PERIZIA

DI STIMA DEL VALORE ECONOMICO

DEL RAMO D'AZIENDA

"PIZZERIA ROSTI PIGNETO"

DELLA SOCIETÀ TREBIO S.R.L.

IN LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE

DOTT. ALESSANDRO BONURA

ROMA, 18 MAGGIO 2026

INDICE

1. CONFERIMENTO DELL'INCARICO E DOCUMENTAZIONE ESAMINATA 3

2. IPOTESI E LIMITAZIONI 4

3. BREVE DESCRIZIONE DELLA SOCIETÀ 6

4. IL RAMO D'AZIENDA "PIZZERIA ROSTI PIGNETO" 8

5. LE METODOLOGIE DI STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO DELLE AZIENDE 9

5.1. La nozione di capitale economico 9

5.2. I metodi di valutazione del capitale economico 10

5.3. I metodi diretti 11

5.3.1. I metodi diretti in senso stretto 11

5.3.2. I metodi diretti fondati sui moltiplicatori empirici 12

5.3.3. I metodi diretti basati sull'entity approach to valuation 13

5.4. I metodi indiretti 14

5.4.1. I metodi basati su grandezze flusso 14

5.4.1.1. I metodi reddituali semplificati 16

5.4.1.2. I metodi finanziari semplificati 23

5.4.1.3. Dividend Discount Model 25

5.4.2. I metodi basati su grandezze stock 26

5.4.2.1. Il metodo patrimoniale semplice (o puro) 26

5.4.2.2. I metodi patrimoniali complessi 27

5.4.2.3. I metodi basati su grandezze flusso-stock 29

6. La scelta della metodologia valutativa 32

7. Il moltiplicatore $(P/k)_S$ 35

8. LA STIMA DEL VALORE ECONOMICO 36

9. CONCLUSIONI 37

1. CONFERIMENTO DELL'INCARICO E DOCUMENTAZIONE ESAMINATA

È stato conferito allo scrivente, Dott. Alessandro Bonura, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti di Roma al n. 4091 e al Registro dei Revisori Legali al n. 68939 con D.M. del 26.03.1996, pubblicato in G.U. IV serie speciale n. 28 bis del 5.04.1996, da parte del Curatore Dott. Antonio Tigani Sava nell'ambito del procedimento di Liquidazione Giudiziale n. 69/2026 Trebio S.r.l. l'incarico di stimare il valore economico del ramo aziendale "Pizzeria Rosti Pigneto" operante in Roma Via Bartolomeo D'Alvino n. 65, concessa in affitto alla con scrittura privata del 07.04.2025 (Rep. 14784 Racc. 9921),

La presente perizia viene redatta alla data di riferimento del 28.01.2026 (di seguito la "Data di Riferimento") e costituisce adempimento dell'incarico affidato.

* * * * *

Al fine di procedere alla redazione della presente relazione è stata esaminata la documentazione fornita dal Curatore. Di seguito si riporta l'elenco (non esaustivo) di documentazione esaminata:

- contratto d'affitto di Ramo d'azienda del 7 aprile 2025 Notaio Francesco Balletta, Rep. n. 14784 – Racc. n. 9921,registrato in Roma il 14 aprile 2025 al n. 10385 Serie 1T;
- Bilancio d'esercizio 2021
- Bilancio d'esercizio 2022
- Bilancio d'esercizio 2023
- Situazione contabile provvisoria al 30.12.2024
- ulteriori informazioni ricevute durante i colloqui avuti con l'Ufficio dei Curatore, nel corso dei quali sono state fornite le informazioni circa la natura, le caratteristiche, le modalità di preparazione ed il contenuto dei documenti;
- la conferma riguardo la completezza e la correttezza delle informazioni fornite ai fini dello svolgimento del presente incarico;
- visura Camerale della Società;

2. IPOTESI E LIMITAZIONI

La presente Relazione di stima deve essere analizzata e considerata alla luce delle seguenti ipotesi di lavoro e limitazioni:

1) tutte le informazioni, storiche e prospettiche, che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della presente relazione sono state fornite dal Curatore;
2) resta ferma, quindi, la responsabilità della TREBIO S.R.L. in Liquidazione Giudiziale per qualsiasi errore od omissione concernente tali documenti, dati e informazioni e per qualsiasi errore od omissione che dovesse emergere in sede di valutazione a seguito del loro impiego;
3) lo scrivente non ha effettuato alcuna forma di revisione relativamente alla documentazione di natura contabile ed extracontabile, in quanto esula dal presente incarico; pertanto, lo stesso non si assume alcuna responsabilità in ordine agli effetti che potrebbero prodursi sulla stima a causa di eventuali errori od omissioni nei dati contabili e negli altri documenti ed informazioni ricevute;
4) l'incarico non ha previsto, con riferimento ai documenti utilizzati, lo svolgimento di verifiche contabili o fisiche integrative;
5) allo scrivente, inoltre, non sono state comunicate violazioni di regolamenti o di norme di alcun genere i cui effetti avrebbero dovuto essere presi in considerazione ai fini della stima del valore economico del Ramo d'azienda;
6) l'analisi dello scrivente, peraltro, non ha riguardato l'individuazione o la quantificazione di eventuali passività potenziali (o di minori attività attese);
7) le stime effettuate sono state formulate alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e, pertanto, non tengono conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e non prevedibili (nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale, catastrofi naturali, sociali e politiche, nazionalizzazioni, pandemie, etc.);
8) la valutazione, infatti, è stata effettuata alla luce degli elementi contabili come reperiti nell'ambito della documentazione resa disponibile dal Curatore alla data della presente;

9) il presente documento è stato redatto per uso interno ed esclusivo della Procedura. Esso non potrà essere divulgato, in tutto o in parte, a terzi non interessati o utilizzato per scopi diversi da quelli previsti dalle finalità della Procedura:

10) le conclusioni esposte nella relazione sono basate sul complesso delle valutazioni in esso contenute; pertanto, nessuna parte della stessa potrà essere utilizzata disgiuntamente rispetto al documento nella sua interezza.

Tanto premesso, nel prosieguo si procederà ai seguenti adempimenti:

a. breve presentazione della Società;
b. analisi delle principali metodologie di stima del capitale economico delle aziende;
c. scelta della metodologia valutativa;
d. stima del valore economico del Ramo aziendale "Pizzeria Rosti Pigneto";
e. conclusioni.

3. BREVE DESCRIZIONE DELLA SOCIETÀ

La Società Trebio S.r.l. (di seguito anche solo "Trebio" o "la Società") è stata costituita in data 16/02/2011 ed iscritta al REA del Registro delle Imprese di Roma al n. RM – 1293933 Cod. Fisc. e P.I. 11315921004.

La Società ha un capitale sociale di € 10.200 interamente posseduto dalla Pigneto Food Srl C.F. 14283321009

In base alla visura camerale, alla data di dichiarazione della procedura di Liquidazione Giudiziale la Società ha il seguente oggetto sociale: "*l'acquisizione e la gestione diretta ed indiretta di aziende alberghiere e residence, nonché l'esercizio di qualsivoglia attività inerente il settore alberghiero quali, a titolo esemplificativo, motel, bed and breakfast, complessi turistici, villaggi, campeggi e simili; la gestione in proprio e per conto terzi di servizi pubblici, ristoranti, bar, locali notturni, sale da ballo; il commercio di prodotti connessi con l'attività alberghiera, di prodotti alimentari, di articoli da regalo e di cartoleria……La Società potrà inoltre compiere tutte le operazioni commerciali, industriali, mobiliari, immobiliari, bancarie e finanziarie, ivi compresa l'apertura di conti correnti bancari, l'assunzione di mutui ed il rilascio di garanzie reali e personali a favore proprio o di terzi; il tutto sempre consentito dalla legge, non in via prevalente, non nei confronti de pubblico ma solo in via strettamente strumentale per il conseguimento dell'oggetto sociale. La Società potrà, infine, assumere direttamente o indirettamente interessenze e partecipazioni in altre Società od imprese aventi oggetto sociale analogo od affine e connesso al proprio, sanza fine di collocamento, non in via prevalente, al solo scopo di conseguire l'oggetto sociale";*

Nello specifico il Ramo aziendale svolgeva attività di ristorazione, denominata "Pizzeria Rosti Pigneto" nei locali di Roma, Via Bartolomeo D'Alviano n. 65, detenuti in forza di contratti di locazione.

Con ricorso depositato in data 22 aprile 2025 presso il Tribunale di Roma, la Società ha richiesto di essere ammessa alla procedura di concordato preventivo, ai sensi degli artt. 40 e 44 CCI, riservandosi di presentare la proposta, il piano e la documentazione di cui all'art. 39 CCII, ed ha, altresì, richiesto ai sensi dell'art.

54, primo e secondo comma, del Codice della Crisi, la concessione di misure protettive sul proprio patrimonio per la durata di quattro mesi o centoventi giorni

Nella procedura di concordato preventivo, la Trebio, individuava la soluzione per il superamento dello stato di crisi e ciò attraverso la continuità aziendale indiretta, mediante un soggetto terzo ia) disponibile a subentrare nella gestione del ristorante, nonché ad assumere il ruolo di assuntore del concordato; a tale fine, con scrittura privata del 07.04.2025 (Rep. 14784 Racc. 9921) Notaio Francesco Balletta di Roma, registrato in data 14.04.2025 al n. 10385 s. 1T, è stato sottoscritto un contratto di affitto del ramo d'azienda "Pizzeria Rosti Pigneto", operante in Roma, Via Bartolomeo D'Alviano n. 65, con la società ;

Con successivo decreto del 23 aprile 2025 è stato aperto il P.U .n. 703/2025 e il Tribunale di Roma ha assegnato alla società ricorrente *"termine fino al 23/6/25 per il deposito della proposta di concordato preventivo con il piano, l'attestazione di veridicità dei dati e di fattibilità e la documentazione di cui all'articolo 39, commi 1 e 2 CCII, oppure la domanda di omologazione degli accordi di ristrutturazione dei debiti, con la documentazione di cui all'articolo 39, comma 1, oppure la domanda di omologazione del piano di ristrutturazione di cui all'articolo 64-bis, con la documentazione di cui all'articolo 39, comma 1 e 2 CCII"* e ha nominato il Commissario Giudiziale;

Successivamente al deposito del Piano di Concordato ed alle integrazioni richieste dal Tribunale, con decreto del 27 gennaio 2026 il Tribunale di Roma, ha dichiarato inammissibile la proposta di concordato preventivo presentata e con sentenza n.76/2026 è stata dichiarata l'apertura della Liquidazione Giudiziale n. 69/2026 a carico di Trebio S.r.l. e conseguente nomina del Curatore;

In data 28.01.2026, il Tribunale di Roma, dando seguito al decreto di inammissibilità della domanda di accesso alla procedura di Concordato Preventivo ex artt. 40 e 44 CCII, ha aperta la Liquidazione Giudiziale della Trebio S.r.l.;

Su istanza del Curatore ed in sostituzione del Comitato dei Creditori, ai sensi degli artt. 216, 129, comma 2 e 140, comma 4 CCII, il Tribunale di Roma

nominava il sottoscritto per procedere alla valutazione dell'azienda "Pizzeria Rosti Pigneto" operante in Roma Via Bartolomeo D'Alvino n. 65, concessa in affitto alla con scrittura privata del 07.04.2025 (Rep. 14784 Racc. 9921) Notaio Francesco Balletta di Roma, registrato in data 14.04.2025 al n. 10385 s. 1T.

4. IL RAMO D'AZIENDA "PIZZERIA ROSTI PIGNETO"

Il ramo d'azienda oggetto di contratto d'affitto è costituito da un complesso operativo organizzato che svolge attività di ristorazione nei locali siti in Roma (RM), Via Bartolomeo D'Alviano n. 65, di cui ha la materiale detenzione e disponibilità in virtù di contratto di locazione di immobile sottoscritto originariamente in data 30 settembre 2023, con scrittura privata registrate all'Agenzia delle Entrate di Roma 1 - Trastevere il 14 ottobre 2023 al n. 19388 Serie 3T, avente validità fino al 30 settembre 2030.

Il ramo si configura come unità funzionalmente autonoma, idonea alla prosecuzione dell'attività anche da parte di un soggetto terzo, ed è stato affidato in gestione con contratto di affitto quadriennale, stipulato in data 7 aprile 2025, a Rogito del Notaio Dott. Balletta Francesco, Rep. n. 14784 – Racc. n. 9921, registrato in Roma il 14 aprile 2025 al n. 10385 Serie 1T, con decorrenza 9 aprile 2025.

Il ramo include:

- **beni strumentali** (attrezzature, impianti, arredi, stigliature e suppelletti, ecc.), in proprietà o in leasing;
- **le dotazioni di scorte, merci**
- **numero 2 (due) contratti di lavoro con i dipendenti e addetti,**
- **know-how organizzativo, avviamento, marchio** e autorizzazioni pertinenti all'esercizio delle attività del ramo.

Tutti gli elementi concorrono alla configurazione di un centro operativo autonomo, con potenzialità di continuità aziendale.

Il contratto prevede:

- Durata dell'affitto: 4 anni (09.04.2025 – 31.03.2029), con obbligo di acquisto entro e non oltre il termine di 4 anni subordinatamente alla condizione sospensiva della definitività del procedimento di omologazione dell'instauranda procedura concorsuale ad un prezzo concordato di € 260.000;
- Canone annuo: € 5.000, corrisposto in 6 rate bimestrali anticipate (€ 833,33 + IVA) entro il giorno 20 del mese di scadenza, mediante bonifico bancario;

Continuità contrattuale: l'affittuaria subentra nei contratti attivi e assume i rapporti verso clienti, fornitori e dipendenti, garantendo la prosecuzione delle attività del ramo con assunzione del personale già impiegato.

5. LE METODOLOGIE DI STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO DELLE AZIENDE

5.1. La nozione di capitale economico

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

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

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

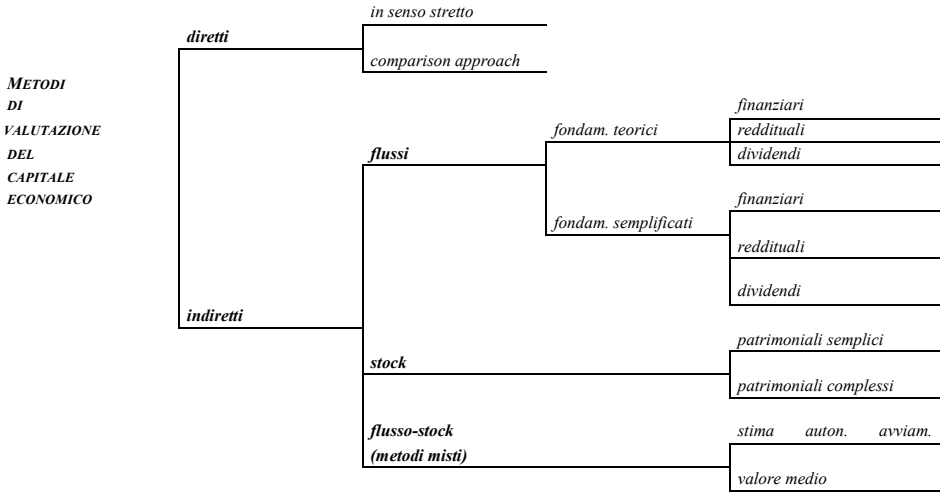
5.2. I metodi di valutazione del capitale economico

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

- RAZIONALITÀ: il metodo deve essere valido concettualmente e dotato di consistenza teorica.
- OBIETTIVITÀ: il metodo deve essere concretamente applicabile ovvero fondato su dati certi o almeno credibili e/o controllabili.
- GENERALITÀ: il metodo deve prescindere dalle caratteristiche e dagli interessi delle parti coinvolte nella negoziazione.

Secondo alcuni autori, il metodo in oggetto dovrebbe essere dotato dell'ulteriore requisito della *stabilità*, nel senso di una plausibile perduranza del valore nel tempo.

I metodi di valutazione delle aziende che, in linea generale, sono in grado di soddisfare in misura ragionevolmente adeguata i suddetti principi possono così essere classificati:



5.3. I metodi diretti

I metodi diretti fondano la stima del valore economico d'impresa su grandezze desunte dal mercato. In particolare, si distinguono in:

- *metodi diretti in senso stretto*, che determinano il valore del capitale economico sul fondamento dei prezzi espressi dal mercato;
- *metodi diretti fondati su moltiplicatori empirici*, che eguagliano il valore del capitale economico al prodotto tra un moltiplicatore di mercato e una grandezza espressiva del valore economico del capitale d'impresa.

5.3.1. I metodi diretti in senso stretto

I metodi diretti in senso stretto si articolano in due categorie a seconda che l'azienda da valutare sia o meno quotata presso una Borsa valori. Nel primo caso il capitale economico dell'impresa valutanda viene calcolato utilizzando il seguente algoritmo:

$$W = \sum_{i=1}^{n} P_i \times m_i$$

dove:

W é il valore del capitale economico;

P_i é il prezzo di mercato di un'azione della tipologia "i" (ordinaria, privilegiata, ...);

m_i é il numero di azioni della tipologia "i".

Nel caso, invece, in cui l'azienda non sia quotata, il valore economico del suo capitale viene stimato come media aritmetica, semplice o ponderata, dei valori economici assunti da un selezionato numero di aziende assimilabili, per caratteristiche qualitative e quantitative, a quella oggetto di valutazione; in formula:

$$W = \frac{\sum_{i=1}^{n} W^{s}{}_{i} \times p_i}{\sum_{i=1}^{n} p_i}$$

dove:

W é il valore del capitale economico;

W^S_i sono i valori economici delle aziende facenti parte del campione, calcolati sulla base dei "prezzi fatti" in transazioni aventi ad oggetto imprese simili a quella *valutanda*;

p_i sono i "pesi" attribuiti a ciascuna valutazione.

5.3.2. I metodi diretti fondati sui moltiplicatori empirici

I metodi in parola si sogliono distinguere in criteri basati sull'*equity approach to valuation* e metodi fondati sull'*entity approach to valuation*.

I metodi diretti fondati sull'*equity approach to valuation*

I metodi diretti basati sul c.d. "*equity approach to valuation*" conducono alla stima del valore economico del capitale *in via diretta* e trovano fondamento sulla seguente eguaglianza:

$$\left(\frac{W}{k}\right)_T \times \left(\frac{P}{k}\right)_s$$

dove:

$(W/k)_T$ è il moltiplicatore dell'azienda oggetto di stima, dato dal rapporto tra il valore economico dell'impresa *valutanda* (W_T) e una grandezza (k) espressiva del valore dell'impresa (utile, *cash flow*, fatturato, ecc.);

$(P/k)_S$ è il moltiplicatore di mercato di un campione di imprese simili, per caratteristiche qualitative e quantitative, a quella oggetto di valutazione, costruito ponendo a rapporto il prezzo di mercato di tali imprese (P) con la medesima grandezza impiegata per il calcolo del moltiplicatore dell'impresa *valutanda* (k).

Il valore del capitale economico, si determina, pertanto, nel seguente modo:

$$W_T = \left(\frac{P}{k}\right)_s \times k_T$$

L'applicazione di tale formula comporta, a tutta evidenza, la necessità di stimare:

a. la grandezza k (da utilizzare ai fini della determinazione dei moltiplicatori delle imprese facenti parte del campione di aziende simili all'azienda *valutanda*);
b. il valore attribuibile alla grandezza k_T.

In ordine all'aspetto di cui *sub* a), va rammentato che molteplici sono le grandezze (k) e, quindi, i moltiplicatori proficuamente utilizzabili ai fini del calcolo; i moltiplicatori maggiormente utilizzati sono: il *price/earning (P/E)*, ove la grandezza k è rappresentata dall'utile medio atteso; il *price/cash flow (P/CF)*, dove il denominatore è costituito dal flusso di cassa *levered* o *unlevered*; il *price/book value* (*P/BV*), dove al denominatore del moltiplicatore è iscritto il patrimonio netto contabile.

Per quanto riguarda le modalità estimative della grandezza k_T (aspetto di cui *sub* b), va subito precisato che il fatto che k_T deve essere coerente con le scelte operate in sede di individuazione del moltiplicatore.

5.3.3. I metodi diretti basati sull'entity approach to valuation

I metodi diretti fondati sul c.d. "*entity approach to valuation*" si caratterizzano in quanto la stima del capitale economico d'impresa viene effettuata *in via mediata* sottraendo al valore economico delle attività (*firm value*) il valore di mercato dei debiti finanziari; ne deriva che i metodi in parola trovano fondamento sulla seguente eguaglianza:

$$\left(\frac{W+D}{k}\right)_T \times \left(\frac{P+D}{k}\right)_s$$

dove ai simboli noti si aggiungono:

D_T : valore di mercato dei debiti finanziari dell'azienda *target*;

D_S : valore di mercato dei debiti del campione di imprese assunte per la valutazione.

Il valore economico del capitale si determina per differenza tra il valore economico delle attività dell'azienda oggetto di stima e l'ammontare dei debiti finanziari ad essa attribuibili; in formula:

$$W_T = \left(\frac{P+D}{k}\right)_s \times k_T - D_T$$

L'applicazione dell'algoritmo in parola comporta, a tutta evidenza, la necessità di stimare il valore del rapporto tra il *firm value* (somma del prezzo di mercato del

capitale proprio, *P,* e del valore di mercato dei debiti finanziari, *D*) e la grandezza *k* prescelta per la valutazione, del campione, nonché di determinare il valore attribuibile alle grandezze k_T e D_T.

Per quel che riguarda la scelta della grandezza *k*, i moltiplicatori più impiegati nella pratica valutativa sono: il *firm value/earnings before interests and taxes, (FV/EBIT)*; il *firm value/earnings before interests, taxes, depreciation and amortization (FV/EBITDA)*.

Per quanto concerne la stima del valore attribuibile alla grandezza k_T, si ricorda che la grandezza deve essere coerente con le scelte operate nella fase di individuazione del moltiplicatore.

5.4. I metodi indiretti

I metodi indiretti si distinguono, come evidenziato precedentemente, in: metodi basati su grandezze flusso; metodi basati su grandezze *stock* e metodi basati su grandezze flusso-*stock*.

5.4.1. I metodi basati su grandezze flusso

I metodi indiretti fondati su grandezze flusso possono essere distinti in due classi di metodologie valutative denominate:

- criteri fondamentali teorici;
- metodi semplificati.

I metodi fondamentali teorici

I metodi fondamentali teorici si articolano, a loro volta, in:

- formula fondamentale finanziaria teorica;
- formula fondamentale reddituale teorica;
- formula fondamentale basata sui flussi di dividendo distribuibili.

La formula fondamentale finanziaria teorica stima il capitale economico dell'azienda sulla base del valore attuale dei flussi monetari totali, attivi e passivi, prodotti dall'azienda stessa.

L'algoritmo di valutazione è il seguente:

$$W = F_1 v^1 + F_2 v^2 + \ldots + F_{n-1} v^{n-1} + F_n v^n$$

dove:

W è il valore del capitale economico dell'impresa;

F_1, F_2, $...F_{n-1}$, F_n sono i flussi monetari puntuali; l'ultimo flusso comprende anche il valore di liquidazione dell'azienda;

v^1, v^2, $...v^{n-1}$, v^n sono i coefficienti di attualizzazione dei flussi finanziari.

I flussi monetari sono calcolati come differenza tra uscite monetarie (acquisizione fattori produttivi, rimborso debiti di finanziamento e funzionamento, concessione prestiti) e entrate monetarie (riscossione dei ricavi, dei crediti di funzionamento e finanziamento, accensione debiti di finanziamento e disinvestimenti)

La f*ormula fondamentale reddituale teorica* eguaglia il valore del capitale economico dell'impresa al valore attuale dei redditi che essa è in grado di generare; in formula:

$$W = R_1 v^1 + R_2 v^2 + ... + R_{n-1} v^{n-1} + R_n v^n + P_n v^n$$

dove:

W è il valore del capitale economico dell'impresa;

R_1, R_2, $...R_{n-1}$, R_n sono i redditi netti puntuali futuri;

P_n è il valore di realizzo dell'azienda all'epoca *n,* diminuito del valore delle riserve formate con utili non distribuiti;

v^1, v^2, $...v^{n-1}$, v^n sono i coefficienti di attualizzazione dei flussi reddituali.

La *formula fondamentale fondata sui flussi di dividendo distribuibili* si basa sull'assunto che il valore economico dell'impresa è pari al valore attuale di tutti i futuri incassi conseguiti da chi investe capitale di rischio nell'azienda; in formula:

$$W = D_1 v^1 + D_2 v^2 + ... + D_{n-1} v^{n-1} + D_n v^n + P'_n v^n$$

dove:

W è il valore del capitale economico dell'impresa;

D_1, D_2, $...D_{n-1}$, D_n sono i flussi di dividendo che l'impresa sarà in grado di distribuire;

$P'n$ è il valore di realizzo dell'azienda all'epoca n;

v^1, v^2, $...v^{n-1}$, v^n sono i coefficienti di attualizzazione dei dividendi.

I procedimenti teorici rispondono pienamente ai requisiti di "*razionalità*" e di "*equità*" in quanto definiscono esattamente tutti gli elementi che devono essere presi in considerazione per giungere ad un valore razionale ed equo del capitale economico. A questo proposito, va rilevato che, in assenza di inflazione e del fenomeno dell'attualizzazione, i risultati delle formule in parola conducono a valori coincidenti. Esse, però, non soddisfano il requisito della "*obiettività*": sono cioè di assai difficile applicazione pratica. In particolare, le critiche mosse ai metodi in parola riguardano il fatto che le formule appena descritte utilizzano parametri difficilmente prevedibili (ad es. la misura dei flussi finanziari, i redditi, i dividendi o l'arco temporale da prendere in considerazione). Per tale motivo, le formule considerate lasciano spazio ad un'eccessiva arbitrarietà in quanto richiedono il ricorso a ipotesi e congetture che possono variare da perito e perito, rendendo estremamente difficile anche il controllo dei parametri utilizzati.

Le rilevanti difficoltà di applicazione delle formule teoriche "fondamentali" impongono, pertanto, il ricorso a formule sostitutive semplificate che, pur non possedendo la stessa validità concettuale, possano essere proficuamente applicabili. Le semplificazioni previste da tali metodi riguardano essenzialmente:

- le modalità di espressione dei parametri (si fa riferimento, ad esempio, all'utilizzo di grandezze flusso medio-normali in sostituzione dei parametri puntuali di difficile determinazione);
- l'orizzonte temporale di riferimento della stima (ad esempio, è ridotto per consentire ragionevoli previsioni dei parametri).

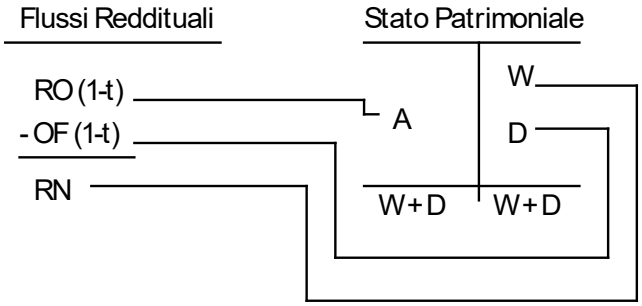
I metodi semplificati

I metodi semplificati si distinguono in metodi reddituali, metodi finanziari e metodi dei dividendi. Di seguito si procede ad una sintetica illustrazione.

5.4.1.1. I metodi reddituali semplificati

L'idea generale ispiratrice dei metodi reddituali è che il valore dell'azienda dipenda unicamente dai flussi di reddito che essa, in base alle attese, sarà in grado di produrre.

La relazione che intercorre tra i flussi di reddito relativi ad un conto economico riclassificato e «normalizzato» tale da rappresentare un periodo amministrativo *standard* e i *valori economici* del patrimonio, ovvero il valore degli *assets* operativi, dei debiti finanziari e del capitale valutati nell'ottica del perito indipendente, può essere semplicemente schematizzata, nell'ipotesi in cui l'impresa non abbia attività, passività o redditi di natura non operativa, ad eccezione degli elementi attinenti alla gestione finanziaria, nel modo di seguito esposto:



dove:

RO è il valore del reddito operativo;

t è l'aliquota fiscale societaria;

OF è l'importo degli oneri finanziari;

RN è il valore del reddito netto;

A è il valore economico delle attività operative;

W è il capitale economico;

D è il valore economico dei debiti finanziari.

Tale schema consente di calcolare il capitale economico d'impresa sia in forma «diretta», che in forma «mediata» per differenza tra il *firm value* e il valore dei debiti finanziari.

Nel primo caso, il capitale economico è pari al valore attuale dei redditi attesi «normalizzati», ovvero in ipotesi di perpetuità dei flussi:

$$W = \frac{RN}{i_c}$$

dove:

RN è il reddito medio normale atteso (o normale *standard*);

i_C è il tasso di congrua remunerazione del capitale proprio.

Nel caso di valutazione dell'azienda «in forma mediata», il valore economico del capitale è pari alla differenza tra il valore economico dell'attivo operativo e il valore economico dei debiti finanziari, cioè:

$$W = A - D$$

Come appare dallo schema proposto, il valore economico dell'attivo operativo eguaglia il valore attuale dei redditi operativi normalizzati al netto delle imposte, ovvero nell'ipotesi di perpetuità dei flussi:

$$A = \frac{RO(1-t)}{WACC}$$

dove:

A è il valore economico dell'attivo al netto dei debiti di funzionamento;

RO è il reddito operativo medio normale atteso;

$WACC$ è il tasso di remunerazione dell'attivo calcolato come media aritmetica ponderata dei tassi di remunerazione delle singole fonti di finanziamento (del capitale proprio e dei debiti finanziari); i pesi sono rappresentati dalle proporzioni, calcolate a valori economici, del capitale di rischio e di credito, rispetto al totale dell'attivo (*Weighted Average Cost of Capital*: WACC):

$$WACC = i_c \frac{W}{W+D} + i_d (1-t) \frac{D}{W+D}$$

dove ai simboli noti si aggiungono:

D valore economico dei debiti finanziari;

i_d il tasso di remunerazione dei debiti finanziari;

t aliquota d'imposta.

Il valore economico dei debiti finanziari è pari al valore attuale degli oneri finanziari normalizzati al netto delle imposte, ovvero in ipotesi di perpetuità dei flussi:

$$D = \frac{OF(1-t)}{i_d(1-t)}$$

In definitiva, il valore del capitale economico secondo la maniera mediata risulta:

$$W = A - D = \frac{RO(1-t)}{WACC} - \frac{OF}{i_d}$$

Per quanto attiene alle problematiche di determinazione dei parametri previsti dalla formula valutativa reddituale, i punti da sviluppare sono molteplici.

Un primo aspetto riguarda la definizione dei metodi e delle tecniche di previsione del reddito. In questo senso si distinguono:

- METODO DEI RISULTATI STORICI: tecnica basata sull'ipotesi che il risultato atteso sia pari al reddito medio normale conseguito negli ultimi 3 - 5 anni.
- METODO DI PROIEZIONE DEI RISULTATI STORICI: tecnica che stima i redditi attesi sul fondamento del *trend* dei risultati storici. In questo modo si cerca di mediare l'oggettività dei dati passati con la possibilità di tenere conto di talune variabili rilevanti che possono modificare in futuro il reddito d'esercizio.
- METODO DEI RISULTATI PROGRAMMATI: tecnica che determina i redditi attesi sulla base delle previsioni relative all'andamento economico futuro atteso dell'azienda: più precisamente, i redditi vengono calcolati sul fondamento del *budget* annuale e dei piani pluriennali. Naturalmente *budget* e piani sono adeguatamente revisionati e rettificati dal perito che effettua la stima dell'azienda.
- METODO DELL'INNOVAZIONE: tecnica che studia l'andamento reddituale della gestione nell'ipotesi che si verifichino, in futuro, talune condizioni e innovazioni oggi considerate solo possibili.

Un secondo aspetto è quello relativo alla stima della durata del periodo di previsione. In merito, si può affermare che la scelta del periodo di riferimento ha natura necessariamente convenzionale. In generale, i comportamenti che più frequentemente si riscontrano nella realtà operativa sono due:

- la durata dell'orizzonte temporale viene agganciata a condizioni oggettive e specifiche dell'azienda oggetto di valutazione;
- l'orizzonte temporale di vita dell'azienda viene considerato infinito.

Una terza problematica da affrontare ai fini dell'applicazione del metodo reddituale riguarda la determinazione del tasso di attualizzazione dei flussi reddituali.

Ai fini del calcolo di detto tasso è indispensabile tenere conto del *principio di coerenza* tra tassi e flussi secondo il quale alle molteplici configurazioni di flussi reddituali o finanziari utilizzati di volta in volta nei vari metodi è opportuno associare altrettante configurazioni di tassi di attualizzazione.

In primo luogo, è bene precisare che detto tasso può essere espresso dal seguente algoritmo:

$$i_c = i_1 + i_2 + scr + md$$

dove:

i_1 è il *risk free rate* o *price of time*;

i_2 rappresenta il premio per il rischio;

scr (*specific company risk*) è una maggiorazione del tasso connessa al fatto che l'investimento in una specifica attività, anziché in un portafoglio titoli, non consente di eliminare il rischio diversificabile. Tale maggiorazione del tasso è atta a fronteggiare rischi specifici del complesso aziendale, legati alla sua struttura finanziaria, alla tipologia di attività svolta, ai luoghi dove essa è esercitata, alla concentrazione della clientela, e così via;

md *(marketability discount)* è una maggiorazione del tasso applicato alle società non quotate, in ragione del fatto che le azioni non negoziate presso la Borsa Valori scontano un rischio di negoziabilità maggiore rispetto a quello delle azioni quotate.

Ai fini dell'analisi della coerenza tra tassi e flussi è interessante rilevare come il premio per il rischio possa essere distinto in premio per il solo rischio operativo e premio per il rischio finanziario.

Ciò premesso, è possibile affermare che nelle metodologie indirette in cui si attualizzino flussi reddituali o finanziari derivanti dalla gestione totale (flussi netti) il tasso in base al quale scontare detti flussi è un tasso che incorpora anche il premio per il rischio finanziario.

Per quanto riguarda la stima del primo addendo (i_1), si suole prendere come riferimento il valore medio del rendimento dei Titoli di Stato degli ultimi 3/5 anni antecedenti all'epoca della valutazione, ovvero il rendimento atteso dei Titoli di Stato aventi scadenza coerente con i flussi reddituali o finanziari prospettici, qualora si sia in possesso di attendibili previsioni.

Per quanto riguarda il calcolo del premio per il rischio, due sono le tecniche di stima che hanno trovato ampia diffusione nella dottrina e nella prassi valutativa nazionale.

La prima, che consiste nell'applicazione della *Regola di Stoccarda*, si caratterizza in quanto i flussi reddituali, calcolati nei modi visti in precedenza, vengono abbattuti di una percentuale pari al 30%.

In questo caso, il tasso di attualizzazione dei flussi sarà, naturalmente, dato dal solo *risk free rate* o *price of time*. A risultati del tutto identici a quelli conseguibili con l'applicazione della *Regola di Stoccarda* si giunge - nel caso in cui si debba attualizzare un flusso di reddito normale costante per un periodo di tempo indefinito - se si sconta il flusso «pieno» (ovvero non abbattuto di alcuna percentuale) ad un saggio comprensivo del rischio, calcolato mediante la seguente relazione algebrica:

$$i_2 = i_1 \frac{X}{1 - X}$$

dove:

- i_2 rappresenta il premio per il rischio;
- i_1 è il *risk free rate* o *price of time*;
- X è la percentuale di abbattimento del reddito.

La seconda tecnica di stima di i_2 è quella che si fonda sul *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Secondo tale metodica valutativa, il premio per il rischio viene determinato moltiplicando il *beta-factor* (β) (che rappresenta la misura del rischio operativo e finanziario del complesso aziendale) per il premio medio di mercato (dato dalla differenza tra il rendimento medio atteso del mercato azionario e il rendimento degli investimenti privi di rischio - i_1)

In tal caso i_2 viene determinato nel seguente modo:

$$i_2 = \beta\,(R_m - i_1)$$

dove:

i_2 è il premio per il rischio d'impresa;

β è il *beta-factor* relativo al capitale netto: in sostanza esso rappresenta la misura del rischio operativo e finanziario per l'impresa in esame;

$(R_m - i_1)$ è il premio di mercato, essendo R_m il rendimento medio atteso del mercato azionario e i_1 il *risk free rate*.

Nel caso di complessi aziendali non quotati, per i quali non sia disponibile il *beta-factor* di mercato, è possibile utilizzare, quale *proxy*, il beta medio di un campione di imprese comparabili con il complesso aziendale oggetto di stima[1];

Nel caso di utilizzo di un flusso reddituale o monetario lordo (relativo, cioè, alla gestione operativa) il tasso di sconto cui attualizzare il flusso in parola sarà, per il rispetto del principio di coerenza, una media ponderata dei costi delle singole fonti di finanziamento o *WACC* (*Weighted Average Cost of Capital*):

$$WACC = i_c \frac{W}{W+D} + i_d \frac{D}{W+D}$$

in cui:

i_c è il costo del capitale proprio;

i_d è il costo del capitale di credito;

W e D rappresentano rispettivamente i valori economici del capitale proprio e dei debiti finanziari.

[1] Al fine di migliorare il grado di affidabilità del *beta-factor* desunto dal campione di imprese comparabili a quella oggetto di valutazione, è possibile, per il tramite della formula di Hamada, scorporare dal *beta-factor* di mercato la componente finanziaria così da determinare il c.d. *beta unlevered*, e applicare al *beta unlevered* medio di mercato il rischio finanziario dello specifico complesso aziendale oggetto di valutazione.

La formula di Hamada, si precisa, è la seguente: $\beta_u = \frac{\beta_l}{\left[1 + \frac{D}{W}(1-t)\right]}$ dove β_u è il *beta unlevered* di una singola impresa, β_l è il *beta levered* della stessa impresa, D è il valore di mercato dei debiti finanziari dell'impresa; W è il valore economico del capitale dell'impresa; t è l'aliquota d'imposta.

Si dimostra che, se i costi del capitale proprio e del capitale di credito vengono espressi utilizzando il modello del CAPM, la formula di cui sopra equivale alla seguente:

$$i = i_1 + \beta_A (R_m - i_1)$$

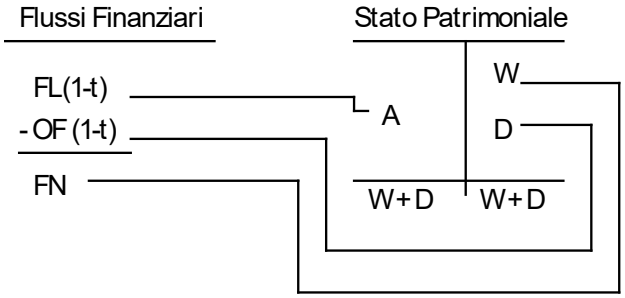
in cui:

β_A è il beta relativo alle attività; esso cioè misura il solo rischio operativo e non anche quello finanziario.

5.4.1.2. I metodi finanziari semplificati

I metodi finanziari semplificati determinano il valore del capitale economico in funzione dei flussi monetari prospettici dell'azienda.

Anche nel caso dei metodi finanziari è possibile individuare la modalità *mediata* e quella *diretta* del calcolo del capitale economico, sulla base del legame esistente tra flussi monetari/finanziari e valori economici delle attività e del capitale proprio. In particolare, nella stessa ipotesi semplificatrice prevista in precedenza, in cui si supponga l'assenza di attività, passività, redditi e perdite di natura non operativa, ad eccezione degli elementi riguardanti la gestione finanziaria e si assuma che i flussi siano infiniti e costanti nel tempo, lo schema di valutazione del capitale economico con il metodo finanziario è rappresentabile nel seguente modo:



dove:

FL è il valore del flusso *unlevered* (o flusso della gestione operativa);

t è l'aliquota d'imposta;

OF è il valore del flusso generato dalla gestione finanziaria calcolato al netto delle imposte corrispondenti;

FN è il valore del flusso *levered* (flusso monetario netto complessivo disponibile): esso rappresenta il flusso di cassa disponibile generato dalla gestione che può essere destinato alla distribuzione senza provocare imbarazzi finanziari;

A è il valore economico dell'attivo (al netto dei debiti di funzionamento);

W è il valore economico del netto (capitale economico);

D è il valore economico dei debiti finanziari.

La fattuale applicazione del metodo finanziario richiede che vengano determinati:

1. il flusso di cassa futuro relativo al periodo di valutazione considerato;
2. la durata del periodo di previsione dei flussi attesi;
3. il valore del tasso di sconto dei flussi attesi.

Per la determinazione dei parametri di cui ai punti due e tre si può fare riferimento a quanto detto a proposito dei metodi reddituali.

Per quanto riguarda le modalità di computo dei flussi è possibile procedere utilizzando diverse tecniche. Una prima impiega il seguente schema di riferimento:

	Ricavi della gestione operativa corrente
-	Costi della gestione operativa corrente
-	Crediti della gestione operativa corrente (esclusi crediti vs l'erario)
+	Debiti della gestione operativa corrente
	Flusso della gestione operativa corrente al lordo delle imposte (A)
+	Ricavi per disinvestimenti di capitale fisso strumentale
-	Costi per investimenti di capitale fisso strumentale
-	Crediti relativi ai disinvestimenti
+	Debiti relativi agli investimenti
	Flusso della gestione operativa fissa al lordo delle imposte (B)
	(A)+(B) *Flusso della gestione operativa al lordo delle imposte (C)*
-	Imposte operative pagate
	Flusso unlevered (D)
+	Accensione di debiti finanziari
-	Rimborso di debiti finanziari
-	Concessioni di crediti finanziari
+	Rimborso di crediti finanziari
-	Oneri finanziari pagati
+	Proventi finanziari riscossi
±	Imposte «finanziarie»
	Flusso della gestione finanziaria al netto delle imposte (E)
	(D)+(E) *Flusso leverei*

Una seconda tecnica di determinazione dei flussi finanziari si sofferma, per il calcolo dei flussi netti relativi ai singoli periodi amministrativi, sull'esame di due situazioni patrimoniali consecutive.

Flusso *levered*= ΔCassa + Rimborsi di capitale sociale - Versamenti per aumenti di capitale sociale- Incremento Riserva Sovrapprezzo Azioni + Dividendi;

Flusso *unlevered* = Flusso *levered* - Accensione di debiti finanziari + Rimborso di debiti finanziari + Concessione di crediti finanziari - Rimborso di crediti finanziari + Oneri finanziari pagati - Proventi finanziari riscossi

5.4.1.3. Dividend Discount Model

Il *Dividend Discount Model* è un metodo finanziario basato sull'attualizzazione dei dividendi disponibili e distribuibili agli azionisti. Il metodo si fonda sulla regola del valore atteso: il valore di qualsiasi *asset* è determinato dal valore attuale dei flussi di cassa attesi futuri attualizzati a un tasso appropriato alla rischiosità dei flussi di cassa stessi.

Sono pertanto due i fattori fondamentali: i dividendi attesi ed il costo dell'*equity*. Per stimare i dividendi attesi, è necessario elaborare ipotesi relativamente ai futuri tassi di crescita negli utili e al tasso di *pay-out* (Dividendi/Utili).

Sulla base della formula generale di valutazione del metodo in parola, il valore dell'impresa si compone di due addendi:

- Il valore attuale dei dividendi del periodo di previsione esplicita;
- Il valore attuale dei dividendi oltre il periodo di previsione esplicita (*terminal value*), nel presupposto della continuità della vita aziendale.

In particolare:

$$Equity\ Value : [\sum Dt/(1+Ke)] + [Dn * (1+g)/(Ke-) /(1+Ke)]$$

Tale metodo risulta particolarmente utilizzato per la valutazione delle partecipazioni.

5.4.2. I metodi basati su grandezze stock

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

I metodi patrimoniali di stima del valore economico del capitale d'impresa si distinguono in:

- METODO PATRIMONIALE SEMPLICE (O PURO);
- METODO PATRIMONIALE COMPLESSO.

La distinzione si fonda sul diverso grado di apprezzamento dei beni immateriali non contabilizzati (tecnologia, portafoglio lavori, organizzazione del personale, ecc.): essi sono del tutto tralasciati nel metodo patrimoniale puro, mentre sono ampiamente considerati nel metodo patrimoniale complesso.

5.4.2.1. Il metodo patrimoniale semplice (o puro)

Il metodo patrimoniale puro, che trova il suo punto di partenza nel capitale netto di bilancio, considera il valore dell'azienda da cedere pari al valore del capitale netto rettificato.

Il capitale netto rettificato viene, per norma, calcolato mediante la riespressione a valori correnti degli elementi dell'attivo e del passivo patrimoniale. In formula:

$$K' = A' - P'$$

dove:

K' è il patrimonio netto rettificato;

A' rappresenta l'attivo riespresso a valori correnti;

P' costituisce il passivo riespresso a valori correnti.

5.4.2.2. I metodi patrimoniali complessi

I metodi patrimoniali complessi sono di due tipi:

a) metodi patrimoniali complessi di I grado (sommano al valore del patrimonio netto rettificato "K'" il valore dei beni immateriali non contabilizzati aventi però un valore di mercato);
b) metodi patrimoniali complessi di II grado (sommano al valore di "K'" sia il valore dei beni immateriali di cui *sub* a, sia il valore dei beni immateriali non contabilizzati e non aventi valore di mercato - *know how*, marchi, portafoglio lavori, valore dell'organizzazione umana, ecc. - privi cioè di un riscontro diretto).

L'espressione sintetica che meglio può esprimere i metodi patrimoniali complessi è la seguente:

$$W = K' + BINC$$

dove:

BINC indica il valore dei beni immateriali non contabilizzati.

Più precisamente, tali metodi sono ispirati alla teoria del *going concern value,* secondo la quale per costituire una azienda "*ex novo*" è necessario sostenere dei costi che non vengono sopportati nel caso di acquisto di una azienda che già esiste e funziona.

Naturalmente, la formula di cui sopra suppone implicitamente che l'azienda sia in grado di remunerare congruamente il patrimonio netto rettificato comprensivo dei beni immateriali, ovvero:

$$R = i\ (K' + BINC)$$

in cui:

R = reddito atteso;

i (K' + BINC) = reddito congruo.

Nel caso in cui tale situazione non si verifichi, la stima con il metodo patrimoniale complesso differirebbe da quella risultante dall'applicazione del metodo reddituale contraddicendo il principio dell'equivalenza delle formule valutative. Pertanto, occorre rettificare il valore risultante dalla formula di valutazione patrimoniale con una correzione reddituale.

L'algoritmo di valutazione diventa il seguente:

$$W = (K' + BINC) + C.R.$$

dove:

- W costituisce il valore economico della società stimato mediante il metodo patrimoniale complesso;
- K' rappresenta il patrimonio netto rettificato del complesso aziendale oggetto di valutazione;
- C.R. il valore economico della correzione reddituale positiva o negativa, stimata mediante l'attualizzazione del sovra/sottoreddito che la Società sarà in grado di produrre nel corso della gestione; in formula:

$$C.R. = \sum_{t=1}^{n} \frac{R_t - i_c \cdot K'}{(1+i)^t}$$

a) $(R_t - i_c K')$ rappresenta il sovra/sottoreddito che la Società sarà presumibilmente in grado di produrre in ciascun esercizio futuro;
b) R_t sono i redditi netti attesi della Società per gli anni di durata della correzione reddituale;
c) i_c è il tasso di congrua remunerazione del capitale;
d) i è il saggio di interesse utilizzato per l'attualizzazione dei sottoredditi/sovrarediti stimati ai fini della determinazione della correzione reddituale. Per ragioni prudenziali, in linea con quanto prescritto dalla più autorevole dottrina, nel caso in cui il confronto tra il reddito atteso e quello ritenuto "congruo" evidenzi un sottoreddito (reddito atteso inferiore al reddito congruo), si dovrà fare ricorso, quale tasso di attualizzazione, al *risk-free rate*; nel caso, invece, in cui dal confronto tra il reddito atteso e quello ritenuto "congruo" emerga l'esistenza di un

sovrareddito (reddito atteso superiore al reddito congruo), si dovrà impiegare, quale tasso di attualizzazione, il costo del capitale proprio.

e) *n* costituisce l'orizzonte temporale di riferimento della correzione reddituale.

5.4.2.3. I metodi basati su grandezze flusso-stock

I metodi misti, basati su grandezze flusso-*stock*, costituiscono una mediazione tra i metodi patrimoniali – dai quali prendono la caratteristica della verificabilità oggettiva – e i metodi reddituali – dai quali prendono le considerazioni sulle aspettative reddituali. La caratteristica di questi procedimenti è quella di determinare il valore dell'azienda/ramo d'azienda ponderando la componente patrimoniale (rappresentata dal patrimonio netto riespresso a valori correnti e, eventualmente, comprensivo del valore economico dei beni immateriali non contabilizzati) e la componente reddituale della gestione rappresentata dal sovra/sottoreddito atteso.

I metodi misti più diffusi sono: il "metodo tedesco" e il "metodo anglosassone", di seguito illustrati.

Metodo tedesco

Secondo il "metodo tedesco", il valore economico di un complesso aziendale è calcolato assegnando uguale peso sia alla componente reddituale che a quella patrimoniale. In formula:

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

dove:

W è il valore economico del complesso aziendale oggetto di stima;

(*K'+BINC*) è il patrimonio netto del complesso aziendale riespresso a valori correnti eventualmente comprensivo del valore economico dei beni immateriali non contabilizzati;

$\left(\frac{R}{i}\right)$ è il valore economico del capitale stimato con il metodo reddituale puro, che costituisce una particolare configurazione del metodo fondato sui flussi attesi, caratterizzata dal fatto che si presume che il complesso

aziendale sia in grado di realizzare, per un periodo di tempo indefinito, un reddito netto sempre eguale e costante, pari a R.

Metodo anglosassone

Il "metodo anglosassone" stima il valore economico del capitale d'impresa tenendo conto dello *stock* di capitale investito e delle prospettive reddituali attese. Si distingue in una versione basata sull'*equity approach* o sull'*entity approach*, a seconda che prenda in considerazione *stock* e flussi netti (patrimonio netto e reddito netto), o *stock* e flussi lordi (capitale investito netto e reddito operativo netto).

Nel primo caso, l'algoritmo di valutazione è il seguente:

$$W = (K'+BINC) + \left[\sum_{t=1}^{n} (R_t - i_c \times K') \times (1+i)^{-t} \right]$$

dove:

W	è il valore economico del capitale d'impresa;
$(K'+BINC)$	è il patrimonio netto del complesso aziendale riespresso a valori correnti eventualmente comprensivo del valore economico dei beni immateriali non contabilizzati;
R_t	sono i redditi netti attesi puntuali;
i_c	è il tasso di congrua remunerazione del capitale;
i	è il saggio di interesse utilizzato per l'attualizzazione dei sottoredditi/sovrareddi stimati ai fini della determinazione della correzione reddituale;
n	è il numero di anni di durata del sovra/sottoreddito netto.

Nel secondo caso si ha:

$$W = (CIN'+BINC) + \left[\sum_{t=1}^{n} (RO_t - WACC \times CIN') \times (1+i)^{-t} \right] - D$$

dove:

W	è il valore del capitale economico dell'Azienda;

(*CIN'+BINC*) è il valore corrente delle attività operative (considerate al netto dei debiti non finanziari e non onerosi) eventualmente comprensivo del valore economico dei beni immateriali non contabilizzati;

RO_t sono i redditi operativi conseguiti dalla Società negli *n* anni considerati ai fini della stima del valore della correzione reddituale;

WACC è il costo medio ponderato del capitale;

i è il saggio di interesse utilizzato per l'attualizzazione dei sottoredditi/sovrarednditi operativi stimati ai fini della determinazione della correzione reddituale. Si evidenzia che, per il principio di coerenza tra flussi e tassi, essendo in presenza di flussi operativi, essi andranno scontati al costo medio ponderato del capitale.

n è il periodo di durata del "sovrareddito" o del "sottoreddito" operativi della Società;

D è il valore economico dei debiti finanziari della Società all'epoca della stima.

Per quanto concerne la stima dei parametri riportati nelle formule di valutazione basate su metodologie c.d. "miste", si fa presente che il patrimonio netto rettificato dovrà essere calcolato in conformità a quanto indicato in sede di commento ai metodi basati su grandezze *stock*, mentre il reddito medio normale atteso e il tasso di attualizzazione andranno determinati sulla base dei principi illustrati in sede di commento dei metodi fondati sui flussi.

Ai fini dell'applicazione di tali metodologie, occorre:

- individuare i beni facenti parte del complesso aziendale;
- stimare il valore corrente degli stessi e conseguentemente le rettifiche da apportare al valore contabile delle attività e passività iscritte nella situazione patrimoniale di riferimento. Al riguardo, si fa presente che gli *asset* a fecondità ripetuta dovranno essere valutati al valore corrente d'uso, i beni a fecondità semplice al valore di presunto realizzo e le passività al valore di presumibile estinzione;

- verificare che la redditività implicita del complesso aziendale sia in linea con la remunerazione congrua del capitale in esso investito. In assenza di tale condizione, infatti, si deve apportare una correzione reddituale (positiva o negativa) al valore di natura patrimoniale in modo tale da apprezzare nella dovuta misura il *goodwill*/*badwill* aziendale.

6. La scelta della metodologia valutativa

Molteplici sono – come si è avuto modo di precisare in precedenza – le metodologie valutative individuate dalla dottrina e impiegate nella prassi professionale per la stima del valore economico di un'azienda/ramo d'azienda. Non esiste infatti un metodo che sia riconosciuto universalmente valido per la stima del valore economico di un complesso aziendale in quanto in grado di soddisfare, in ogni circostanza, i requisiti di "razionalità", "obiettività", "generalità" e "stabilità" in misura migliore di tutti gli altri.

La scelta di una o più metodologie da impiegare ai fini della stima del valore economico di un'azienda dipende:

i. dalla finalità sottesa alla valutazione;
ii. dalle caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione;
iii. dalla qualità e quantità delle informazioni e dei dati disponibili.

Riguardo la finalità sottesa alla valutazione, come risulta dall'Istanza di autorizzazione alla nomina dello scrivente, consiste nella determinazione " *….del valore economico dell'azienda "Pizzeria Rosti Pigneto" operante in Roma Via Bartolomeo D'Alvino n. 65, concessa in affitto on scrittura privata del 07.04.2025 (Rep. 14784 Racc. 9921)…….. ai fini di un eventuale accordo tra la Curatela e l'affittuaria , in ordine all'effettivo interesse all'acquisito, nonché alle modalità di rilascio del ramo,* che *saranno oggetto di ulteriori interlocuzioni nel corso delle prossime settimane anche in ragione del valore economico che verrà attribuito".*

Con riferimento alle caratteristiche dell'azienda si rileva che essa è caratterizzata da:

i. la sostanziale assenza di patrimonio;

ii. l'assenza di contratti attivi, svolgendo la stessa attività di somministrazione al pubblico di alimenti e bevande;

iii. assenza di marginalità;

iv. assenza di un sistema contabile pregresso certificato e di una situazione contabile aggiornata;

v. assenza di un piano previsionale.

Riguardo alla qualità e quantità di informazioni disponibili si osserva che successivamente al deposito del Piano di Concordato ed alle integrazioni richieste con decreto del 27 gennaio 2026 il Tribunale di Roma, ha dichiarato inammissibile la proposta di concordato preventivo presentata e conseguentemente, con sentenza n. 76/2026 è stata dichiarata l'apertura della Liquidazione Giudiziale n. 69/2026 a carico di Trebio S.r.l..

Dalle informazioni ricevute dalla Curatela è emerso che l'ultima situazione contabile consegnata " *è ferma al 30.12.2024 e non è stata, ad oggi, fornita quella al 31.12 considerato che nelle more della precedente procedura di concordato la società non aveva provveduto all'approvazione del bilancio relativo a questo esercizio……Con riguardo al libro cespiti sono in attesa di riceverlo dall'A.U..".*

Il quadro informativo disponibile, assenza di patrimonio e di previsione di flussi storici e previsionali affidabili, rende di fatto non applicabili i metodi tradizionali.

L'applicazione dei multipli nella valutazione delle aziende è stata oggetto nel corso degli ultimi decenni, in seguito allo sviluppo dei mercati finanziari e delle operazioni di finanza straordinaria, di un'ampia diffusione.
Fra i diversi fattori che hanno contribuito al successo si rammenta in questa sede il c.d. "vantaggio informativo" riconosciuto ai multipli, specialmente in contesti nei quali le previsioni sono molto difficili, anche in considerazione del limitato bagaglio documentale a disposizione[2].
Fra i diversi parametri ai quali applicare i multipli, l'utilizzo del fatturato trova

[2] Guatri – Bini, "La valutazione delle aziende", Egea.

fondamento razionale nei seguenti casi:

- assenza di redditività storica significativa e/o positiva.
- difficoltà/ impossibilità nel ricostruire flussi di cassa prospettici attendibili.
- asset limitati o interamente ammortizzati (immobili in locazione, software o attrezzature obsolete) e/o assenza di informazioni certe sugli stessi.

L'indipendenza da politiche di bilancio e la ridotta volatilità fanno ritenere consigliabili i moltiplicatori che utilizzano come parametro il fatturato ancorché non incorpori alcuna informazione circa le politiche di prezzi, l'efficienza produttiva, di marketing e amministrativa, il fatturato, d'altronde ingloba i possibili benefici economici prodotti da eventuali asset immateriali quale ad esempio avviamento, marchio etc.

In considerazione di ciò, o si assume la convenzione che tutte le imprese di un certo settore operino con gli stessi margini oppure bisogna applicare un coefficiente correttivo che tenda a rendere omogenei i dati utilizzati.

Pertanto, ai fini della stima in oggetto, considerato quanto esposto lo scrivente ha ritenuto opportuno applicare un metodo diretto fondato sui moltiplicatori empirici ed in particolare fondato sull'*equity approach to valuation*

L'espressione sintetica che meglio può esprimere il metodo in parola è la seguente:

$$W_T = \left(\frac{P}{k}\right)_s \times k_T$$

L'applicazione di tale formula comporta, a tutta evidenza, la necessità di stimare:

a. $(P/k)_S$, il moltiplicatore di mercato di un campione di imprese simili, per caratteristiche qualitative e quantitative, a quella oggetto di valutazione, costruito ponendo a rapporto il prezzo di mercato di tali imprese (P) con la medesima grandezza impiegata per il calcolo del moltiplicatore dell'impresa *valutanda* (k).

b. la grandezza *k* (da utilizzare ai fini della determinazione dei moltiplicatori delle imprese facenti parte del campione di aziende simili all'azienda *valutanda*);

c. il valore attribuibile alla grandezza k_T.

Poiché alla data della presente stima la documentazione pervenuta è limitata e comunque la Procedura, anche in considerazione dello scarso tempo a disposizione, non è in grado di esprimersi sulla qualità della medesima, ne risulta che l'unico dato "attendibilmente" attribuibile alla grandezza k è costituito dal volume del fatturato.

Per la stima dei fatturati normali, si è fatto riferimento alla voce ricavi delle vendite e delle prestazioni di servizi riportati nei bilanci d'esercizio dal 2021 al 2023 e alla situazione contabile al 30.12.2024 forniti dalla curatela.

A tal fine si è opportuno è ritenuto opportuno assumere quale volume del fatturato medio-normale la media aritmetica ponderata dei valori di fatturato relativi agli esercizi 2021 - 2024 (attribuendo maggiore peso al fatturato dell'esercizio 2024 in quanto più recente è meglio rappresentativo all'attualità del valore realizzabile), cosi come esplicitati nella seguente tabella:

	2021	2022	2023	30/12/2024
Fatturato	1.106.107	1.307.342	1.259.088	1.003.284
Ponderazione	10	10	10	70

Conseguentemente il reddito medio-normale è pari a **€ 1.069.552.**

Al valore determinato in base alla funzione sopraesposta si applicherà uno "sconto" in considerazione della posizione di minore forza contrattuale e della tempistica proprie della procedura di liquidazione giudiziale.

7. IL MOLTIPLICATORE $(P/K)_S$

Per giungere alla valutazione economica del Ramo è stato necessario procedere alla individuazione del moltiplicatore di mercato determinato sulla base di un

campione di imprese appartenenti al settore di attività dell'azienda secondo la regola del *Rules of Thumb*.

Si definisce *Rules of Thumb* "*uno strumento di formazione del prezzo ispirato dal mercato, basato su di una opinione collettiva diffusa in un settore specifico od in altri similari, indicante per quanto un'azienda può essere venduta o comprata*".

Tale definizione è dedotta dagli studi di T.L. West, *Rules of Thumb* (in WEST-JONES, op. cit., pag. 113 e segg.) e di M.J. TAUB *Rules of Thumb: Some Positive Observation* (in < Business Valuation Review> n. 1, 1193). [3]

Sulla base delle assunzioni e dei riferimenti citati, si ritiene congruo assumere quale moltiplicatore $(P/k)_S$ il valore pari a 0,36, previsto per il settore di attività "Pizzerie", come detto di appartenenza del Ramo oggetto di valutazione.
A tale moltiplicatore si ritiene di dover applicare una rettifica in considerazione dello stato di insolvenza e della dichiarata apertura della liquidazione giudiziale, la prassi operativa prevede che in contesti fallimentari o di vendita forzata si applichino sconti nell'intorno del 40% anche in funzione delle peculiarità dell'asset considerato.
Nel caso specifico non essendo l'attività di "pizzeria" connotata da particolari specificità, si ritiene, di rettificare il moltiplicatore del 45%, giungendo in tal modo

$$\mathbf{(P/k)_S = 0{,}198}$$

8. LA STIMA DEL VALORE ECONOMICO

La stima condotta sulla base della metodologia rappresentata conduce al seguente valore:

Fatturato medio	Moltiplicatore	Moltiplicatore rettificato	W = Valore economico
1.069.552 €	0,36	0,198	**211.771 €**

[3] Cfr Luigi Guatri, "*La valutazione d'azienda*" Editore EGEA

9. CONCLUSIONI

Il Dott. Alessandro Bonura, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti di Roma al n. 4091 e al Registro dei Revisori Legali al n. 68939 con D.M. del 26.03.1996, pubblicato in G.U. IV serie speciale n. 28 bis del 5.04.1996, ha ricevuto l'incarico - da parte del Curatore della Società TREBIO S.r.l.. in Liquidazione Giudiziale - di stimare il valore economico *del Ramo Azienda "Pizzeria Rosti Pigneto" operante in Roma Via Bartolomeo D'Alvino n. 65, concessa in affitto alla*

on scrittura privata del 07.04.2025 (Rep. 14784 Racc. 9921)

Sulla base di quanto espresso nei precedenti capitoli, delle informazioni disponibili e degli assunti illustrati, si è stimato il valore economico del Ramo aziendale in € 211.771 arrotondato in **€ 210.000,00**.

Nel ricordare che la presente stima si fonda sulle informazioni fornite dalla Curatela, lo scrivente sottolinea che, per comune dottrina, il valore economico teorico rappresenta soltanto un elemento di riferimento per l'offerta di un prezzo, che dipende, in larga misura, dalle condizioni di mercato e dalle posizioni soggettive di negoziazione, specifiche per ciascun potenziale acquirente ovvero affittuario.

Nel caso di cessione in ambito concorsuale, in ogni caso, la tutela dei creditori, rispetto al valore di stima, è garantita dalla determinazione del corrispettivo determinato in sede di gara.

Ritenendo concluso il proprio incarico e restando a disposizione per ogni chiarimento, si porgono distinti ossequi.

Roma, 22 maggio 2026 Dott. Alessandro Bonura

