizzabili fa incrementare non soltanto il valore del patrimonio, ma anche l'ammontare delle quote di ammortamento, producendo un'ulteriore riduzione del risultato economico di esercizio, già negativo per effetto della gestione. In queste situazioni è preferibile procedere ad una rivalutazione parziale degli elementi patrimoniali entro i limiti della capacità di reddito dell'impresa.

Nelle aziende in crisi che versano in condizioni di disequilibrio economico, la capacità di ammortamento - che rappresenta il valore massimo dei cespiti iscrivibile in bilancio, calcolata come differenza tra la capacità di reddito dell'impresa e la congrua remunerazione del capitale investito - non può eccedere il valore di ricostituzione dei cespiti. Nella stima del valore del capitale si può pertanto operare attraverso la determinazione del valore dei cespiti ammortizzabili sulla base della capacità di ammortamento dell'impresa, senza procedere alla rivalutazione dei cespiti, provvedendo successivamente all'abbattimento di tale valore in considerazione delle condizioni (negative) di redditività che caratterizzano la gestione dell'azienda oggetto di valutazione.

Nel caso della valutazione delle aziende in crisi, la decurtazione delle passività sorte anteriormente al trasferimento dell'azienda a seguito di soluzioni negoziali della crisi d'impresa o perché i debiti restano in carico alla procedura concorsuale impone - in sede di stima del reddito medio normale atteso (R_0) - l'assunzione di precise ipotesi in ordine alla evoluzione della struttura del capitale circolante netto e dell'indebitamento, all'epoca della stima e negli anni a venire.

2.6. I metodi finanziari

Le valutazioni basate sull'attualizzazione dei flussi monetari resi disponibili dall'azienda (o dal ramo aziendale) oggetto di stima comprendono il "Dividend Discount Model" (DDM) e il metodo "Discounted Cash Flow" (DCF), quest'ultimo nelle varianti "asset side" o "equity side". Esse impegnano l'esperto ad una corretta individuazione dei flussi di cassa, sia nella fase evolutiva, sia nella fase di stabilizzazione attesa per il lungo periodo.

Il "Dividend Discount Model" (DDM) è il più tradizionale metodo proposto per la valutazione dei titoli rappresentativi del capitale di un'impresa ed è utilizzato per la valutazione di singoli titoli azionari di società apprezzate dal mercato proprio in funzione della loro politica dei dividendi; raramente per la valutazione delle aziende o dei rami di azienda.

Il "Discounted Cash Flow" (DCF) è invece basato sulla proiezione prospettica dei flussi di cassa generati dalla società/azienda in valutazione scontati ad un tasso che esprime il costo medio ponderato del capitale e sulla somma del risultato così ottenuto con la posizione finanziaria netta ed il valore delle attività non strumentali. Uno dei fattori critici nell'applicazione di detto metodo è la corretta stima del valore terminale, specialmente quando il flusso di risultato a regime appare sensibilmente superiore a quello corrente. Per coerenza di metodo, la stima più appropriata dovrebbe basarsi sull'individuazione di un flusso sostenibile di lungo periodo, tenendo conto anche di un tasso di crescita coerente con i fondamentali. Il confronto con una stima basata sui moltiplicatori di mercato di società confrontabili, opportunamente scelti, può peraltro consentire un utile controllo.

L'individuazione dei flussi da trattare con il metodo DCF richiede la disponibilità di un piano aziendale, normalmente elaborato dal management dell'azienda da valutare, del quale recepisce le ipotesi di base e le migliori stime. Idealmente, il piano dovrebbe estendersi sino al momento della stabilizzazione dei driver di valore, mediante proiezioni concordate sempre con il management. Nel concreto tale orizzonte deve anche considerare il grado di incertezza delle previsioni e gli elementi a supporto.

2.7. I metodi dei multipli o comparativi di mercato

Le valutazioni comparative comportano l'applicazione a grandezze aziendali rilevanti di moltiplicatori (o "multipli") ricavati dalle capitalizzazioni di Borsa di società quotate confrontabili, o dalle negoziazioni comunque avvenute con riferimento a quote di capitale di società confrontabili. Rappresentano stime di tipo analogico finalizzate all'individuazione di un probabile valore di mercato dell'azienda, o del ramo di azienda, oggetto di esame, muovendo da prezzi registrati sul mercato per titoli di aziende quotate simili o per pacchetti azionari di società non quotate. Nell'applicazione di dette metodologie non può dimenticarsi che, non esistendo aziende sosia all'azienda da valutare, l'apparente semplicità di tali valutazioni nasconde numerose insidie, per effetto delle quali il metodo può condurre a risultati forvianti in quanto estenda all'azienda oggetto di valutazione profili (di redditività, di crescita, di rischio) che essa non ha.

I principali aspetti critici sono i seguenti:

- 1) la razionalità dei prezzi rilevati (e dunque dei moltiplicatori costruiti sui medesimi);
- 2) la confrontabilità del campione di aziende di riferimento;
- 3) le modalità di determinazione dei moltiplicatori (in gergo "multipli");
- 4) il posizionamento dell'azienda considerata rispetto al campione prescelto;
- 5) la costruzione della sintesi delle indicazioni di valore derivanti, eventualmente, da più moltiplicatori. La presenza di squilibri economici crea inevitabili difficoltà nell'adozione dei metodi multipli, specialmente per quanto attiene l'applicazione dell'approccio dei sopra richiamati multipli borsistici, stante che la presenza di margini negativi rendono automaticamente insensata l'adozione del multiplo.

2.8. I criteri empirici di valutazione

Tali criteri, anche denominati “regole del pollice”, consistono in opinioni collettive diffuse in un settore specifico indicanti per quanto un’azienda può essere venduta o comprata.

Tali criteri risultando privi di quella razionalità necessaria a qualificarli come veri e propri metodi di valutazione, non sono considerati come applicabili dai PIV ancorché in specifici settori (dotati di elementi di distinguo e/o unicità particolarmente forti) possano risultare espressioni di grandezze di uso così frequente da aver assunto credito presso gli operatori specializzati.

Ciò nonostante, in conformità ai PIV, non si ritiene che tali criteri possano assumere credito e, quindi, difendibilità in un procedimento di valutazione, quale quello della presente relazione.

3. SCELTA DEL CRITERIO DI VALUTAZIONE

La stima del valore dell’azienda oggetto di valutazione può essere compiuta ricorrendo ad uno o più dei procedimenti descritti nel paragrafo 2.2 (Metodiche di valutazione d’azienda nei PIV e nelle Linee Guida per la valutazione di aziende in crisi) della seguente relazione di stima.

La scelta del metodo da utilizzare deve, comunque, essere operata in funzione delle particolari caratteristiche dell’attività svolta dall’azienda in valutazione, del settore di appartenenza e della base informativa disponibile.

In particolare, atteso che:

- oggetto di valutazione è il valore dell’azienda della [REDACTED]
- l’attività risulta gestita dal 2022 in situazioni di sopravvivenza per le vicissitudini narrate in premessa. In ipotesi di liquidazione, con il cambio di proprietà, il ramo d’azienda oggetto di valutazione dovrà essere considerato come un nuovo complesso coordinato di beni, di rapporti giuridici, di risorse umane uniti da una comune finalità economica e dalla capacità di generare autonomamente risultati economici;
- la metodologia patrimoniale semplice non risulta pertinente nella valutazione di un ramo d’azienda che offre servizi e che, per sua natura, ottiene un maggior profitto dal volume dei servizi venduti e non dalla redditività dei propri “assets”. L’attività oggetto di valutazione è stata privata dell’unico asset che avrebbe potuto sensibilmente influire nella scelta di uno dei metodi patrimoniali non misti;
- la stima dei flussi reddituali attesi è direttamente influenzata dalla struttura finanziaria e dalla composizione patrimoniale. In ogni caso, risulta applicabile (e applicato) al settore di riferimento, eventualmente quale metodo di controllo;
- la metodologia dei multipli non risulta utilizzabile per la presenza di squilibri economici, specialmente per quanto attiene l’applicazione dell’approccio dei multipli borsistici. La presenza di margini negativi rende automaticamente insensata l’adozione di tale metodo;
- i metodi empirici sono, a giudizio dello scrivente, privi della razionalità minima per la valutazione dell’azienda oggetto della presente relazione di stima.

Lo scrivente ha ritenuto di utilizzare un metodo imperniato su una lettura dell'effettiva consistenza patrimoniale del ramo d'azienda nel suo complesso, integrata con la verifica delle relative potenzialità reddituali, intese quali capacità di sovra remunerare il capitale investito nel ramo d'azienda.

Quanto espresso si concretizza nell'applicazione del sopra descritto "Metodo Patrimoniale-Reddittuale (UEC)" integrato con la valutazione degli eventuali "surplus assets" e ipotizzando diversi scenari reddituali prospettici declinati secondo opportune probabilità di realizzazione.

Infatti, I metodi misti patrimoniali-reddituali di valutazione del capitale economico sono di frequente utilizzati nella pratica professionale per la propria peculiarità di ricercare un risultato finale che sia espressione congiunta dell'aspetto patrimoniale e di quello reddituale, abbinando quindi criteri di valutazione di tipo patrimoniale a valutazioni basate sulle prospettive di redditività dell'azienda. Tali metodologie ricercano infatti l'equilibrio tra le esigenze di obiettività e verificabilità proprie della componente patrimoniale e quelle di razionalità espresse invece dall'apprezzamento delle attese di flussi reddituali e dei relativi rischi. Il metodo prevede, in concreto, la determinazione del valore del patrimonio netto della società mediante la verifica della consistenza delle attività investite in azienda, al netto delle corrispondenti passività, a cui si aggiunge l'avviamento, che rettificherà in aumento (*goodwill*) o in diminuzione (*badwill*) il predetto valore patrimoniale.

L'avviamento rappresenta, in sostanza, la capacità che viene riconosciuta all'azienda di generare redditi futuri in grado di remunerare il capitale investito in misura maggiore (o minore) rispetto al rendimento offerto da investimenti alternativi.

La formula utilizzata per la valutazione è la seguente:

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

dove:

W = valore del capitale economico dell'azienda;

K = valore patrimoniale (patrimonio netto rettificato);

i = tasso di remunerazione normale del capitale;

R = reddito medio normalizzato prospettico;

a = fattore di attualizzazione per il calcolo di una rendita della durata di n anni al tasso i';

n = numero di anni per i quali viene stimato il sovra-reddito;

i' = tasso di attualizzazione.

A parere dello scrivente, il criterio in questione risulta coerente con l'analisi effettuata per due ordini di motivi:

- tiene in considerazione gli asset materiali e immateriali;
- perviene alla stima autonoma dell'avviamento sottraendo al flusso reddituale il capitale netto rettificato. Questa grandezza può avere valore sia positivo che negativo.

Da tale considerazione metodologica, gli step percorsi sono stati i seguenti:

- stima del patrimonio netto rettificato mediante il metodo patrimoniale complesso;
- determinazione del reddito medio normale;
- calcolo del tasso normale di rendimento del capitale proprio (i') e del tasso di attualizzazione dei sovra-redditi (i);
- misura del valore d'azienda.

In assenza di un criterio valutativo che consenta di soddisfare contemporaneamente i requisiti di razionalità, obiettività ed equità e di conseguenza possa in astratto costituire il metodo ottimale, la scelta della metodologia da utilizzare per la quantificazione del valore di un'azienda è condizionata dalle finalità dell'incarico di valutazione, dalle informazioni di cui si dispone alla data della stima, dalle caratteristiche patrimoniali, economiche, finanziarie ed operative e dalla situazione particolare del complesso aziendale. I diversi modelli teorici per una loro concreta applicazione vanno necessariamente coniugati con le peculiarità di ciascuna realtà aziendale.

Nel caso in esame, analizzate le caratteristiche dell'azienda e considerate le finalità della stima, per le ragioni sovra esposte, lo scrivente ha ritenuto, quindi, di adottare il metodo misto patrimoniale-redдитuale.

Rispetto all'approccio reddituale puro, caratterizzato dal rischio di una maggiore aleatorietà, aggiunge la stima del patrimonio che si presenta come maggiormente oggettiva e stabile. Il metodo misto consente, infatti, di considerare il valore patrimoniale quale elemento significativo senza trascurare la componente reddituale. Si attenua dunque la soggettività connaturata alle stime sul possibile andamento futuro e quindi sui flussi reddituali generati mediante la ponderazione con i valori patrimoniali, più costanti e verificabili.

La somma dei valori attribuiti ai singoli beni, nonché il valore rappresentativo delle attese reddituali dell'azienda con i correttivi necessari e che verranno analiticamente illustrati nel prosieguo, definiscono, quindi, la misura del valore dell'azienda oggetto della presente valutazione peritale.

Da ultimo, si specifica che, in ragione delle finalità per le quali il giudizio di stima è stato richiesto, la valutazione è stata effettuata nel presupposto della continuità aziendale (going concern), ovvero oggetto della valutazione è il complesso professionalmente organizzato di risorse (beni) e processi (operazioni) volti al conseguimento di benefici economici futuri.

Il "going concern" può riguardare anche solo una coordinazione parziale dell'azienda, rispetto alla quale è identificabile la presenza di avviamento inteso come il complesso delle risorse e condizioni immateriali che non sono identificate o identificabili separatamente dal sistema di beni complementari di pertinenza del sub-sistema aziendale. In altri termini, può verificarsi l'ipotesi di aziende in perdita o con redditività inferiore a quella ritenuta normale, e ciò nondimeno, ipotizzarsi la prosecuzione dell'attività e l'esistenza di un valore economico superiore al patrimonio netto contabile rettificato, sebbene con riferimento a una parte di essa (ad esempio il ramo d'azienda).

4. IL PROCESSO VALUTATIVO

4.1. Determinazione del ramo d'azienda oggetto di valutazione

L'azienda oggetto di valutazione è un insieme organizzato di beni, dotato di autonomia funzionale, la cui attività sita in Aci Castello in Via Litteri n. 88, è fin dal 1978 operante nel settore alberghiero con ristorazione.

In particolare, l'albergo "President Park Hotel", categoria 4 stelle, è composto da n. 91 camere, situate nei due corpi di fabbrica. Il primo, corpo A, di circa 7.580 mq., si sviluppa su quattro elevazioni fuori terra, oltre il locale cantinato; il secondo, corpo B, di circa 465 mq., è composto da due elevazioni fuori terra oltre al locale cantinato che si collega con quello del corpo A.

Nel corpo A, il piano terra sono ubicati la hall, le camere, i disimpegni, ed i locali servizi, cucina, bar e sala ristorante. Il primo piano è composto dalle camere, da disimpegni e da 2 salette. Il secondo piano è composto da camere e disimpegni. Il terzo piano è composto da camere, disimpegni, servizi e locali vari. La sala al terzo piano denominata "Roof Garden" è al momento chiusa, perché realizzata in assenza di provvedimento urbanistico, sebbene la società proprietaria dell'immobile abbia già avviato iter per la regolarizzazione della struttura portante del "Roof " ai sensi dell'art. 25 della L. 64/1974 e dell'art. 100 DPR 380/2001.

Nel corpo B, il piano terra è composto da camere, disimpegni e una sala attrezzata, il primo piano da camere e terrazzo praticabile per il servizio bar.

Nel piano cantinato, di circa 3.200 mq., sono collocati depositi, locali tecnici locale motori della piscina, sale conferenze e locali servizi.

All'ingresso della struttura è situato un chiosco per la vendita di giornali e tabacchi.

Ai fini della determinazione del valore economico dell'azienda, lo scrivente ha acquisito i valori netti dei beni mobili risultanti dal registro dei cespiti ammortizzabili integrati con il valore dell'avviamento (goodwill/badwill).

4.2. Situazione Patrimoniale riferibile all'azienda

Avuto riguardo agli scopi per i quali tale perizia viene svolta (calcolo del valore intrinseco), la determinazione dei valori correnti origina da processi valutativi che considerano l'insieme funzionale dei beni/diritti componenti l'azienda nel suo complesso. Tali valori possono, quindi, non coincidere (e spesso così si verifica) con il valore corrente di mercato del singolo bene/diritto. Come ben evidenziato dalla dottrina aziendalistica e comprovato dalla prassi, il valore di un complesso organizzato di beni/diritti non coincide con la mera sommatoria dei valori di cessione (atomistica) degli stessi beni/diritti (anche prescindendo dall'esistenza di un goodwill o di un badwill).

Con specifico riferimento alla situazione patrimoniale dell'azienda oggetto della presenta perizia, si evidenzia che i valori correnti sono stati recepiti sulla base dei valori indicati nel registro dei cespiti ammortizzabili. In considerazione della fase di liquidazione giudiziale non si trasferiscono debiti o crediti.

Tra i beni ammortizzabili riportati nel libro dei cespiti si rileva un terreno che non rientra nell'oggetto di valutazione poiché separato dall'azienda e non strumentale all'esercizio dell'attività.

BENI	COSTO	FONDO AMMORTAMENTO	VALORE NETTO
MOBILI E ARREDI	669.221	296.252	372.969
IMPIANTI SPECIFICI	1.074.236	862.987	211.249
FT. N. 111 DEL 27/10/2025 E FT. N. 216 DEL 05/11/2025			
VIDEOSORVEGLIANZA	5.920	0	5.920
MACCHINE D'UFFICIO ELETTRONICHE ED ELETTROMECCANICHE	62.878	56.568	6.310
AUTOVETTURE 2012-2013	89.217	89.217	0
BENI IMMATERIALI	32.916	20.001	12.915
TOTALE	1.934.388	1.325.025	609.362

Si precisa che il registro dei cespiti è stato stampato il 31/07/2025, contiene gli ammortamenti per il 2025 ma non sono in esso riportate due fatture di acquisto relative ad incremento dell'impianto di videosorveglianza i cui valori sono stati adesso inseriti nel computo dallo scrivente.

Ai fini del calcolo del valore del Patrimonio aziendale oggetto di cessione occorre aggiungere quello delle giacenze inventariate alla data di chiusura stagionale dell'attività e riportate nella seguente tabella di riepilogo. Si precisa che il valore dei beni "alimentari", in considerazione della deperibilità, è stato stimato al 10%.

GIACENZE AL 31/10/2025	
ALIMENTARI	146
CANTINA	3.181
CARTOLERIA	3.992
DIVERSI	6.087
TOTALE	13.405

Pertanto, per il calcolo dell'avviamento, l'ammontare complessivo del patrimonio netto rettificato a valore corrente dell'azienda sarà pari ad **euro 622.767 (Euro 609.362 + Euro 13.405)**.

4.3. Ricavi riferibili all'azienda

Lo scrivente ha ritenuto opportuno utilizzare i parametri storici non tenendo conto dei valori riportati nel piano finanziario per i motivi sopra evidenziati (differenze tra il piano per gli anni 2023 e 2024 ed i risultati effettivi) né tanto meno dei risultati di esercizio degli anni 2022, 2023 e 2024 poiché, come rappresentato nelle premesse, sono stati caratterizzati da vicende che hanno influito sulla loro significatività.

4.4. Risultati economici riferibili al ramo d'azienda

Di seguito vengono riassunti i valori economici per gli anni 2019, 2020 e 2021.

<i>Conto Economico</i>	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021
Ricavi	2.564.835	1.464.330	1.614.540
Acquisti	602.563	406.468	502.409
+ Rimanenze Finali	126.200	37.500	41.870
- Rimanenze iniziali	71.639	126.200	37.500
<i>Consumi</i>	<i>548.001</i>	<i>495.168</i>	<i>498.040</i>
Margine di prodotto	2.016.834	969.162	1.116.500
Costi Variabili	8.158	4.978	16.041
Margine di contribuzione	2.008.675	964.184	1.100.459
Personale diretto di produzione	0	0	0
Margine di contr. Netto MOD	2.008.675	964.184	1.100.459
Costi Fissi	581.402	395.693	451.933
Salari	789.678	231.499	311.248
Acc. TFR	54.800	44.881	51.875
Contributi c/esercizio	237.901	71.341	93.226
EBITDA	344.895	220.771	192.177
Ammortamenti	231.706	224.545	0
Accantonamenti	0	0	0
Svalutazioni	0	0	0
Rivalutazioni	0	0	0
EBIT	113.188	-3.774	192.177
Interessi passivi	65.546	39.895	61.862
Proventi finanziari	0	0	0
Risultato ante gestione straordinaria	47.643	-43.669	130.315
Proventi Straordinari	78.796	75.774	0
Oneri Straordinari	98.716	43.309	124.806
Risultato ante imposte	27.722	-11.204	5.509
Imposte	11.752	0	0
Risultato Netto	15.970	-11.204	5.509

Il processo di valutazione riferito all'azienda in crisi che versa in uno stato di disequilibrio economico, è caratterizzato da una significativa discontinuità tra i valori economico-finanziari attuali e quelli che ci si attende che l'azienda otterrà dopo il superamento del disequilibrio economico.

Il processo di normalizzazione del reddito richiede di riferirsi al reddito che è ragionevole prevedere possa essere conseguito nel futuro in rapporto alle sue caratteristiche attuali o a quelle derivanti da interventi correttivi, di ristrutturazione, razionalizzazione, o da investimenti straordinari. Per tale ragione, si ribadisce che, i risultati economici degli esercizi 2022, 2023 e 2024 non sono stati considerati ai fini della determinazione del reddito "normale" in ragione della "straordinarietà" della gestione.

Ai fini del calcolo del reddito medio normalizzato si è ritenuto opportuno calcolare la media tra il reddito medio ottenuto con due criteri quello della ponderazione e quello del reddito medio prospettico calcolato mediante il metodo previsionale del livellamento esponenziale dei dati storici fino al 31/10/2025; la funzione statistica utilizzata è ETS (exponential smoothing) utilizzata per prevedere scenari che prevedono modelli stagionali come quello che ci occupa.

Di seguito i prospetti di calcolo:

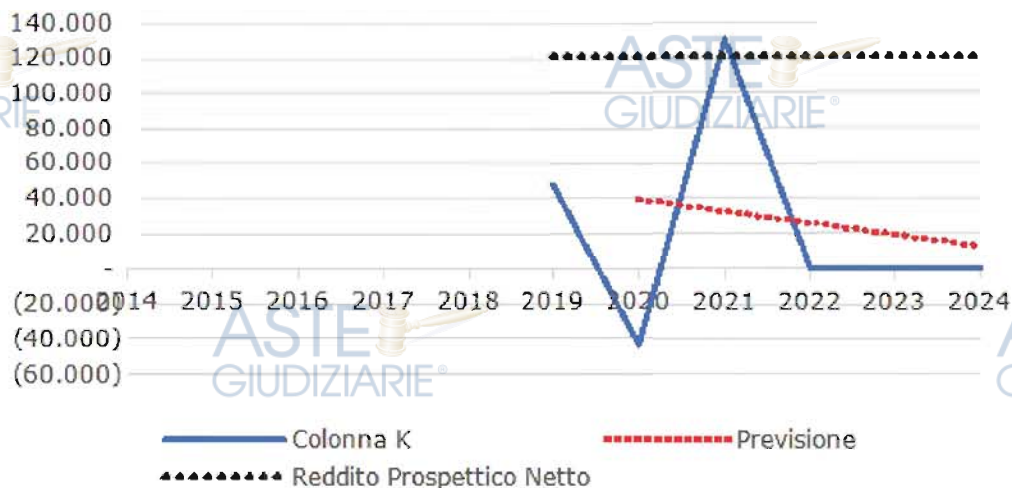
1. Metodo della ponderazione dei risultati di esercizio ante gestione straordinaria. Quest'ultima raccoglie tutte quelle voci di costo e di ricavo considerate straordinarie espunte al fine di normalizzare il reddito.

	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021
Risultato ante gestione straordinaria	47.643 -	43.669	130.315
Metodo della ponderazione			
Coefficiente di ponderazione	100%	100%	100%
Risultato ante G.S. medio ponderato	44.763,85		

2. Metodo del Reddito prospettico.

Metodo del reddito prospettico		Min	Max
Reddito prospettico	164.512,77	24.610,11	290.853,28
	Intervallo di confidenza 95% Valori interv.		

Determinazione del reddito prospettico



Metodo della ponderazione	44.763,85
Metodo del reddito prospettico	290.853,28
Reddito effettivo	167.808,57
% Fiscalità latente	27,89%
Tassazione latente	46.801,81
Reddito Medio Atteso (R)	121.006,76

In base alle considerazioni sopra esposte il reddito medio atteso è stato determinato in **euro 121.006,76**.

4.5. Stima autonoma dell'avviamento

Richiamando quanto anticipato nel paragrafo 3 del presente elaborato, l'approccio metodologico prescelto per la determinazione del valore dell'azienda prevede che una componente dello stesso sia costituita dal valore dell'avviamento - considerato quale differenza fra valore attribuito al complesso aziendale oggetto di analisi e valore dei singoli beni costituenti il patrimonio - determinato attualizzando, attraverso opportuni parametri, il "surplus" (o il "deficit") di reddito, inteso come maggior (minor) reddito ritratto dalla gestione rispetto al rendimento normale di settore.

La formula matematica per la determinazione autonoma dell'avviamento è la seguente:

$$W = \sum_{da 1 \text{ ad } n} [R_t - i' (K_0 + I_0)] (1+i'')^t$$

dove

W = valore Avviamento (positivo o negativo);

R_t = reddito medio normalizzato;

K_0 = valore "patrimoniale dell'azienda" (patrimonio netto rettificato);

n = numero di anni con riferimento ai quali si applica il processo di attualizzazione;

i' = saggio di rendimento "normale" per l'azienda /settore;

i'' = saggio di attualizzazione dei differenziali di reddito;

$[R_t - i' (K_0 + I_0)]$ = sovra-reddito pari alla differenza tra reddito normale atteso e redditività attesa.

In considerazione della volatilità dei tassi di interesse e della incertezza del mercato il sottoscritto ha inteso determinare il valore di avviamento considerando la formula della rendita limitata adottando due orizzonti temporali.

In particolare, il contratto di locazione dell'immobile in cui la Società svolge la propria attività, al punto 02) rubricato "Durata", prevede una prima scadenza al 31.01.2031 con la possibilità di rinnovo di ulteriori nove anni.

Il perito ha pertanto previsto per il processo di attualizzazione un primo scenario con n=6 anni ed un secondo scenario con n=15 anni.

$$W = K_0 + R_t \times a | n, i'$$

Determinazione di R_t

In base alle considerazioni sopra esposte ed ai criteri di calcolo enunciati al paragrafo 4.4, il reddito normale atteso è stato determinato in euro **121.006,76**.

Determinazione di K_0

Con l'utilizzo del metodo "misto" la formula da utilizzare può essere declinata assumendo varie ipotesi sull'entità del patrimonio (K o K_0) a cui si applica il saggio di rendimento normale. L'ipotesi più semplice è di riferirsi al capitale espresso a valori contabili, mentre ipotesi più corretta è quella di riferirsi al capitale espresso a valori correnti, al netto delle passività non trasferite. Una ulteriore ipotesi è quella di misurare il capitale aumentato degli investimenti aggiuntivi, ovvero dei nuovi apporti di capitale proprio, che sono necessari per assicurare il ripristino delle condizioni di equilibrio economico.

Ai fini della determinazione del valore dell'avviamento, lo scrivente ha ritenuto idoneo considerare come valore patrimoniale il valore attribuito al compendio mobiliare e alle giacenze come quantificato al paragrafo 4.2 in euro **622.767**.

Determinazione di n

Ai fini della determinazione del periodo temporale di riferimento per l'attualizzazione del sovra-reddito sono state svolte opportune considerazioni con riferimento al contratto di locazione dell'immobile in cui la Società svolge la propria attività. Come già precisato si è ritenuto opportuno identificare due scenari: il primo prevede un arco temporale di 6 (sei) anni e individua la prima scadenza del contratto, il secondo di 15 (quindici) anni e prevede il rinnovo per ulteriori nove ciò in quanto prudenzialmente rappresentativo della prevedibile durata dell'avviamento riconducibile alla fattispecie in esame.

Determinazione di i'

Lo scrivente, nella determinazione di tali parametri, ha preso a riferimento le previsioni contenute nei PIV, secondo le quali la posizione di i'' (tasso di attualizzazione dei differenziali di reddito) rispetto a i' (tasso di rendimento "normale" per la particolare azienda, all'interno del suo settore, tenuto conto del suo leverage) si differenzia a seconda della presenza di un avviamento positivo o negativo.

In ogni caso, sia i' che i'' hanno natura di costo dei mezzi propri e, quindi, appare logico presupporre che i tassi i' e i'' articolino il loro valore intorno al saggio centrale K_e , ovvero il costo opportunità del capitale di rischio.

Determinazione di K_e

Per la determinazione di K_e la dottrina classicamente si riferisce a modelli cd. CAPM (Capital Asset Pricing Model) esprimibili con la seguente formulazione matematica:

$$K_e = r_f + \beta * ERP$$

dove

$ERP = (r_m - r_f) =$ Equity Risk Premium = premio per il rischio portafoglio di mercato Italia.

r_f = tasso risk-free (di tipo fondamentale);

r_m = tasso di rischio di mercato;

β = coefficiente di rischio sistematico caratteristico del settore;

Per determinare r_f , lo scrivente ha considerato che, a tale fine, non è possibile rifarsi al tasso dei titoli privi di rischio in un orizzonte temporale coerente con quello della stima in quanto il mercato odierno dei titoli di stato non può definirsi "normale" in ragione della situazione economica italiana nonché delle politiche monetarie attuate negli anni recenti dalla BCE. Conseguentemente, per la definizione di tale tasso è opportuno rifarsi al tasso dei titoli di Stato pluriennali a dieci anni (BTP) rilevati al 31/10/2025. Così operando, il tasso risk-free, ai fini della presente perizia, è pari al 3,03% dato dal tasso di rendimento lordo pari allo 3,46% al netto della ritenuta fiscale del 12,5%.

Per determinare ERP, in coerenza con le indicazioni fornite dalla migliore prassi, lo scrivente ha assunto il valore ritraibile dallo Studio pubblicato Aswath Damodaran, adamodar@stern.nyu.edu che individua il premio per il rischio del portafoglio di mercato ITALIA in un valore pari a 7,26% (sette virgola ventisei per cento).

La struttura patrimoniale dell'azienda (assenza di indebitamento) consente di utilizzare un β , cosiddetto, unlevered (β_u). Lo scrivente, si è riferito allo Studio e ai dati pubblicati dal prof. Aswath Damodaran (NYU Stern School of Business, New York, NY), aggiornati al mese del gennaio 2023. In particolare, definita l'area geografica di appartenenza (Western Europe) e il settore commerciale di riferimento, il valore di β_u utilizzabile ai fini del presente elaborato è pari a 1,09 (uno virgola zero nove).

Il Beta levered riflette il rischio sistematico di un'azienda alberghiera media con la struttura di capitale tipica del settore. Questo valore superiore a 1,0 indica che il settore è più volatile del mercato generale, caratteristica comune per il turismo e l'ospitalità, settori sensibili ai cicli economici, alle preferenze dei consumatori e agli shock esogeni.

K_d Costo del capitale di terzi.

Costo del debito (pre-tax) = BPT 10Y + Hotel Spread

Costo del debito pre-tax = 3,45% + 2% = 5,45%

Lo spread del 2% è una stima ragionevole per alberghi del segmento cui appartiene il President Park Hotel.

Lo spread incorpora il rischio del credito operativo dell'azienda alberghiera, l'esposizione al rischio della ciclicità del settore turistico e la qualità della gestione e della proprietà.

Metodo per il calcolo del tasso di capitalizzazione	Ke
$Ke = rf + \text{Beta} * (rm - rf)$	10,97%
Beta	1,09
rf (risk free)	3,03%
ERP (rischio atteso di mercato)	7,26%
Kd (costo capitale di terzi)	5%
Tasso di capitalizzazione calcolato	10,97%

Determinazione di i'

Addivenuti alla determinazione del valore di K_e , per lo scrivente è stato possibile determinare il valore del saggio i' .

Si ritiene corretto assumere che il valore di i' sia pari a K_e . Di conseguenza, ai fini del presente elaborato, il saggio i' è assunto pari a 10,97% (dieci virgola novantasette percento). Per ragioni prudenziali si è ritenuto considerare $K_e = i' = i''$.

4.6. Gli scenari

Tenuto conto della profonda incertezza che investe l'attuale andamento economico globale, dovuta in larga parte all'imprevedibile evoluzione del mercato per effetto della crisi economica lo scrivente ritiene opportuno ipotizzare diverse possibilità di crescita (o decrescita) del reddito normale atteso. I diversi valori di reddito (o perdita) ottenuti, sommati al patrimonio a valori correnti, verranno poi ponderati con diverse probabilità di accadimento. Ogni scenario inciderà, pertanto, sul valore di stima dell'azienda oggetto di valutazione in base alla maggiore o minore probabilità di avvenimento.

Di seguito si riporta una tabella che individua le percentuali di crescita o decrescita del reddito medio atteso, e la rispettiva probabilità, per il ramo d'azienda oggetto di valutazione.

Scenari	
Tax crescita (decrescita)	Probabilità %
5%	5%
- %	15%
-5%	25%
-10%	25%
-15%	30%
Tot	100%

La configurazione degli scenari sopra riportati è stata prevista dallo scrivente tenendo conto che al momento l'attività risulta sospesa e che quindi sia ragionevole presumere, soprattutto nella fase iniziale, che i risultati reddituali potranno essere meno performanti proprio per gli sforzi che si renderanno necessari per la riapertura dell'attività oggetto di valutazione.

4.7. Determinazione dell'avviamento

Come descritto nel paragrafo 4.4 la situazione economica "normalizzata" ha portato a determinare il reddito normale atteso R_t pari ad euro 121.076,46.

Per la determinazione del valore dell'avviamento lo scrivente ha proiettato il reddito normale atteso R_t (euro 121.076,76) per le diverse possibilità di crescita (o decrescita) descritte nel paragrafo precedente.

Il valore medio del reddito prospettico, calcolato per le diverse possibilità di crescita (o decrescita) risulta pari ad euro 114.956,42, come da tabella sotto riportata:

Reddito normale atteso	Proiezioni di crescita o decrescita	Valore del reddito prospettico
121.007	5,0%	127.057,09
121.007	0,0%	121.006,76
121.007	-5,0%	114.956,42
121.007	-10,0%	108.906,08
121.007	-15,0%	102.855,74
Valore medio del reddito prospettico		114.956,42

Successivamente lo scrivente ha calcolato il valore di K_e secondo la formula:

$$K_e = R_f + (ERP * \beta)$$

dove

$$R_f = 3,03\%$$

$$ERP = 7,26\%$$

$$\beta = 1,09$$

Applicando tale formula lo scrivente ha determinato il valore di K_e pari a 10,97%.

Si ritiene corretto assumere che il valore di i' sia pari a K_e . Di conseguenza, ai fini del presente elaborato, il saggio i' è assunto pari a 10,97%.

Ai fini del calcolo dell'avviamento si è ritenuto congruo considerare due scenari.

1. un arco temporale di 6 anni, in quanto considerato prudenzialmente rappresentativo della prevedibile durata dell'avviamento stesso (prima scadenza del contratto).

Applicando i diversi valori di reddito prospettici R_t (ottenuti in base alle diverse proiezioni di crescita o decrescita) alla formula:

$$W = K_0 + R_1 \times a | n, i'$$

dove

K_0 = euro **622.767**;

$n = 6$;

$i' = 10,97\%$;

$a | n, i' = 4,23$

lo scrivente ha calcolato i seguenti valori avviamento:

Valore del reddito prospettico	Valore dell'avviamento W
127.057,09	248.598,70
121.006,76	222.980,38
114.956,42	197.362,06
108.906,08	171.743,74
102.855,74	146.125,42

Come anticipato nel paragrafo 4.2, i fini della determinazione del valore dell'avviamento, lo scrivente ha ritenuto idoneo considerare come valore patrimoniale Euro 622.767. I diversi valori di avviamento ottenuti sono stati sommati al patrimonio a valore corrente.

Tali considerazioni hanno, quindi, condotto a determinare i seguenti valori economici.

Patrimonio a valore corrente	Valore dell'avviamento W	Valore economico
622.767,63	248.598,70	871.366,33
622.767,63	222.980,38	845.748,01
622.767,63	197.362,06	820.129,69
622.767,63	171.743,74	794.511,37
622.767,63	146.125,42	768.893,05

Tali valori sono stati poi ponderati con le diverse probabilità di accadimento ipotizzate dallo scrivente nel paragrafo precedente. Ogni scenario ottenuto ha inciso sul valore di stima dell'azienda oggetto di valutazione in base alla maggiore o minore probabilità di avvenimento, come da tabella sotto riportata:

Valore economico	Probabilità di accadimento	Scenario
871.366,33	5%	43.568,32
845.748,01	15%	126.862,20
820.129,69	25%	205.032,42
794.511,37	25%	198.627,84
768.893,05	30%	230.667,91
Totale		804.758,70

Per il calcolo dell'avviamento, lo scrivente ha infine confrontato la sommatoria dei valori ottenuti moltiplicando i diversi valori economici alle diverse probabilità di accadimento (pari ad euro 804.758,70) con valore del patrimonio netto rettificato (pari ad euro 622.767,00).

Applicando i parametri sopra descritti, lo scrivente ha ottenuto un valore di goodwill (avviamento positivo) pari a complessivi euro **181.991,07** (euro centoottantunonovecentonovantuno virgola zero sette).

In considerazione del disposto dell'art 34 della legge 392/1978 rubricato " Indennità per la perdita di avviamento" è prevista, in caso di cessazione del rapporto di locazione, per le attività alberghiere una indennità pari a 21 mensilità ed una ulteriore indennità pari all'importo di quelle appena esposte (21 mensilità) qualora l'immobile venga, da chiunque, adibito all'esercizio della stessa attività o di attività incluse nella medesima tabella merceologica che siano affini a quella già esercitata dal conduttore uscente ed ove il nuovo esercizio venga iniziato entro un anno dalla cessazione del precedente.

Pertanto al valore come sopra determinato occorrerà aggiungere 21+21 mensilità che oggi quantificheremo nella misura base pari ad Euro 10.000,00 mensili senza considerare gli incrementi commisurati alla vendita del numero delle camere.

Tale indennità risulta essere pari ad Euro 420.000,00.

Si rende così necessario determinare il valore attuale dell'indennità della perdita di avviamento utilizzando la formula del Valore Atteso.

$$VA = M / (1+i)^n$$

dove:

VA= valore attuale dell'Indennità per la perdita di avviamento;

M= Indennità per la perdita di avviamento;

i=K_e

n= numero di anni ai quali si applica il processo di attualizzazione.

Pertanto nell'ipotesi n=6 il Valore Attuale dell'indennità della perdita di avviamento è pari ad Euro 224.913,63.

In ragione delle sopra esposte argomentazioni ed in esito alle superiori stime il valore dell'azienda è pari ad Euro 804.758,70 + Euro 224.913,63 = **Euro 1.029.672,33.**

2. un arco temporale di 15 anni, in quanto considerato prudenzialmente rappresentativo della prevedibile durata dell'avviamento stesso (seconda scadenza del contratto).

Applicando i diversi valori di reddito prospettici R_t (ottenuti in base alle diverse proiezioni di crescita o decrescita) alla formula:

$$W = K_0 + R_t \times a | n, i'$$

dove

K_0 = euro 622.767;

$n = 15$;

$i' = 10,97\%$;

$a | n, i' = 7,20$

Di seguito le tabelle di calcolo del valore dell'azienda considerando l'attualizzazione in 15 anni:

Valore del reddito prospettico	Valore dell'avviamento W
127.057,09	422.891,38
121.006,76	379.312,04
114.956,42	335.732,70
108.906,08	292.153,37
102.855,74	248.574,03

Patrimonio a valore corrente	Valore dell'avviamento W	Valore economico
622.767,63	422.891,38	1.045.659,01
622.767,63	379.312,04	1.002.079,67
622.767,63	335.732,70	958.500,33
622.767,63	292.153,37	914.921,00
622.767,63	248.574,03	871.341,66

Valore economico	Probabilità di accadimento	Scenario
1.045.659,01	5%	52.282,95
1.002.079,67	15%	150.311,95
958.500,33	25%	239.625,08
914.921,00	25%	228.730,25
871.341,66	30%	261.402,50
Totale		932.352,73

Applicando i parametri sopra descritti, lo scrivente ha ottenuto un valore di goodwill (avviamento positivo) pari a complessivi **euro 309.585,10** (euro trecentonovecinquecentottantacinque virgola dieci).

Anche in questa circostanza occorre determinare il valore attuale della indennità della perdita di avviamento con il medesimo criterio di calcolo utilizzato per lo scenario 1. In questo caso il valore di n è pari a 15.

Pertanto, nell'ipotesi n=15, il Valore Attuale dell'indennità della perdita di avviamento è pari ad Euro **88.138,47**.

Il Valore Economico, come quantificato per lo scenario 1, è la risultante della sommatoria del valore dell'azienda come sopra stimato ed il Valore Attuale dell'indennità della perdita di avviamento.

Alla luce dei risultati ottenuti, delle precedenti considerazioni, che hanno illustrato i criteri di svolgimento della valutazione, il valore dell'azienda sarà pari Euro **932.352,73 + Euro 88.138,47 = Euro 1.020.491,20**.

Valore medio dei due scenari

Scenario 1 Valore Economico Euro 1.029.672,33;

Scenario 2 Valore Economico Euro 1.020.491,20.

Valore medio Euro 1.025.081,76.

5. CONCLUSIONI

Sulla base delle determinazioni operate nella presente relazione di stima economica, il valore dell'azienda è pari al valore medio dei due Scenari ovvero Euro **1.025.000,00** (arrotondato) (euro unmilioneventicinquemila virgola zero zero).

Lo scrivente ritiene che il risultato economico ottenuto sia congruo e coerente per determinare la base d'asta in caso di vendita nell'ambito di una procedura fallimentare.

Il sottoscritto con la presente relazione che si compone di n. 34 pagine e 6 allegati, ritiene di aver adempiuto all'incarico affidato e rimane a disposizione dell'Ufficio della Liquidazione Giudiziale per qualsivoglia chiarimento, ringraziando per la fiducia accordata.

San Gregorio di Catania lì 21 novembre 2025

Dott. Dario Scelfo