
RELAZIONE di STIMA
del
RAMO D'AZIENDA IN ESERCIZIO

in Liquidazione Giudiziale

(n. 37/2025 – Tribunale di Udine)

maggio 2026





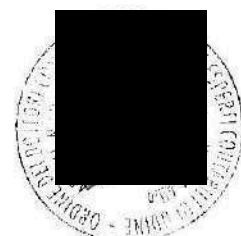
SOMMARIO

GLOSSARIO	4
SEZIONE I: PRESUPPOSTI VALUTATIVI	5
1. INCARICO	5
1.1 Contenuti dell'incarico	5
1.2 Identità del committente e dei destinatari	5
1.3 Principi di valutazione adottati	5
1.4 Oggetto di valutazione. Cenni	6
2. PROFILI PROFESSIONALI E CODICE ETICO	8
2.1 Esperto valutatore	8
Identità dell'esperto	8
Profilo professionale	8
Incompatibilità e indipendenza	10
2.2 Altri specialisti ausiliari	12
3. CONTESTO ED OGGETTO DELLA VALUTAZIONE	13
3.1 Contesto giuridico della stima e principi di valutazione	13
3.1.1 Contesto giuridico	13
La liquidazione giudiziale	13
3.1.2 Principi Italiani di Valutazione	15
3.2 Contesto economico-aziendale della stima	18
3.2.1 [REDACTED] S.r.l.	18
3.2.2 Il mercato e il settore di riferimento - cenni	19
3.2.3 Il modello di business di [REDACTED]	20
3.2.4 Informazione storica e corrente	21
3.3 Descrizione dell'oggetto di stima: il Ramo d'azienda e il suo perimetro	22
3.4 Caratteristiche giuridiche ed economico-aziendali dell'oggetto di valutazione	24
4. ARCHITETTURA DELL'IMPIANTO VALUTATIVO	26
4.1 Finalità della valutazione	26
4.2 Unità di valutazione	26
4.3 Presupposto della valutazione	26
4.4 Configurazione di valore	26
4.5 Prospettiva della valutazione	28
4.6 Data di riferimento della valutazione	28
4.7 Data della relazione	28
5. PRESUPPOSTI, IPOTESI, LIMITAZIONI E RICHIAMI DI INFORMATIVA	29
5.1 Presupposti ed ipotesi della valutazione	29
5.2 Limitazioni della valutazione	29
5.3 Richiami di informativa	30
6. BASE INFORMATIVA	32
6.1 Dati e informazioni	32
6.2 Limitazioni	32
7. APPROCCI E I CRITERI DI VALUTAZIONE	34
7.1 Approcci e criteri valutativi. Cenni	34
7.2 Selezione di approcci e criteri di stima	35
SEZIONE II: PROCESSO DI VALUTAZIONE DEL RAMO D'AZIENDA	36
8. DESCRIZIONE DEI BENI OGGETTO DI STIMA: IL RAMO D'AZIENDA	36
8.1 Unità di valutazione	36
8.2 Inquadramento di approccio e criterio di stima adottati	36
8.2.1 Metodo misto patrimoniale-reddituale	36





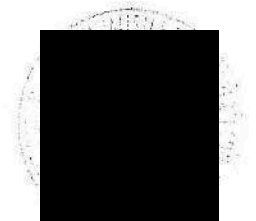
8.3	Sviluppo e i calcoli del metodo che esplicita la creazione di valore.....	38
8.4	Determinazione del patrimonio netto rettificato	39
8.4.1	Immobilizzazioni immateriali	39
8.4.2	Beni mobili strumentali	39
8.4.3	Giacenze di magazzino	41
8.4.4	Rapporti contrattuali, altri rapporti giuridici rilevanti, autorizzazioni varie e personale.....	41
8.5	Sintesi del valore del patrimonio netto rettificato	41
8.6	La determinazione dei flussi reddituali attesi.....	43
8.6.1	Premesse.....	43
8.6.2	I flussi reddituali attesi.....	43
8.7	Tassi ed altri parametri.....	48
8.8	Determinazione del valore.....	52
8.8.1	Il valore di mercato.....	52
8.8.2	Il valore di liquidazione forzata del Ramo d'azienda	52
SEZIONE III: GIUDIZIO DI VALORE.....		57
9	SINTESI VALUTATIVA.....	57





GLOSSARIO

CURATRICE	dott.ssa Fabiola Beltrami
[REDACTED] SOCIETÀ O PROCEDURA	[REDACTED] in Liquidazione Giudiziale
[REDACTED] AFFITTUARIA	[REDACTED] società cooperativa a r.l.
CONTRATTO, AFFITTO	Contratto di affitto d'azienda stipulato in data 25 settembre 2025 (Notaio [REDACTED] – Rep. 20158 – Racc. 16678) modificato in data 1° aprile 2026 (Notaio [REDACTED] – Rep. 20233 – Racc. 14792)
RELAZIONE PERIZIA	Relazione di stima del Ramo d'azienda di [REDACTED] S.r.l. in Liquidazione Giudiziale
PERITO SCRIVENTE	VALEBO Agnoli Zamboni associati, che qui interviene nella persona del dott. Nicola Agnoli
CCII	Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (D. Lgs. 12/01/2019 n. 14)
RAMO D'AZIENDA	Ramo d'azienda oggetto della valutazione
OIV	Organismo Italiano di Valutazione
PIV	Principi Italiani di Valutazione
IVS	International Valuation Standards
IVSC	International Valuation Standards Council
DATA DI RIFERIMENTO	31 marzo 2026
MANAGEMENT	[REDACTED] e dott. [REDACTED] di [REDACTED] società cooperativa a r.l.
CUNTA	Alessandro Cunta, perito incaricato dalla Procedura per la stima dei beni mobili
PERIZIA CUNTA	Relazione di stima dei beni strumentali compresi nel perimetro del Ramo d'azienda
CONTRATTO ESTIMATORIO	Contratto estimatorio stipulato da [REDACTED] con [REDACTED] società cooperativa a r.l. in data 25 settembre 2025 e modificato in data 26 marzo 2026





SEZIONE I: PRESUPPOSTI VALUTATIVI

1. INCARICO

1.1 Contenuti dell'incarico

VALEBO - Agnoli Zamboni Associati, associazione fra professionisti di *Valuation Advisory* con sede in Verona, [REDACTED] A. [REDACTED] codice fiscale e partita IVA [REDACTED] (anche "Perito" o "Scrivente"), che qui interviene nella persona del suo *partner* Nicola Agnoli - dottore commercialista, revisore legale e revisore della sostenibilità, dottore di ricerca in economia dell'intermediazione finanziaria, iscritto all'albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Udine al n. 674/A ed al Registro dei Revisori Legali al n. 137710 - è stata incaricata dalla Curatrice dott.ssa Fabiola Beltramini ("Curatrice") di redigere una relazione di stima ("Relazione" o "Perizia") del valore di liquidazione forzata del ramo d'azienda in esercizio ("Ramo d'azienda") di proprietà di [REDACTED] in Liquidazione Giudiziale ("Incarico").

[REDACTED] ha sede legale in Codroipo (UD), via Beano 10, numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Pordenone-Udine, codice fiscale e partita IVA [REDACTED] - REA [REDACTED] - e dal 14 ottobre 2025 è in liquidazione giudiziale ("Società", [REDACTED] o "Procedura").

Il quadro giuridico di riferimento della stima è di conseguenza costituito dal D. Lgs. 12 novembre 2019, n. 14, Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza ("CCII"), come più avanti descritto.

1.2 Identità del committente e dei destinatari

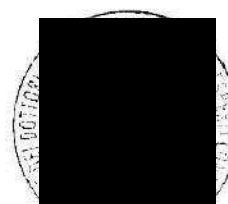
Committente della Relazione è la Procedura, che nella persona del Curatrice dott.ssa Beltramini ha conferito l'incarico di valutazione del Ramo d'azienda, come da autorizzazione del 1° aprile 2026 del Giudice Delegato dott.ssa Annalisa Barzazi.

Come desumibile dal contesto, sono inoltre destinatari della Relazione anche i potenziali acquirenti del Ramo d'azienda e – in via mediata – i creditori della Procedura.

1.3 Principi di valutazione adottati

Oltre alle previsioni del CCII, nello svolgimento dell'incarico è stato fatto riferimento a:

- Principi Italiani di Valutazione (PIV) emanati dall'Organismo Italiano di Valutazione (OIV), nella versione attualmente in vigore;
- *International Valuation Standards* (IVS) emanati dall'International Valuation Standards Council (IVSC) nella versione attualmente in vigore;
- *Discussion Paper* n. 1/2025, "La valutazione delle aziende in crisi" di OIV (gennaio 2025);
- *Linee Guida per la valutazione delle aziende in crisi* di CNDCEC e SIDREA (dicembre 2016);
- *Standard for distressed business valuation* emanati dall'Association of Insolvency & Restructuring Advisors (AIRA) (marzo 2014).





compatibilmente con la base informativa disponibile, la configurazione di valore ricercata e le finalità ed oggetto della stima.

1.4 Oggetto di valutazione. Cenni

L'oggetto della valutazione è costituito dal complesso aziendale di [REDACTED] attualmente in esercizio per l'attività di produzione e commercializzazione di chiusure lampo.

Il complesso aziendale è attualmente condotto in affitto da [REDACTED] società cooperativa a r.l. [REDACTED] o "Affittuaria"), a seguito di contratto stipulato il 25 settembre 2025 (Notaio [REDACTED] – Rep. 20158 – Racc. 16678), modificato in data 1° aprile 2026 (Notaio [REDACTED] Rep. 20233 – Racc. 14792) ("Contratto" o "Affitto") della durata di un anno, con tacito rinnovo annuale. Il 14 ottobre 2025 viene poi emessa la sentenza del Tribunale di Udine di apertura della liquidazione giudiziale di [REDACTED] (n. 37/2025).

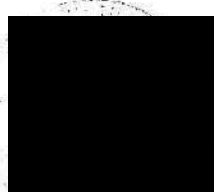
Il complesso aziendale è costituito, come da art. 1 del Contratto, da:

- a) *"tutti i beni mobili, le attrezzature, i macchinari, gli impianti e l'arredamento esistenti ed utilizzati per l'esercizio del complesso aziendale affittato, nel loro attuale stato di fatto e consistenza, che la parte affittuaria dichiara di conoscere ed accettare, avendone già preventivamente preso visione, omessa ogni eccezione e riserva; elementi tutti risultanti dall'inventario, redatto di comune accordo tra le parti e dalle stesse controfirmato, che dichiarano di ben conoscere ed accettare che si allega al presente atto sotto la lettera "B";*
- b) *tutte le autorizzazioni ad esercitare l'attività attualmente esistenti ed in genere tutti i diritti necessari o utili ai fini della gestione delle attività fino ad ora esercitate presso il ramo d'azienda affittato."*

Va inoltre considerato, secondo quanto previsto dall'articolo 3 del Contratto, il subentro nei soli seguenti contratti:

- *"del contratto di locazione di immobile commerciale, rogito Notaio [REDACTED] di Tricesimo (UD), sottoscritto in data 26.07.2024, rep.n. 123.041, racc.n. 27.681, registrato a Udine il 09.08.2024, al n. 15474, Serie 1T, riguardante l'uso del complesso industriale, con pertinenziale area scoperta, sito in Codroipo (UD), alla Via Beano n. 10, di proprietà della società [REDACTED] S.r.l.", con sede in Codroipo (UD) al Viale Mangiarotti n. 20, iscritta nel Registro delle Imprese di Pordenone-Udine, codice fiscale e partita Iva [REDACTED]*
- *dei contratti di lavoro subordinato con i lavoratori dipendenti come risultanti dall'elenco già allegato sotto la lettera "A", che saranno trasferiti all'affittuaria. [...];*
- *dei contratti stipulati per l'esercizio del ramo d'azienda relativi alle utenze energetiche (acqua, energia elettrica, telefonia, servizio internet) [...]."*

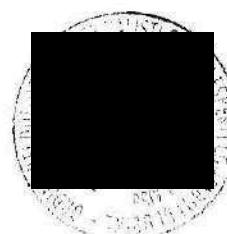
Risultano escluse dal perimetro di valutazione le giacenze di magazzino di proprietà di [REDACTED] che hanno costituito oggetto di contratto estimatorio ("Contratto Estimatorio") con [REDACTED] (stipulato il 25





settembre 2025 e successivamente modificato il 26 marzo 2026) in base al quale [REDACTED] ha facoltà di acquistare le giacenze di magazzino della Società in base alle proprie esigenze.

Le giacenze verranno cedute separatamente rispetto al Ramo d'azienda, secondo le modalità stabilite nel bando di cessione (si rinvia al paragrafo 3.3).





2 PROFILI PROFESSIONALI E CODICE ETICO

2.1 Esperto valutatore

Identità dell'esperto

VALEBO, associazione tra professionisti di *Valuation Advisory*, è tra le prime realtà a occuparsi esclusivamente di valutazioni strategiche d'azienda per imprenditori, organi di procedura, avvocati, commercialisti e consulenti d'impresa.

I suoi *partner* da oltre 15 anni si dedicano ad analisi del valore strategico di aziende e beni intangibili con professionalità, indipendenza e imparzialità di giudizio, in conformità agli *International Valuation Standards* (IVS) e ai Principi Italiani di Valutazione (PIV).

Il team VALEBO è formato da dottori di ricerca, dottori commercialisti e revisori legali tutti esperti di metrica del valore - ed opera nel Nord Italia e in particolare nel Triveneto. Si avvale anche del supporto di altre professionalità in una rete di rapporti consolidata.

Le competenze maturate hanno consentito, tra l'altro, al team VALEBO di contribuire in prima linea alla stesura dei Principi Italiani di Valutazione emanati dall'Organismo Italiano di Valutazione (OIV), alla redazione di altri documenti OIV mediante il coinvolgimento in vari diversi suoi gruppi di lavoro ed alla progettazione scientifica dei corsi in valutazione d'azienda organizzati dalla Scuola di Alta Formazione dei dottori commercialisti delle Tre Venezie (SAF Triveneta) in collaborazione con OIV e ASSIREVI.

Il *partner* principalmente coinvolto nella Perizia è il dott. Nicola Agnoli, coadiuvato da altri professionisti VALEBO.

Profilo professionale

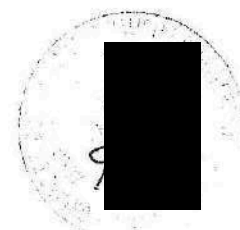
Si riporta in sintesi il *curriculum* del *partner* di riferimento dell'incarico:

dott. Nicola Agnoli:

- Dottore Commercialista e Revisore Legale e revisore della sostenibilità in Udine
- Dottore di Ricerca in Economia dell'Intermediazione finanziaria presso l'Università di Udine
- Componente della Commissione nazionale Valutazioni d'azienda del CNDCEC
- Componente del Comitato Scientifico della Scuola di Alta Formazione dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili delle Tre Venezie
- Componente dei Gruppi di lavoro dell'Organismo Italiano di Valutazione (OIV) in tema di "*Prospective Financial Information*" e "Revisione dei Principi Italiani di Valutazione (PIV)"
- Docente in corsi di specializzazione in valutazione d'azienda, relatore in convegni e autore di pubblicazioni su tematiche valutative

ultime Pubblicazioni VALEBO in materia di valore aziendale:

- *I nuovi PIV 2026: le principali novità*, Il Commercialista Veneto, n. 290/2026
- *La stima dell'indennizzo per le imprese balneari*, Il Commercialista Veneto, n. 289/2026
- *Come chiedere le informazioni sulla sostenibilità nelle valutazioni: Guidance for the business valuation professional*, Il Commercialista Veneto, n. 287/2025
- *La costruzione della base informativa per la valutazione dedicata ai fattori ESG*, Il Commercialista Veneto, n. 286/2025

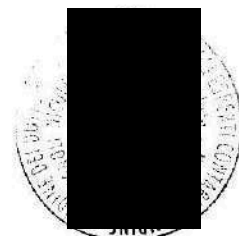




- *Fattori ESG e misurazione del valore aziendale*, Il Commercialista Veneto, n. 285/2025
- *Sostenibilità e valore aziendale*, Il Commercialista Veneto, n. 284/2025
- *Fattori Esg: rendicontazione, strategia e valore aziendale*, Modulo24 Bilancio e non financial reporting, n. 2025/1
- *Le stime in contesti di crisi*, Il Commercialista Veneto, n. 282/2024
- *Le valutazioni legali e la perizia di conferimento*, Il Commercialista Veneto, n. 281/2024
- *Criticità operative dei criteri che esplicitano la creazione di valore*, in Amministrazione e Finanza, inserto al n. 10/2024, IPSOA, Milano
- *I fattori ESG nella valutazione d'azienda: la costruzione della base informativa*, Documento di ricerca CNDCEC, agosto 2024, componenti gruppo di lavoro della Commissione Valutazioni d'azienda (N. Agnoli e M. Zamboni)
- *Come verificare se il piano previsionale è ragionevole per la valutazione*, il Commercialista Veneto, n. 280/2024
- *Criteri che esplicitano la creazione di valore: un'attenta analisi fondamentale è presupposto per un loro corretto utilizzo*, in Amministrazione e Finanza, n. 8-9/2024, IPSOA, Milano
- *Le fasi di un corretto processo di valutazione per i PIV*, Il Commercialista Veneto, n. 279/2024
- *Come impostare correttamente una valutazione d'azienda*, il Commercialista Veneto, n. 278/2024
- *Dai Principi Italiani di Valutazione (PIV) un aiuto concreto al valutatore*, Il Commercialista Veneto, n. 277/2024
- *Il valore terminale nella valutazione d'azienda: alcuni spunti di riflessione*, in Amministrazione e Finanza, n. 8-9/2023, IPSOA, Milano
- *Il valutatore e l'informazione prospettica delle PMI: alcune prime proposte operative*, in Rivista dei Dottori Commercialisti n. 01/2023
- *Valore aziendale: cosa ne dice l'AI?*, in Il commercialista Veneto, n. 272 marzo-aprile 2023
- *ChatGPT: lo abbiamo interrogato sul tema del "valore d'azienda"*, in AI4Business, marzo 2023
- *Valutare una azienda*, e-book, IPSOA, Milano, ottobre 2022
- *Rivalutazione partecipazioni: note sulla redazione della perizia in vista della scadenza del 15 novembre*, in Fisco e Tasse, ottobre 2022
- *Effetti del trasferimento dell'azienda da valutare nella composizione negoziata*, in Eutekne.info, gennaio 2022
- *Relazione di stima nella composizione negoziata con almeno tre sezioni*, in Eutekne.info, gennaio 2022
- *Nella Composizione Negoziata della Crisi stima di liquidazione del patrimonio utile all'Esperto*, in Eutekne.info, gennaio 2022
- *Nella Composizione Negoziata della Crisi l'esperto deve analizzare tre profili di rischio*, in Eutekne.info, dicembre 2021
- *Intelligenza artificiale e previsione delle crisi aziendali. Il primo standard definisce il framework di riferimento*, in Amministrazione e Finanza, n. 12/2021, IPSOA, Milano
- *Rischio di intervento da valutare per l'esperto nella composizione negoziata*, in Eutekne.info, novembre 2021
- *L'Organismo Italiano di Valutazione e i PIV*, capitolo di libro in S. Pozzoli, Valutazione d'azienda, IPSOA, Milano, ed. 2021
- *La stima di bitcoin nelle perizie di conferimento in società*, in Amministrazione e Finanza, n. 6/2021, IPSOA, Milano
- *La valutazione di cryptoattività nei conferimenti in società di capitali*, in Amministrazione e Finanza, n. 5/2021, IPSOA, Milano
- *Due criteri per le configurazioni di valore nella rivalutazione dei beni*, in Eutekne.info, marzo 2021
- *Relazione di stima opportuna per la rivalutazione dei beni di impresa*, in Eutekne.info, marzo 2021
- *Nomina dell'esperto valutatore nel Codice della crisi con profili di criticità*, in Eutekne.info, gennaio 2021
- *Relazione di stima condizionata dal sistema di vendita dei beni previsto dal CCII*, in Eutekne.info, gennaio 2021

ultime Docenze VALEBO in tema di valutazione d'azienda:

- *L'impostazione dell'architettura di stima*, in Corso di Alta formazione in Valutazione d'azienda, SAF Triveneta – Scuola di Alta Formazione delle Tre Venezie, maggio 2026
- *Bilancio e atti societari: guida pratica alle operazioni straordinarie*, Associazione Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili Tre Venezie e Comitato dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, aprile 2026
- *Valutazioni d'azienda con i PIV nelle operazioni straordinarie*, FOCUS del Triveneto, Associazione Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili Tre Venezie, marzo 2026
- *ESG e Valore aziendale*, in Corso di Alta formazione Il Commercialista consulente della sostenibilità, SAF Triveneta – Scuola di Alta Formazione delle Tre Venezie, novembre 2025
- *Valutazione ex art. 87, comma 1, lettera c), CCII*, in Valutare l'impresa in crisi, Convegno annuale 2025 APRI, Ferrara, novembre 2025

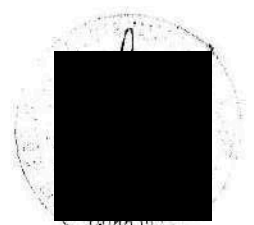




- *Le valutazioni comparative di mercato*, in corso Valutazione d'azienda, strumenti e tecniche per la professione, Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili con Fondazione Nazionale di Formazione dei Commercialisti ETS, novembre 2025
- *La valutazione d'azienda in contesti particolari*, Master del Triveneto, Associazione Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili Tre Venezie, maggio 2025
- *Bilanci d'esercizio & Operazioni straordinarie*, Associazione Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili Tre Venezie e Comitato dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, maggio 2025
- *Valutazioni per M&A e Codice Civile secondo i PIV*, FOCUS del Triveneto, Associazione Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili Tre Venezie, marzo 2025
- *La misurazione del valore aziendale e i fattori ESG*, in *Catturare i fattori ESG nel valore aziendale – Prime proposte operative per le PMI*, ODCEC Udine, Trento e Verona, ottobre-novembre 2024
- *ESG e Valore aziendale*, in Corso di Alta formazione Il Commercialista consulente della sostenibilità, SAF Triveneto – Scuola di Alta Formazione delle Tre Venezie, settembre e novembre 2024
- *Corso in Valutazioni d'azienda*, Laurea magistrale in Governance e amministrazione d'impresa, Università degli Studi di Verona, Dipartimento di Economia Aziendale, anno accademico 2023/2024
- *La fiscalità nelle valutazioni aziendali*, ODCEC Verona, aprile 2024
- *Principi Italiani di Valutazione e valutazione d'azienda*, in Master Start4Comm Triveneto - Scuola Tirocinanti Triveneto, Associazione Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili Tre Venezie, marzo 2024
- *La valutazione d'azienda con i PIV*, Master del Triveneto, Associazione Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili Tre Venezie, febbraio 2024
- *ESG e Valore aziendale*, in Corso di Alta formazione Il Commercialista consulente della sostenibilità, SAF Triveneto – Scuola di Alta Formazione delle Tre Venezie, maggio, giugno e novembre 2023
- *Valutazione d'azienda e Principi Italiani di Valutazione*, in Master Start4Comm Triveneto - Scuola Tirocinanti Triveneto, Associazione Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili Tre Venezie, marzo 2023
- *La valutazione d'azienda nelle procedure concorsuali e nell'Amministrazione Straordinaria*, in Corso di Alta formazione in Valutazione d'azienda, SAF Triveneto – Scuola di Alta Formazione delle Tre Venezie, gennaio 2023
- *Finanza, crisi d'impresa e valore*, in Corso di Alta formazione in Finanza d'impresa, SAF Triveneto – Scuola di Alta Formazione delle Tre Venezie, luglio 2022
- *LBO: dinamiche di valore, fonti di finanziamento e analisi dei flussi prospettici*, in Il ruolo del commercialista nella finanza d'impresa: vecchi e nuovi paradigmi, Congresso Nazionale UNGDCEC, Udine, aprile 2022
- *La stima della liquidazione del patrimonio*, in La Composizione Negoziata della Crisi d'impresa. Corso di Alta Formazione per la preparazione dell'Esperto, SAF Mediodadriatica, marzo 2022
- *Valutazione d'azienda e Principi Italiani di Valutazione*, in Master Start4Comm Triveneto – Scuola per i Commercialisti di domani, Associazione Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili Tre Venezie, marzo 2022
- *La valutazione delle Start-up*, in Corso Start-up, Fondazione Centro Studi Unione Nazionale Giovani Dottori Commercialisti e Esperti Contabili – UNGDCEC, dicembre 2021
- *La stima della liquidazione del patrimonio*, in L'esperto per la Composizione Negoziata della Crisi d'impresa. Percorso formativo ex DL 118/2021 e Decreto Dirigenziale 28/9/2021, SAF Triveneto – Scuola di Alta Formazione delle Tre Venezie e SAF Emilia Romagna, novembre 2021
- *La valutazione d'azienda nelle procedure concorsuali e nell'Amministrazione Straordinaria*, in Corso di Alta formazione in Valutazione d'azienda, SAF Triveneto – Scuola di Alta Formazione delle Tre Venezie, ottobre 2021
- *Le valutazioni delle PMI nell'M&A: Principi Italiani di Valutazione (PIV), valore di acquisizione delle PMI e fondi di investimento*, in Le valutazioni di PMI nei contesti di M&A e nelle operazioni sul capitale: problematiche di rilievo ed aspetti quali-quantitativi e di processo, Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Verona, webinar, maggio 2021
- *La valutazione d'azienda nelle operazioni straordinarie*, in Corso Operazioni straordinarie: nuove opportunità per il commercialista, SAF Triveneto – Scuola di Alta Formazione delle Tre Venezie, webinar, dicembre 2020
- *La valutazione d'azienda nelle procedure concorsuali e nell'Amministrazione Straordinaria*, in Corso di Alta formazione in Valutazione d'azienda, SAF Emilia Romagna – Scuola di Alta Formazione dell'Emilia Romagna, Modena, dicembre 2020
- *La valutazione d'azienda nelle procedure concorsuali e nell'Amministrazione Straordinaria*, in Corso di Alta formazione in Valutazione d'azienda, SAF Triveneto – Scuola di Alta Formazione delle Tre Venezie, Treviso, febbraio 2020

Incompatibilità e indipendenza

Il Perito dichiara:





- di essere consapevole dello scopo e della finalità della valutazione;
- che il compenso per il completamento dell'incarico non è stato sottoposto a condizionamenti relativi allo sviluppo o alla presentazione di valori predeterminati, né al raggiungimento di un risultato prestabilito, o al verificarsi di eventi successivi collegati all'utilizzo previsto della valutazione; né è stato quantificato in percentuale sul risultato della stima;
- che non esistono vincoli di natura di parentela e/o di affinità con i componenti degli organi di controllo e di amministrazione della Società e di [REDACTED];
- di non avere né avere mai avuto cariche sociali negli organi di amministrazione e di controllo della Società e di [REDACTED];
- di operare, pertanto, in qualità di esperto indipendente;
- di garantire la riservatezza delle informazioni di cui si verrà a conoscenza nell'espletamento dell'incarico.

Il Perito dichiara di soddisfare anche i requisiti previsti dai PIV per l'espletamento dell'attività valutativa quanto a:

- rispetto dell'etica professionale;
- oggettività nella ricerca e nell'acquisizione degli elementi informativi, nelle successive elaborazioni e nella trasmissione dei risultati;
- diligenza nello svolgimento delle diverse fasi del processo valutativo e nella verifica della sussistenza delle condizioni per poter svolgere correttamente il mandato;
- sussistenza della professionalità e competenza tecnica richieste e del livello delle conoscenze necessarie allo svolgimento dell'incarico.

Il Perito aderisce infine su base volontaria al "Codice dei principi etici del valutatore professionale"¹ emanato dall'*International Valuation Standards Council (IVSC)*².

¹ Il codice è stato tradotto in italiano in allegato ai PIV, pp. 361 e ss. Il testo originale in inglese è consultabile dal sito www.ivsc.org.

² Se ne richiamano i "Principi fondamentali" riportati al paragrafo 12:

È fondamentale per l'integrità del processo di valutazione che chi ne usufruisce sia fiducioso che il risultato finale è l'espressione di un valutatore dotato dell'esperienza, delle competenze e delle capacità di giudizio necessarie al compito, che opera con professionalità e con mente scevra da indebite influenze o da pregiudizi. Pertanto, un valutatore professionale dovrebbe aderire ai seguenti principi etici:

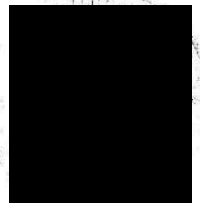
- a) *Integrità: essere diretto e onesto nei rapporti professionali;*
- b) *Obiettività: non permettere che un conflitto di interessi, o indebite influenze o un pregiudizio prevalgano su un giudizio professionale o tecnico;*
- c) *Competenza: mantenere la conoscenza tecnica e le competenze necessarie a garantire che un cliente o un datore di lavoro riceva un servizio basato sugli sviluppi più recenti delle pratiche professionali, della legislazione e delle tecniche di valutazione;*
- d) *Riservatezza: mantenere riservate le informazioni acquisite nell'ambito di un rapporto professionale o di lavoro e non rendere note le stesse a terzi senza la necessaria e specifica autorizzazione (salvo che non vi sia un diritto o un obbligo professionale o di legge a renderle note) e comunque a non usare le informazioni a beneficio personale del valutatore o di terzi;*
- e) *Condotta professionale: agire con diligenza e produrre lavori in maniera tempestiva e conformemente ai requisiti legali, tecnici e professionali del caso. Operare sempre nell'interesse pubblico e evitare atti che gettino discredito sulla professione".*





2.2 Altri specialisti ausiliari

Nell'ambito della valutazione del Ramo d'azienda, la Procedura ha incaricato Alessandro Cunta ("Cunta") della stima dei beni mobili strumentali. Cunta ha concluso le proprie attività in data 30 aprile 2026, come da sua relazione di stima ("Perizia Cunta").





3 CONTESTO ED OGGETTO DELLA VALUTAZIONE

Viene approfondito il contesto della stima, per definire un impianto valutativo coerente e poter così svolgere le attività del processo di valutazione richieste dall'Incarico.

3.1 Contesto giuridico della stima e principi di valutazione

3.1.1 Contesto giuridico

Il quadro giuridico di riferimento della valutazione è costituito dal CCII, in particolare dalle disposizioni relative alla liquidazione giudiziale.

La liquidazione giudiziale costituisce l'*extrema ratio* degli strumenti di risoluzione della crisi previsti dall'ordinamento: se ne ripercorrono le previsioni normative di maggior interesse ai fini della Relazione.

La liquidazione giudiziale

Ai sensi dell'art. 121, CCII *"Le disposizioni sulla liquidazione giudiziale si applicano agli imprenditori commerciali che non dimostrino il possesso congiunto dei requisiti di cui all'articolo 2, comma 1, lettera d), e che siano in stato di insolvenza"*; presupposto oggettivo è, quindi, lo stato di insolvenza che, ex art. 2, comma 1, lett. b), è *"lo stato del debitore che si manifesta con inadempimenti od altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni"*.

Secondo l'art. 142, comma 1, CCII *"La sentenza che dichiara aperta la liquidazione giudiziale priva dalla sua data il debitore dell'amministrazione e della disponibilità dei suoi beni esistenti alla data di apertura della liquidazione giudiziale"* e per il successivo art. 128, comma 1 *"Il curatore ha l'amministrazione del patrimonio compreso nella liquidazione giudiziale e compie tutte le operazioni della procedura sotto la vigilanza del giudice delegato e del comitato dei creditori, nell'ambito delle funzioni ad esso attribuite"*. Tra i principali effetti dell'apertura della liquidazione giudiziale dunque i seguenti:

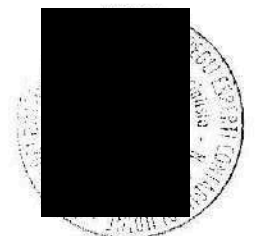
- il debitore è privato dell'amministrazione e delle disponibilità dei suoi beni;
- l'amministrazione dei beni è affidata al curatore, che è legittimato a compiere atti dispositivi del patrimonio destinato alla liquidazione giudiziale.

Con riguardo all'esercizio dell'impresa, ai sensi dell'art. 211 CCII *"L'apertura della liquidazione giudiziale non determina la cessazione dell'attività d'impresa quando ricorrono le condizioni di cui ai commi 2 e 3."*

Con la sentenza che dichiara aperta la liquidazione giudiziale, il tribunale autorizza il curatore a proseguire l'esercizio dell'impresa, anche limitatamente a specifici rami dell'azienda, purché la prosecuzione non arrechi pregiudizio ai creditori.

Successivamente, su proposta del curatore, il giudice delegato, previo parere favorevole del comitato dei creditori, autorizza, con decreto motivato, l'esercizio dell'impresa, anche limitatamente a specifici rami dell'azienda, fissandone la durata. [...]"

Requisiti per la prosecuzione dell'attività d'impresa sono che non sia reputata dannosa ai fini della soddisfazione dei creditori e l'ottenimento del parere favorevole del comitato dei creditori.





Quanto alla fase di liquidazione dell'attivo, l'art. 214, comma 1, CCII stabilisce che *"La liquidazione dei singoli beni ai sensi delle disposizioni del presente capo è disposta quando risulta prevedibile che la vendita dell'intero complesso aziendale, di suoi rami, di beni o rapporti giuridici individuabili in blocco non consenta una maggiore soddisfazione dei creditori."*

In seguito all'apertura della liquidazione giudiziale l'art. 213 CCII prevede che *"Entro sessanta giorni dalla redazione dell'inventario e in ogni caso non oltre centocinquanta giorni dalla sentenza dichiarativa dell'apertura della liquidazione giudiziale, il curatore predispone un programma di liquidazione e lo trasmette al giudice delegato ai fini di cui al comma 7. Il comitato dei creditori può proporre modifiche al programma presentato [...]"*

Il curatore, fermo quanto previsto dall'articolo 142, comma 3, e previa autorizzazione del comitato dei creditori, può rinunciare a liquidare uno o più beni, se l'attività di liquidazione appare manifestamente non conveniente. [...]"

Il programma è suddiviso in sezioni in cui sono indicati separatamente criteri e modalità della liquidazione dei beni immobili, della liquidazione degli altri beni e della riscossione dei crediti, con indicazione dei costi e dei presumibili tempi di realizzo. Nel programma sono, inoltre, indicati le azioni giudiziali di qualunque natura e il subentro nelle liti pendenti, con i costi per il primo grado di giudizio. Sono, altresì, indicati gli esiti delle liquidazioni già compiute.

Il programma indica gli atti necessari per la conservazione del valore dell'impresa, quali l'esercizio dell'impresa del debitore e l'affitto di azienda, ancorché relativi a singoli rami dell'azienda, nonché le modalità di cessione unitaria dell'azienda, di singoli rami, di beni o di rapporti giuridici individuabili in blocco.

Nel programma è indicato il termine entro il quale avrà inizio l'attività di liquidazione dell'attivo ed il termine del suo presumibile completamento. Entro otto mesi dall'apertura della procedura deve avere luogo il primo esperimento di vendita dei beni e devono iniziare le attività di recupero dei crediti, salvo che il giudice delegato, con decreto motivato, non ne autorizzi il differimento. [...]"

L'art. 212, comma 1 CCII dispone che *"Anche prima della presentazione del programma di liquidazione di cui all'articolo 213, su proposta del curatore, il giudice delegato, previo parere favorevole del comitato dei creditori, autorizza l'affitto dell'azienda del debitore a terzi, anche limitatamente a specifici rami, quando appaia utile al fine della più proficua vendita dell'azienda o di parti della stessa".*

In merito alla scelta tra **cessione atomistica dei beni e cessione dell'intera azienda**, l'art. 214, commi 1 e 2, CCII, statuisce che *"La liquidazione dei singoli beni ai sensi delle disposizioni del presente capo è disposta quando risulta prevedibile che la vendita dell'intero complesso aziendale, di suoi rami, di beni o rapporti giuridici individuabili in blocco non consenta una maggiore soddisfazione dei creditori.*

La vendita del complesso aziendale o di rami dello stesso è effettuata con le modalità di cui all'articolo 216, in conformità a quanto disposto dall'articolo 2556 del codice civile."





L'art. 216 CCII, dopo aver previsto al comma 1 la stima dei beni da parte di esperti nominati dal curatore, statuisce al successivo comma 2 che **"Le vendite e gli altri atti di liquidazione posti in essere in esecuzione del programma di liquidazione sono effettuati dal curatore o dal delegato alle vendite tramite procedure competitive, anche avvalendosi di soggetti specializzati, sulla base di stime effettuate ai sensi del comma 1, assicurando, con adeguate forme di pubblicità, la massima informazione e partecipazione degli interessati. Il curatore informa il giudice delegato dell'andamento delle attività di liquidazione nelle relazioni di cui all'articolo 130, comma 9. [...]".**

Ai sensi dei successivi commi 4 e 5 "Le vendite di cui ai commi 2 e 3 sono effettuate con modalità telematiche tramite il portale delle vendite pubbliche, salvo che tali modalità siano pregiudizievoli per gli interessi dei creditori o per il sollecito svolgimento della procedura.

Il curatore effettua la pubblicità, sul portale delle vendite pubbliche, dell'avviso contenente tutti i dati che possono interessare il pubblico o della ordinanza di vendita e di ogni altro atto o documento ritenuto utile e può ricorrere anche a ulteriori forme di pubblicità idonee ad assicurare la massima informazione e partecipazione degli interessati, da effettuarsi almeno trenta giorni prima della vendita. Il termine può essere ridotto, previa autorizzazione del giudice delegato, esclusivamente nei casi di assoluta urgenza."

3.1.2 Principi Italiani di Valutazione

I Principi Italiani di Valutazione (PIV) dedicano la loro parte terza alla stima delle aziende ma non prevedono una specifica sezione per le valutazioni in contesti di crisi. Si richiamano i principi più rilevanti per il caso di specie.

PIV III.1.8

La valutazione di un'entità aziendale può avvenire in base a due diversi presupposti: la continuità della gestione ("going concern") oppure la liquidazione. L'esperto deve precisare nella relazione di stima la prospettiva adottata.

PIV III.1.9

La valutazione di un'entità in liquidazione presuppone che l'entità aziendale cessi le proprie attività e che i suoi beni vengano ceduti singolarmente o in gruppi in relazione alle opportunità di mercato e alle esigenze di liquidazione. La prospettiva della liquidazione deve essere specificata nella relazione di stima.

PIV III.1.10

La liquidazione può essere "forzata" oppure "ordinaria": la liquidazione forzata si ha quando la prospettiva è una liquidazione nel più breve tempo possibile ragionevolmente possibile senza adeguata commercializzazione della/e attività (con il venditore in condizioni di massima debolezza contrattuale); la liquidazione "ordinaria" si ha quando la prospettiva è quella della liquidazione nel tempo che ragionevolmente consente il miglior realizzo dei beni da liquidare. Nella liquidazione ordinaria l'esperto assume che alla data di valutazione il tempo si sia già consumato.



**PIV III.1.12**

L'azienda, o il ramo d'azienda oggetto di valutazione, costituisce un complesso coordinato di beni, di rapporti giuridici, di risorse umane unito da una comune finalità economica e dalla capacità di generare un autonomo flusso di risultati. La presenza di queste condizioni deve essere verificata dall'esperto, se non risulta evidente dal contesto.

PIV III.1.18

L'esperto deve precisare le condizioni aziendali alle quali si riferisce la valutazione svolta, se ciò non risulta chiaro dal mandato o dal contesto.

Considerato il contesto di stima, ad integrazione di quanto previsto dai PIV si ritiene utile richiamare anche delle linee guida rilevanti al caso di specie presenti tratte dal *Discussion Paper* n. 1/2025 "La valutazione delle aziende in crisi" emanato da OIV:

Punto 95

Nell'ambito delle procedure l'Esperto è normalmente incaricato di stimare:

[...]

- c) *il valore di liquidazione forzata dell'azienda in continuità alla data corrente. Questo valore riflette il valore dell'azienda realizzabile in un processo di vendita competitivo (asta) e riflette oltre al rischio di ristrutturazione, anche il rischio di insuccesso della ristrutturazione stessa. In linea di principio il valore di liquidazione è ottenuto muovendo dal valore di mercato, ridotto dello sconto che la debolezza contrattuale del venditore, normalmente fa emergere nei processi di vendita forzata. Lo sconto è naturalmente funzione inversa dell'attrattività dell'azienda per i potenziali acquirenti. In linea di principio in assenza di un vero processo competitivo i partecipanti al mercato stentano a riconoscere nel prezzo qualunque sinergia (universale o speciale). Quando invece si verifica una competizione accesa il prezzo incorpora sinergie universali (molto più rari sono i casi in cui sono incorporate sinergie speciali);*

[...]

Punto 121

Questo Discussion Paper qualifica il valore di smobilizzo definito dal PIV I.6.7. con tre particolari tipologie di valori di liquidazione (ordinata, accelerata o forzata). In particolare:

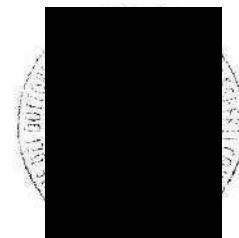
- a. **La liquidazione ordinata** assume che ciascuna attività sia ceduta separatamente con un ragionevole arco temporale di esposizione al mercato. Tale periodo è funzione di specifici fatti e circostanze e del tipo di attività che deve essere liquidata. La differenza fra valore di mercato e valore di smobilizzo in una liquidazione ordinata attiene al fatto che l'oggetto di valutazione nel caso di smobilizzo riguarda un'attività (o un ramo o un'azienda) di cui si è interrotto l'uso originario. Ciò è indice per i partecipanti al mercato della incapacità del venditore di garantire il massimo e migliore uso all'attività e nel caso di beni specializzati o viceversa non specializzati ma di cui esiste larga disponibilità di offerta sul mercato (come spesso accade nei casi in cui l'origine della crisi è di natura settoriale) può comportare uno sconto anche significativo rispetto al valore di mercato. Dunque, il valore di smobilizzo differisce dal valore di mercato per il fatto che è noto al compratore che il venditore non è in grado di utilizzare





adeguatamente l'attività.

- b. **La liquidazione accelerata (quick sale)** assume che ciascuna attività sia ceduta con un'esposizione al mercato inferiore a quella richiesta per una liquidazione ordinata. La vendita normalmente non avviene in forma d'asta pubblica, ma in forma di ricerca autonoma (o tramite intermediari) di controparti interessate. Talvolta è opportuno procedere alla cessione con urgenza di talune attività (più facilmente liquidabili), al fine di superare uno stato di illiquidità dell'impresa e consentire l'avvio di un piano di risanamento. In questi casi normalmente ci si riferisce ad un particolare caso di liquidazione che prende il nome di "liquidazione accelerata" (si tratta di una particolare forma di liquidazione che non è citata nei PIV). La differenza fra liquidazione accelerata e liquidazione forzata consiste nel fatto che nel caso della liquidazione accelerata la cessione non è obbligata (cioè significa che alla liquidazione accelerata vi sono alternative, mentre non ve ne sono per la liquidazione forzata). La differenza fra la liquidazione ordinata e la liquidazione accelerata attiene invece al fatto che nel caso di quest'ultima i tempi di cessione sono così ristretti da non consentire un'adeguata commercializzazione dell'attività.;
- c. **La liquidazione forzata** assume che ciascuna attività sia ceduta separatamente con adeguata pubblicità nell'ambito di una vendita obbligata che normalmente assume la forma d'asta. Nel commento al PIV I.6.7. è chiarito che: "In una liquidazione forzata i tempi di cessione sono così ristretti da non consentire un'adeguata commercializzazione dell'attività (cioè, non è dato un periodo sufficiente ai partecipanti al mercato per informarsi e assumere decisioni consapevoli di acquisto in relazione alla complessità dell'attività oggetto di valutazione). Inoltre, nella liquidazione forzata il venditore è obbligato a vendere e ciò lo pone in condizioni di debolezza contrattuale. Spesse volte la liquidazione forzata avviene tramite asta. Normalmente le cessioni tramite asta a seguito di liquidazioni forzate evidenziano significativi sconti rispetto alle vendite di beni comparabili realizzate sul libero mercato". Nel commento al PIV II.1.10 è inoltre indicato: "Il prezzo che può essere ottenuto da una liquidazione forzata dipende dalle ragioni per cui la cessione deve essere accelerata, senza un'adeguata commercializzazione. Il prezzo che il venditore accetterà in una liquidazione forzata riflette le peculiari circostanze che lo obbligano a vendere in tempi ristretti che sono diverse da quelle di un venditore motivato implicite nella definizione di valore di mercato. Il prezzo realizzabile in una vendita forzata ha solo incidentalmente una relazione con il valore di mercato o con qualsiasi altra configurazione di valore riportata in questi principi. Se è richiesta comunque una indicazione di prezzo realizzabile a seguito di una liquidazione forzata, l'esperto dovrà identificare le ragioni che impediscono al venditore di procedere ad una liquidazione ordinaria e le conseguenze del non poter disporre di un periodo adeguato di commercializzazione formulando appropriate ipotesi. La valutazione forzata deve anche considerare che normalmente si svolge in un contesto che vede il venditore obbligato a vendere ed in condizioni di debolezza contrattuale".





Punto 126

[...]

Quando la stima si fonda invece su criteri reddituali occorre adottare la prospettiva del partecipante al mercato (ossia della categoria di investitori che potenzialmente potrebbe essere interessata all'acquisto) sia per quanto riguarda i flussi di risultato sia per quanto riguarda il tasso di sconto. Con riguardo a quest'ultimo l'investitore in genere fa riferimento ad un tasso di rendimento minimo costruito applicando uno spread al costo del capitale stimabile sulla base del CAPM. Lo spread esprime il margine di sicurezza per l'investitore ed idealmente corrisponde al tasso che applicato al piano di ristrutturazione restituisce lo stesso valore che si potrebbe ottenere attualizzando al tasso CAPM il piano di ristrutturazione stressato;

[...]

3.2 Contesto economico-aziendale della stima

3.2.1 [REDACTED]

[REDACTED] è azienda italiana attiva nella produzione e commercializzazione di chiusure lampo di alta qualità. L'origine dell'azienda risale alla fondazione nel 1949 [REDACTED] e all'avvio della produzione di chiusure lampo. L'apertura dello stabilimento di Codroipo – sede di [REDACTED] – avviene quasi vent'anni dopo: nel 1967 inizia la costruzione dello stabilimento dedicato alla produzione di chiusure in spirale, con processo completamente integrato.

Negli anni successivi [REDACTED] è oggetto di acquisizione e nel 1996 di fusione per incorporazione in [REDACTED] Cucirini S.r.l., società attiva nella produzione di filati per uso domestico e industriale la cui origine risale al 1890.

Dal punto di vista industriale, lo stabilimento di Codroipo è stato oggetto di una riorganizzazione nel 1985 con il lancio di un ambizioso piano di investimenti focalizzato sulla nuova tecnologia "OPTI S". Ulteriore fase di investimenti e sviluppo viene avviata nel 1993, con l'obiettivo di aumentare la capacità produttiva; questo ha consentito di incrementare la quota di mercato nella produzione di chiusure lampo, soprattutto negli ambiti della calzatura e della pelletteria.

Dopo un periodo positivo di sviluppo, negli ultimi anni l'azienda – denominata [REDACTED] S.r.l. - risente delle conseguenze negative della pandemia e successivamente della crisi di alcuni segmenti di mercato. Nel 2023 la capogruppo [REDACTED] decide di cedere al fondo [REDACTED] SE & Co KGaA [REDACTED] il ramo di produzione delle chiusure lampo in Europa, composto sia dallo stabilimento di Codroipo sia da altri stabilimenti in altri Paesi europei.

Nel periodo di gestione del fondo l'azienda affronta varie criticità legate alle scelte gestionali implementate, tra cui assorbimento di risorse finanziarie e cessione e contestuale stipula di contratto di locazione dell'immobile; la gestione porta a una contrazione delle vendite anziché alla crescita e allo sviluppo aziendale.





Dopo meno di due anni, a luglio 2025 [REDACTED] cede [REDACTED] GmbH, [REDACTED] e [REDACTED] OÜ al fondo [REDACTED] Capital GmbH; ad agosto viene modificata la denominazione di [REDACTED] in [REDACTED] S.r.l..

La situazione aziendale non sembra migliorare e i timori e i dubbi del *management* italiano portano alla concessione in affitto dell'azienda a [REDACTED] come da Contratto; il 14 ottobre 2025 viene poi emessa la sentenza di apertura della liquidazione giudiziale di [REDACTED]

A partire da settembre 2025 l'attività è pertanto proseguita sotto la conduzione dell'Affittuaria che, nonostante alcune difficoltà iniziali, è riuscita a mantenere operatività aziendale, clientela e livelli di fatturato significativi e continuità delle forniture.

3.2.2 Il mercato e il settore di riferimento - cenni

Il mercato di riferimento di [REDACTED] è quello della calzatura, della pelletteria e dell'abbigliamento di lusso. Recenti analisi³ hanno evidenziato una previsione di leggera contrazione del mercato del lusso a livello globale nel 2025. Il segmento specifico dei *personal luxury goods* è passato da 364 miliardi di euro di vendite a livello globale nel 2024 a 358 nel 2025, con una contrazione di circa il 2%, dato che risente, però, dell'impatto negativo dell'andamento dei tassi di cambio; anche a livello europeo, il segmento dei *personal luxury goods* ha registrato nel 2025 un calo tra l'1% e il 3%. Focalizzando l'attenzione sulle specifiche categorie merceologiche trattate dalla Società, la calzatura e la pelletteria hanno registrato un calo importante tra il 5% e il 7%; le vendite di abbigliamento, invece, sono rimaste stabili nel 2025.

Nonostante le difficoltà del settore, le previsioni sono, però, di una crescita tra il 3% e il 5% nel 2026 e una crescita annua leggermente più sostenuta nei prossimi 10 anni. Alle dinamiche interne al mercato del lusso si aggiunge l'impatto negativo derivante dalla difficile situazione in Medio Oriente a causa del conflitto in Iran iniziato a febbraio 2026.

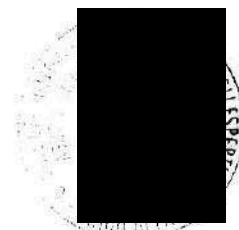
Il contesto competitivo in cui opera [REDACTED] è caratterizzato da pochi operatori a livello nazionale, cui è richiesta forte specializzazione e uno standard di qualità dei prodotti molto alto.

Gli accordi con la clientela non prevedono quantitativi minimi di fornitura e includono specifiche garanzie richieste al fornitore in merito, tra l'altro, allo standard qualitativo, alla produzione effettuata in Italia ("*made in Italy*"), al rispetto di parametri legati alla sostenibilità e al controllo della catena di subfornitura.

I clienti, quindi, procedono con gli ordini di fornitura sulla base delle loro esigenze e alle stagioni (primaverile-autunnale), con specifiche richieste di personalizzazione dei prodotti in termini di colori, materiali, etc. I tempi del mercato della moda dettati dal susseguirsi delle varie stagioni impongono, anche, una risposta molto rapida alle richieste della clientela.

Il rispetto degli standard viene verificato mediante apposite visite e controlli in azienda da parte dei clienti.

³ *Finding a New Longevity for Luxury*, Bain & company, 2026





[REDACTED] e le altre imprese del settore per garantire la qualità richiesta devono effettuare controlli "manuali" mediante il proprio personale dipendente, dato che i controlli automatizzati non sono sufficienti; al già difficile contesto di operatività, si aggiunge quindi un elevato rischio conseguente a eventuali errori di fornitura, con conseguenti responsabilità e richieste di risarcimento danni che potenzialmente possono essere molto rilevanti.

3.2.3 Il modello di business di [REDACTED]

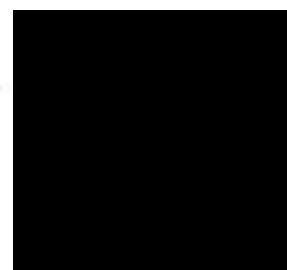
All'interno del contesto competitivo illustrato, [REDACTED] offre una gamma di prodotti altamente personalizzati e di qualità grazie ad un processo produttivo oramai consolidato - nonostante l'utilizzo di macchinari non recenti - e al *know how* acquisito dal personale dipendente anche nelle attività di manutenzione dei macchinari.

Gli altri punti di forza della Società sono:

- a) un rapporto qualità/prezzo della gamma di prodotti molto competitivo;
- b) le competenze sviluppate nel corso degli anni:
 - dal reparto R&D, che consentono di offrire ai clienti le personalizzazioni richieste, la flessibilità del processo produttivo e la rapidità e puntualità nelle forniture;
 - relative al controllo qualità, dove il *know-how* ha consentito di acquisire capacità elevate e di mantenere nel tempo uno standard di qualità dei prodotti;
 - nell'area commerciale, dove il direttore ha una profonda conoscenza del settore acquisita anche grazie alle precedenti esperienze manageriali in altre importanti aziende;
- c) la solida reputazione dell'azienda consolidata da oltre 50 anni di presenza nel settore ha consentito di mantenere la relazione di fiducia con la clientela nonostante i cambi di proprietà e denominazione degli ultimi anni;
- d) la produzione interamente *made in Italy*, condizione necessaria per fornire il segmento del lusso.

Va peraltro considerato che l'unicità del prodotto comporta alcuni svantaggi correlati al reperimento di materiali e di componenti specifici e all'apprezzamento della gamma offerta da parte della clientela. Anche la specificità del processo produttivo (e dei macchinari impiegati), pur consentendo una produzione personalizzata, presenta svantaggi legati a un'efficienza inferiore rispetto agli standard dei macchinari attuali e all'impossibilità di entrare in alcuni segmenti di mercato. Per raggiungere gli standard dei concorrenti, ampliare l'offerta ed essere in grado di soddisfare le ulteriori richieste del mercato sono quindi necessari investimenti in nuovi macchinari.

Ulteriori elementi di debolezza del modello di business sono legati alla concentrazione della clientela e alla necessità di sostenere degli investimenti iniziali legati alla specifica personalizzazione dei prodotti, anche a volte per forniture non in grado di garantire un integrale riassorbimento di tali costi.





Si segnala che è stata recentemente riorganizzata la rete commerciale, che è divenuta quasi totalmente interna all'azienda ed è formata da tre dipendenti coordinati dal direttore commerciale. Il ricorso ad agenti esterni viene, invece, limitato a finalità specifiche come l'ingresso in particolari segmenti di mercato. Sotto il profilo commerciale, va evidenziata l'assenza di un marchio aziendale riconosciuto che consentirebbe di accedere ad altri segmenti del mercato, come avveniva negli anni passati con l'utilizzo del marchio "Opti". Lo sviluppo e la promozione di un nuovo marchio potrebbe quindi consentire un incremento del fatturato.

In sintesi, circa il modello di *business* di [REDACTED] si concorda con il professor Massaro che nella relazione di verifica di congruità del canone d'affitto del Ramo d'azienda evidenzia come *"l'azienda abbia una proposta di valore fortemente concentrata sulle caratteristiche di prodotto [...] [con] una produzione circoscritta a specifiche categorie di prodotti e caratterizzata da macchinari e manodopera fortemente specializzati"*, oltre a presentare una discreta dipendenza da pochi grandi clienti.

3.2.4 Informazione storica e corrente

Le vicende societarie di [REDACTED] degli ultimi anni rendono i risultati storici conseguiti poco rappresentativi delle capacità reddituali del Ramo d'azienda e soprattutto delle sue potenzialità future; numerosi elementi hanno, infatti, condizionato negativamente le marginalità storiche come, ad esempio, le scelte dettate dall'appartenenze ad un gruppo internazionale o focalizzate più sulla necessità di una rapida remunerazione dell'investimento piuttosto che finalizzate allo sviluppo di medio-lungo periodo dell'azienda.

Si è quindi deciso di riportare solo i principali dati economici di alcuni ultimi anni per offrire un quadro della situazione economica storica.

	2024 pro forma	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
VALORE DELLA PRODUZIONE	7.682.535	8.777.428	12.668.212	12.467.452	9.555.964	15.227.694
Ricavi delle vendite	7.459.599	8.156.436	11.083.664	10.741.341	8.691.340	13.070.119
EBITDA	-2.815.672	-1.635.078	-690.863	-171.759	-923.641	35.813
<i>EBITDA/Vendite (%)</i>	-37,75	-18,08	-5,49	-1,39	-9,31	0,23
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	-2.995.715	-1.980.009	-1.086.582	-535.377	-1.335.171	-351.997
Totale Imposte sul reddito correnti, differite e anticipate	0	0	9.352	0	176.590	746.962
Utile Netto	-2.995.715	-1.980.009	-1.086.582	-535.377	-1.511.761	-1.098.959
Totale Attività	3.457.400	6.283.808	7.278.817	8.612.014	7.657.927	9.962.792
Patrimonio Netto	186.329	3.182.044	1.462.053	2.557.987	3.093.364	4.605.126
Dipendenti	105	114	125	135	140	146



	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014
VALORE DELLA PRODUZIONE	15.450.976	24.109.932	23.987.794	25.178.543	31.494.163
Ricavi delle vendite	13.097.544	22.396.252	22.815.530	24.062.981	30.185.688
EBITDA	231.627	444.135	-1.503.026	-1.851.580	2.006.923
EBITDA/Vendite (%)	1,51	1,83	-6,26	-7,28	6,40
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	-250.842	183.738	-1.876.401	-2.175.564	1.231.318
Totale Imposte sul reddito correnti, differite e anticipate	-679.622	-78.833	197.238	-679	694.021
Utile Netto	428.780	262.571	-2.073.639	-2.174.885	537.297
Totale Attività	10.333.414	11.657.098	12.725.051	13.679.480	18.231.404
Patrimonio Netto	5.704.085	3.675.304	3.412.733	5.486.373	7.661.258
Dipendenti	153	167	167	169	160

Dalle analisi condotte e dai colloqui avuti con il *management*, sono emersi i seguenti elementi relativi all'attuale situazione di [REDACTED]

Il Ramo d'azienda presenta uno squilibrio tra costi fissi e costi variabili legati principalmente alla presenza di personale di struttura in misura superiore rispetto alle necessità degli attuali volumi di fatturato. Le linee di intervento individuate dal *management* per migliorare la marginalità aziendale sono, innanzitutto, la crescita dei ricavi attraverso delle azioni strategiche già in atto (per ottenere un maggiore equilibrio dei costi fissi) oltre alla riduzione dei costi di produzione per la quale, però, sono necessarie analisi puntuali delle informazioni disponibili tramite il sistema informativo che alla data di valutazione non è ancora stato implementato completamente.

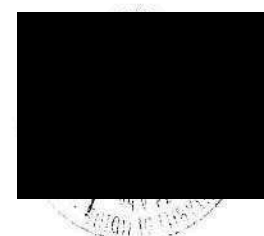
Un aspetto gestionale rilevante è la necessità di sostenere finanziariamente il capitale circolante netto (oltre ai necessari investimenti in nuovi macchinari) e in particolare a mantenere un ampio magazzino per far fronte in tempi rapidi alle richieste dei clienti, all'elevata personalizzazione dei prodotti e allo sbilanciamento importante tra tempi di pagamento dei fornitori (attualmente a circa 30 giorni) e tempi di incasso dai clienti (circa 90/120 giorni).

3.3 Descrizione dell'oggetto di stima: il Ramo d'azienda e il suo perimetro

L'oggetto della valutazione è il Ramo d'azienda - che costituisce anche l'unità di valutazione - concesso attualmente in affitto a [REDACTED]

Il complesso aziendale è costituito da

- beni materiali che comprendono: "tutti i beni mobili, le attrezzature, i macchinari, gli impianti e l'arredamento esistenti ed utilizzati per l'esercizio del complesso aziendale" (art. 1 del contratto d'affitto, come dettagliatamente riportati nell'allegato B del contratto). I beni sono stati oggetto di analisi e di valutazione da parte di Cunta, incaricato dalla Procedura. Si tratta, come illustrato





nella relazione dello stimatore, di macchinari per la produzione e l'assemblaggio di chiusure lampo, oltre ad arredi e attrezzature; si riportano, a titolo esemplificativo, i principali macchinari specifici con indicazione dell'anno o periodo di produzione:

- telai del reparto di tessitura (anni '80);
 - macchine di tintura (anni '70 - 2000);
 - stiratrici e bobinatrici (anni '80 - 2000);
 - tintometro (anni '90);
 - macchine automatiche e semiautomatiche per il finissaggio (anni '80 - '90);
 - macchine Rotover, sgrassatrici e cabine del reparto verniciatura (anni '70);
 - macchine trancia (anni '90) e attacca dentini (2000-2015) del reparto metallo;
 - macchine dell'officina (anni '90) e centro di lavoro (2010);
- b) beni immateriali compresi nel Ramo d'azienda includono *"tutte le autorizzazioni ad esercitare l'attività attualmente esistenti ed in genere tutti i diritti necessari o utili ai fini della gestione delle attività fino ad ora esercitate presso il ramo d'azienda affittato."* (art. 1 del contratto d'affitto);
- c) subentro nel *"contratto di locazione di immobile commerciale, rogito Notaio [REDACTED] di Tricesimo (UD), sottoscritto in data 26.07.2024, rep.n. 123.041, racc.n. 27.681, registrato a Udine il 09.08.2024, al n. 15474, Serie 1T, riguardante l'uso del complesso industriale, con pertinenziale area scoperta, sito in Codroipo (UD), alla Via Beano n. 10, di proprietà della società [REDACTED] S.r.l.", con sede in Codroipo (UD) al Viale Mangiarotti n. 20, iscritta nel Registro delle Imprese di Pordenone-Udine, codice fiscale e partita Iva [REDACTED]* (art. 3 del contratto d'affitto);
- d) subentro nei *"contratti di lavoro subordinato con i lavoratori dipendenti"* (art. 3 del contratto d'affitto come dettagliatamente riportati nell'allegato A del contratto);
- e) subentro nei *"contratti stipulati per l'esercizio del ramo d'azienda relativi alle utenze energetiche (acqua, energia elettrica, telefonia, servizio internet)"* (art. 3 del contratto d'affitto).

Risultano invece esclusi dal perimetro del Ramo d'azienda:

- il subentro nei contratti, ad esclusione di quelli riportati precedentemente;
- eventuali garanzie prestate da [REDACTED] a terzi;
- i debiti e i crediti facenti capo a [REDACTED] relativi al Ramo d'azienda oltre che tutti i crediti e i debiti sorti nel corso del contratto di affitto che rimarranno, rispettivamente, a vantaggio e a carico dell'Affittuaria;
- eventuali beni di proprietà dell'affittuaria [REDACTED] utilizzati nella gestione del Ramo d'azienda, ma che, in base al contratto d'affitto, rimangono di proprietà dell'affittuaria;
- le giacenze di magazzino di proprietà di [REDACTED] ed attualmente oggetto del Contratto Estimatorio con l'Affittuaria che saranno cedute separatamente rispetto al Ramo d'azienda con le modalità che saranno stabilite nel bando di cessione;



- le disponibilità liquide.

Un'analisi più approfondita degli elementi patrimoniali attivi e passivi del Ramo d'azienda è condotta nei capitoli successivi.

La valutazione del Ramo d'azienda presuppone da ultimo l'assenza di eventuali riflessi economici e patrimoniali derivanti dalla eventuale regolazione delle differenze attive e passive relative al Ramo d'azienda in affitto al momento della sua eventuale restituzione alla Procedura prima della cessione.

3.4 Caratteristiche giuridiche ed economico-aziendali dell'oggetto di valutazione

Oggetto di stima è il Ramo d'azienda, destinato all'alienazione ai sensi degli artt. 214 e 216 CCII. Dal punto di vista giuridico l'art. 2555 Codice Civile identifica l'azienda come *"il complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa"*.

Azienda ed impresa costituiscono facce della medesima medaglia, un'unitarietà da scomporre nell'attività - l'impresa - e nell'apparato strumentale necessario per il suo svolgimento - l'azienda. Il complesso di beni organizzati proprio della nozione civilistica di azienda è pertanto costituito da una pluralità teleologicamente unificata di beni che rimangono distinti, seppur convergenti, e mantengono la loro individualità. Al di fuori di tale eventualità il loro collegamento viene meno e non rimane che una molteplicità di beni separati. L'azienda costituisce, dunque, il momento oggettivo dell'attività economica.

L'art. 2555 Codice Civile non richiede inoltre quale condizione necessaria per identificare un'azienda l'esercizio passato od attuale dell'impresa da parte del complesso di beni, bensì solamente l'attitudine ad esercitarla.

Per il legislatore l'organizzazione di più beni pronti a funzionare al fine dell'avvio di una nuova iniziativa imprenditoriale è sufficiente a configurare un'azienda, anche se gli impianti produttivi non sono attivi o non lo sono mai stati.

Sotto il profilo giuridico l'oggetto della valutazione può essere considerato un ramo d'azienda.

Quanto alla sua **dimensione economico-aziendale e valutativa**, da considerare con particolare attenzione in generale nella definizione dell'impianto di stima, va ricordato innanzitutto che per la dottrina aziendalistica la dinamicità costituisce requisito essenziale di ogni azienda, le cui operazioni danno vita ad una fitta rete di interazioni spazio temporali e di rapporti di causa ed effetto che le lega reciprocamente e che impone di considerare l'attività aziendale solo nella sua indissolubile unitarietà, in quanto ogni operazione economica trova la sua ragione d'essere nel collegamento con le altre.

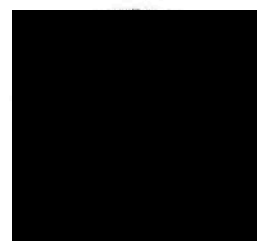
Secondo i **Principi Italiani di Valutazione (PIV)** un'azienda - o un ramo d'azienda - consiste poi in un *"complesso coordinato di beni, di rapporti giuridici, di risorse umane unito da una comune finalità economica e dalla capacità di generare un autonomo flusso di risultati"* (principio III.1.12).

È quindi necessario verificare se l'insieme di beni compresi nel perimetro di valutazione sono capaci di generare un flusso reddituale autonomo.

Il Ramo d'azienda alla data di riferimento della stima è **in esercizio**, condotto in affitto da [REDACTED]



Va precisato che ai fini valutativi la prospettiva del *going concern* può essere assunta anche nell'ipotesi in cui il soggetto giuridico sia in liquidazione ai sensi di legge, qualora l'azienda o il ramo d'azienda possa operare in funzionamento quando "estrapolata" dal soggetto giuridico in liquidazione cui "appartiene". Inoltre, la prospettiva di *going concern* rappresenta un presupposto della valutazione e non è compito dell'esperto accertare l'applicabilità in concreto di tale presupposto (il rischio di non continuità è stato in ogni caso considerato dallo Scrivente nell'ambito delle modalità di trattamento del rischio di valutazione). Come sotto il profilo giuridico, anche secondo le prospettive economico aziendale e dei PIV il complesso aziendale oggetto di valutazione costituisce quindi un ramo d'azienda.





4 ARCHITETTURA DELL'IMPIANTO VALUTATIVO

Si illustrano le scelte fondamentali adottate nella costruzione dell'impianto di valutazione, condizionate da tutto quanto in precedenza illustrato.

Le scelte sono state effettuate in considerazione del contesto giuridico ed economico aziendale della stima, dei Principi Italiani di Valutazione ("PIV") e degli *International Valuation Standards* ("IVS") e guidano l'intero processo di valutazione.

4.1 Finalità della valutazione

La valutazione è condotta a supporto della Curatrice per procedere all'alienazione del complesso aziendale in esercizio ai sensi degli artt. 214 e 216 CCII.

4.2 Unità di valutazione

Oggetto di stima è il Ramo d'azienda in esercizio il cui perimetro è definito dal Contratto.

L'unità di valutazione adottata è il Ramo d'azienda stesso.

4.3 Presupposto della valutazione

La valutazione di un'azienda può essere condotta in base a due diversi presupposti - la continuità di gestione o la liquidazione - e la loro adozione non deve costituire oggetto di accertamento da parte dell'esperto, salvo il caso in cui sia richiesto da specifiche norme (PIV III.1.8).

Nel caso specifico il presupposto della stima è la continuità di gestione del Ramo d'azienda.

4.4 Configurazione di valore

Tra le configurazioni di valore previste dai PIV, considerato il contesto di valutazione per la stima della Ramo d'azienda si adotta il **valore di liquidazione forzata**.

Questa configurazione di valore rappresenta un particolare valore di smobilizzo, ovvero un prezzo fattibile in condizioni non ordinarie di chiusura del ciclo di investimento in cui il venditore è obbligato a vendere, in una posizione quindi di debolezza negoziale.

La liquidazione forzata prevede tempi ristretti di cessione che non consentono un adeguato periodo di commercializzazione (ai partecipanti al mercato non viene quindi concesso tempo sufficiente ad informarsi e assumere decisioni consapevoli di acquisto in relazione alla complessità dell'attività oggetto di valutazione). Normalmente le liquidazioni forzate presuppongono cessioni tramite procedura d'asta, con il manifestarsi di sconti anche significativi rispetto a vendite di beni comparabili realizzate sul libero mercato.

Il commento al PIV III.1.10 indica che il prezzo ottenibile da una liquidazione forzata dipende dalle ragioni per cui la cessione deve essere accelerata e "[...] ha solo incidentalmente una relazione con il valore di mercato o con qualsiasi altra configurazione di valore riportata in questi principi. Se è richiesta comunque una indicazione di prezzo realizzabile a seguito di una liquidazione forzata, l'esperto dovrà identificare le ragioni che impediscono al venditore di procedere ad una liquidazione ordinaria e le conseguenze del non





poter disporre di un periodo adeguato di commercializzazione formulando appropriate ipotesi. La valutazione forzata deve anche considerare che normalmente si svolge in un contesto che vede il venditore obbligato a vendere ed in condizioni di debolezza contrattuale".

Il valore ricercato del Ramo d'azienda, nella prospettiva della liquidazione forzata, non è quindi il suo valore di mercato - ovvero un prezzo al quale verosimilmente potrebbe essere negoziata dopo un appropriato periodo di commercializzazione fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (PIV I.6.3) - bensì un prezzo che deve riflettere la debolezza contrattuale della Procedura, obbligata a vendere in tempi molto ristretti e secondo le previsioni del CCII.

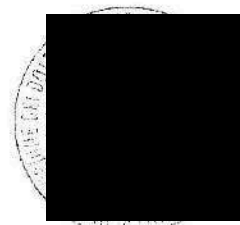
Il valore di smobilizzo in liquidazione forzata, in quanto exit price, deve riflettere la prospettiva dei partecipanti al mercato. Tuttavia, anche in presenza di procedure competitive ad evidenza pubblica, con ampia diffusione informativa e apertura al maggior numero possibile di potenziali acquirenti, la formazione del prezzo risente inevitabilmente delle condizioni *distressed* della cessione, ed in particolare della debolezza contrattuale del venditore, della compressione dei tempi di realizzo e della limitata contendibilità competitiva dell'asset rispetto ad una transazione ordinaria di mercato.

Si evidenzia che gli IVS non identificano una specifica configurazione di valore (*basis of value*) per le liquidazioni forzate. La liquidazione forzata, infatti, è considerata semplicemente una prospettiva particolare di valutazione (*premise of value*) che definisce un peculiare contesto valutativo.

Quando poi l'ambito è quello di una procedura concorsuale, va anche considerato che la modalità di cessione, soggetta a specifici vincoli giuridici, è complessa e rigida e solitamente:

- non consente un adeguato periodo di *due diligence* (per realtà complesse occorrono tempi molto lunghi con costi rilevanti), il che limita le informazioni disponibili per un potenziale acquirente che non risulta così in grado di conoscere il reale stato delle attività d'impresa;
- non prevede generalmente alcuna garanzia a favore dell'acquirente su contenziosi presenti o futuri, passività potenziali, danni ambientali, ecc, e così trasferisce in capo all'acquirente il rischio che le passività possano risultare superiori al loro valore nella stima;
- può prevedere vincoli sul mantenimento di livelli occupazionali e di investimenti o sul luogo della sede dell'impresa;
- il corrispettivo di acquisto deve essere regolato all'atto di cessione, senza possibilità di prevedere dilazioni o altre modalità quali acquisti per carta (*merger*) o misti;
- non vengono per lo più previsti meccanismi di aggiustamento prezzo (se non a volte quello delle variazioni della PFN) in base al raggiungimento di obiettivi futuri (ad esempio le cd. clausole di *earnout*).

In ogni caso, per determinare il valore di liquidazione forzata una volta determinato il valore di mercato del bene oggetto di stima è necessario:





- individuare le condizioni violate per la formazione del valore di mercato pieno;
- i condizionamenti derivanti dalla procedura di vendita del bene;
- le caratteristiche del bene (fungibilità, qualità del bene intesa come capacità di reddito autonoma e lo stato del bene);
- i partecipanti al mercato e le loro motivazioni all'acquisto.

Tutte queste caratteristiche saranno considerate declinandole con un'analisi multifattoriale condotta considerando il loro peso specifico.

4.5 Prospettiva della valutazione

La prospettiva di valutazione della stima, che varia in funzione della configurazione di valore ricercata, viene individuata nel caso specifico in quella degli operatori partecipanti al mercato, tenuto conto della particolare condizione del venditore in liquidazione giudiziale.

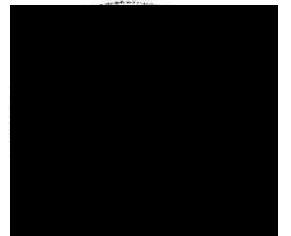
4.6 Data di riferimento della valutazione

In accordo con la Curatrice è stata assunta quale **data di riferimento della stima il 31 marzo 2026**.

4.7 Data della relazione

La raccolta degli elementi qualitativi e quantitativi utili alla valutazione, con conseguente redazione della Relazione, è avvenuta nei mesi di aprile e maggio 2026.

La Relazione considera le informazioni disponibili sino al 22 maggio 2026.





5 PRESUPPOSTI, IPOTESI, LIMITAZIONI E RICHIAMI DI INFORMATIVA

Le conclusioni della Relazione vanno interpretate alla luce delle finalità della stima, del suo contesto illustrato al capitolo 3 e delle ipotesi e limitazioni che seguono.

5.1 Presupposti ed ipotesi della valutazione

Si riassumono i principali presupposti e le ipotesi più rilevanti adottati nella valutazione del Ramo d'azienda, cui si sommano quelli eventualmente indicati nella sua perizia dallo specialista ausiliare incaricato dalla Procedura di cui al paragrafo 2.2.

La determinazione del valore del Ramo d'azienda presuppone:

- un perimetro definito come da Contratto;
- la piena *compliance* del Ramo d'azienda alla normativa vigente. Lo Scrivente non tratta in questa Relazione e non assume alcuna responsabilità per aspetti di natura tecnica, fiscale, legale e di natura autorizzatoria inerenti lo svolgimento dell'attività così come per altri ambiti che richiedono competenze tecniche specialistiche;
- la continuità dell'attività del Ramo d'azienda negli stabilimenti attuali;
- l'assenza di passività attuali o potenziali;
- l'assenza di gravami di qualsivoglia natura sugli elementi compresi nel perimetro del Ramo d'azienda, eccettuati quelli eventualmente indicati direttamente dallo specialista ausiliare o dalla Curatrice;
- l'adozione della stima relativa ai beni strumentali effettuata dallo specialista ausiliare, previa condivisione delle finalità della stima, della configurazione di valore e degli altri elementi dell'architettura dell'impianto valutativo;
- l'assenza di eventuali riflessi economici e patrimoniali derivanti dalla regolazione delle eventuali differenze attive e passive relative al Ramo d'azienda in affitto al momento della sua eventuale restituzione alla Procedura prima della cessione.

5.2 Limitazioni della valutazione

Sono riepilogate le principali limitazioni della valutazione:

- la stima è stata condotta alla luce di elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili alla data di redazione della Relazione. Non considera il possibile futuro verificarsi di eventi o circostanze a carattere straordinario e imprevedibile, quali a titolo esemplificativo mutamenti nella normativa di settore o tributaria vigente o negli scenari politici e sociali;
- la determinazione del valore del Ramo d'azienda, che si basa sulle informazioni fornite dalla Curatrice e dal *management* ed acquisite presso altre fonti terze, è valida unicamente per lo specifico scopo e con data di riferimento il 31 marzo 2026;
- non sono state effettuate:





- una verifica dedicata dell'adeguatezza dei sistemi di controllo interno, a conferma della correttezza delle rilevazioni contabili e della effettiva consistenza delle poste patrimoniali attive e passive;
 - attività di verifica sui titoli di proprietà dei beni e sull'esistenza di gravami oltre a quelle condotte dallo specialista ausiliare incaricato dalla Procedura, né specifici accertamenti volti a valutare l'eventuale sussistenza di passività potenziali di qualsivoglia natura;
 - la puntuale ricostruzione della correlazione tra singoli beni materiali, così come individuati e valutati nella sua perizia dall'altro esperto, *item* del libro cespiti e voci dell'attivo immobilizzato risultanti dalle scritture contabili.
- lo Scrivente:
- non garantisce in alcun modo la conseguibilità dei risultati futuri del Ramo d'azienda indicati nella presente Relazione dato che di frequente eventi e circostanze non si verificano come da attese e gli scostamenti tra valori consuntivi e valori preventivati potrebbero pertanto essere significativi;
 - il giudizio di valore si fonda sul presupposto che il Ramo d'azienda raggiunga nelle prospettate tempistiche i risultati riflessi nell'informazione prospettica coerentemente con le ipotesi sottostanti. L'informazione prospettica, essendo basata su ipotesi di eventi futuri, è caratterizzata da connaturati elementi di soggettività ed incertezza e, in particolare, dal rischio che eventi preventivati ed azioni dai quali essi traggono origine possano non verificarsi ovvero possano verificarsi in misura e in tempi diversi da quelli prospettati, mentre potrebbero verificarsi eventi ed azioni non prevedibili al tempo della loro preparazione: gli scostamenti tra valori consuntivi e valori preventivati potrebbero pertanto essere significativi;
 - non assume alcuna responsabilità per eventi e/o circostanze verificatisi dopo la data del suo intervento presso [REDACTED];
 - fonda il giudizio di valore sul complesso delle informazioni disponibili e delle considerazioni effettuate. La Relazione è pertanto da intendersi documento unitario, finalizzato esclusivamente alla determinazione del valore di liquidazione forzata del Ramo d'azienda ai fini di una sua cessione nell'ambito della Procedura e le sue parti non possono essere utilizzate separatamente. La presente Relazione non può pertanto essere utilizzata per finalità diverse da quelle dell'incarico affidato a VALEBO.

5.3 Richiami di informativa

Per una maggiore chiarezza e una migliore comprensione del giudizio di valore formulato si segnalano alcune situazioni che possono influenzarlo in misura significativa:

- l'eventuale indisponibilità degli immobili in locazione adibiti a stabilimento e il conseguente trasferimento dell'attività in altri luoghi;

