



- il venir meno del presupposto della continuità aziendale del Ramo d'azienda, evento che comporterebbe necessariamente la ridefinizione dell'impianto valutativo.





6 BASE INFORMATIVA

6.1 Dati e informazioni

Sono stati acquisiti la documentazione occorrenti allo svolgimento dell'incarico, pur con i limiti connessi allo stato di liquidazione giudiziale delle società ed ottenendo informazioni e chiarimenti dalla Curatrice.

Principali referenti del perito sono stati la Curatrice - dott.ssa Fabiola Beltramini - [REDACTED] e il dott. [REDACTED] di [REDACTED]

Per la formulazione del giudizio di valore sono state inoltre assunti da *data providers* specializzati, *equity analyst research* e fonti istituzionali pubbliche:

- dati macroeconomici;
- dati di settore e mercato;
- informazioni relative a società quotate comparabili;
- bilanci di società comparabili;
- parametri finanziari e valutativi.

Di seguito un elenco, non esaustivo, delle principali fonti utilizzate ai fini delle analisi:

	anno
Bilancio di esercizio	31 dicembre 2021
Bilancio di esercizio	31 dicembre 2022
Bilancio di esercizio	31 dicembre 2023
Bilancio di esercizio (non depositato)	31 dicembre 2024
Contratto di affitto d'azienda del 25/9/2025	2025
Modifica del Contratto di affitto d'azienda del 1/4/2026	2026
Verifica di congruità canone di affitto del ramo aziendale – prof. Massaro	2025
Contratto di locazione immobile commerciale 26/7/2024	2024
Stato analitico ed estimativo delle attività al 30/9/2025	2025
Note sulla situazione infrannuale al 30/9/2025	2025
Relazione tecnica - ing. [REDACTED]	2025
Relazione di valutazione dei beni – Alessandro Cunta	2026
Visura ordinaria e storica	

6.2 Limitazioni

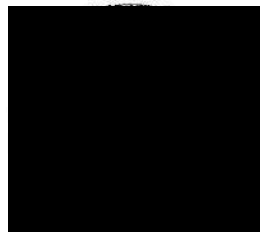
Per quanto concerne le informazioni di fonte interna si segnala che:

- tutti i dati, i documenti le informazioni a supporto quali/quantitativo della Relazione sono stati forniti dalla Curatrice, che per quanto gli è possibile ne ha garantito la correttezza e veridicità. Lo Scrivente ha assunto tali dati, seppure con spirito critico, nel presupposto che essi riflettano e rappresentino le effettive condizioni del Ramo d'azienda ed i loro risultati nei rispettivi periodi di riferimento;



- il Perito non ha effettuato alcuna attività di verifica, di revisione né di *audit* dei dati ed elaborati messi a sua disposizione, né ha concorso a predisporre le informazioni patrimoniali, economiche e finanziarie storiche e correnti utilizzate. Pur effettuando la valutazione con l'adozione di ogni necessaria precauzione per un'attenta valutazione di tali dati e documenti e delle informazioni ottenute, lo Scrivente non esprime alcuna *audit opinion* né rilascia assicurazioni di alcun tipo. Ogni eventuale procedura di controllo svolta non può essere considerata attività di revisione contabile come definita dagli statuiti principi di revisione generalmente accettati, né un esame dei controlli interni o altre procedure di verifica dei bilanci d'esercizio e delle situazioni contabili utilizzate ai fini della stima, di specifici elementi, conti o voci aggregate, o informazioni degli stessi, dei dati previsionali e prospettici, nonché analisi del sistema di controllo interno aziendale.

Con riguardo all'acquisizione di informazioni di fonte esterna, anche di natura statistica, da *data provider* specializzati, *equity analyst research* e fonti istituzionali pubbliche, non sono state condotte specifiche attività di verifica della loro correttezza, provenendo da fonti ritenute generalmente attendibili.





7 APPROCCI E I CRITERI DI VALUTAZIONE

7.1 Approcci e criteri valutativi. Cenni

Il valore di una azienda non è una quantità economica oggettivamente determinabile, con univoco riscontro in movimenti monetari e numerari e neppure una quantità stimata; quindi, una grandezza obiettivamente determinabile che nella sua misurazione necessita comunque di attente previsioni. È invece una quantità astratta – o congetturabile – che presenta criteri di formazione soggettivi e costituisce espressione di previsioni, ipotesi, giudizi e stime non predeterminabili mediante l'impiego di formule fisse.

Tale quantità non deriva dunque da un fenomeno oggettivamente determinabile in termini monetari bensì è il risultato di un processo di valutazione fondamentalmente caratterizzato dalla relatività.

Dalla definizione di capitale economico propria della dottrina economico aziendale italiana - secondo cui consiste nel valore attribuibile all'azienda quale bene unitario in grado di produrre redditi in futuro - discende che le metodologie di stima del valore di una azienda devono essere in primo luogo fondate sull'attualizzazione dei flussi attesi, in senso lato, conseguibili dall'azienda da valutare. Flussi attesi che potranno trovare diversa espressione e rappresentazione a seconda, tra l'altro, delle caratteristiche dell'impresa e dei suoi processi aziendali.

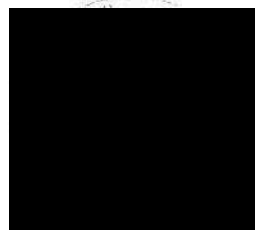
Pur essendo i soli razionali – perché coerenti con la nozione di capitale economico - ed universali – perché di condivisa applicazione in ambito nazionale e internazionale ed utilizzabili per tutte le finalità proprie delle valutazioni aziendali - i metodi fondati sull'attualizzazione dei flussi tuttavia possono talvolta rivelarsi di complessa applicazione per le difficoltà insite sia nella formulazione delle previsioni in ordine ai ritorni economico-finanziari che si prevede l'impresa sarà in grado di generare, sia nella scelta dei parametri che concorrono a formare il tasso di attualizzazione.

Quando tali difficoltà privano l'applicazione dei criteri fondati sui flussi dei connotati di razionalità, obiettività e generalità, intese nel significato loro attribuito dalla dottrina prevalente, la prassi valutativa suggerisce l'applicazione di approcci alternativi.

Ne consegue l'utilizzo di metodiche che, ad esempio, fondano la determinazione del valore del capitale sul patrimonio aziendale, considerandolo assieme alla componente reddituale in termini di creazione di valore, o adottano parametri di mercato.

Tra i diversi approcci valutativi, i principali criteri riconosciuti dagli *standard setter* nazionali e internazionali sono i seguenti, declinabili in molteplici versioni applicative:

- criteri finanziari;
- criteri reddituali;
- criteri che esplicitano la creazione di valore;
- criteri comparativi di mercato
- criteri patrimoniali.





7.2 Selezione di approcci e criteri di stima

In assenza di un criterio valutativo che consenta di soddisfare contemporaneamente i requisiti di razionalità, obiettività ed equità e di conseguenza possa in astratto costituire la metodologia ottimale, la scelta dei criteri da utilizzare per la determinazione del valore di un'azienda è condizionata da molteplici fattori.

Occorre ad esempio avere riguardo alle finalità dell'incarico, alla base informativa disponibile, al contesto giuridico, alle caratteristiche operative, patrimoniali, economiche e finanziarie ed alle condizioni specifiche del complesso aziendale e più in generale al contesto di crisi.

La configurazione di valore obiettivo della Relazione è il valore di liquidazione forzata, che richiede nel processo di sua definizione la preliminare determinazione del valore di mercato.

Analizzato il contesto di valutazione, il *framework* giuridico ed esaminate le caratteristiche specifiche del Ramo d'azienda – che presenta un capitale investito in cui assumono particolare rilievo le immobilizzazioni tecniche – per la stima del suo valore di mercato si ritiene di adottare una metodica che esplicita la creazione di valore, in particolare il metodo misto patrimoniale-reddituale in ottica *equity side*.

A supporto di questa scelta va evidenziato come la considerazione della componente patrimoniale nella stima di aziende in procedura appaia fondamentale anche in funzione delle successive operazioni di riparto tra i creditori dell'attivo realizzato dalla Procedura.

Si fa dunque riferimento ad una metodologia che apprezza in misura adeguata il patrimonio del Ramo d'azienda alla data di riferimento della valutazione.

La metodologia mista di valutazione è utilizzata dalla prassi professionale per la sua peculiarità di giungere ad un risultato finale che è espressione contemporanea sia dell'aspetto patrimoniale che delle capacità reddituali aziendali. Consente in tal modo di considerare nel giudizio di valore il patrimonio aziendale a valori correnti senza trascurare la componente reddituale, tenendone conto in termini di risultati differenziali – come sovra/sottoreddito - rispetto a quelli ordinariamente realizzabili nel settore a parità di investimento di capitale.

Secondo tale criterio al valore del patrimonio aziendale stimato analiticamente va infatti sommato un addendo di natura reddituale, determinato attualizzando i redditi differenziali futuri generabili dall'impresa. Tali redditi sono a loro volta calcolati per differenza tra i redditi attesi ed una configurazione di reddito considerata "*normale*", data dal prodotto tra il valore del patrimonio aziendale ed un tasso di rendimento "*normale*" atteso nel settore di riferimento.





SEZIONE II: PROCESSO DI VALUTAZIONE DEL RAMO D'AZIENDA

8 DESCRIZIONE DEI BENI OGGETTO DI STIMA: IL RAMO D'AZIENDA

8.1 Unità di valutazione

Il Ramo d'azienda, che sviluppa l'attività di produzione e commercializzazione di chiusure lampo, sotto il profilo patrimoniale si compone, come descritto al paragrafo 3.3, in sintesi dei seguenti elementi:

- impianti e macchinari;
- altri beni strumentali;
- beni immateriali (es. certificazioni, autorizzazioni, licenze...);
- rapporti giuridici, come in precedenza individuati.

Le giacenze di magazzino di proprietà di [REDACTED] ed attualmente oggetto del Contratto Estimatorio con l'Affittuaria non sono comprese nel perimetro e saranno cedute separatamente rispetto al Ramo d'azienda con le modalità che saranno stabilite nel bando di cessione.

Nel perimetro del Ramo d'azienda sono inoltre inclusi i rapporti di lavoro con il personale dipendente composto da n. 88 unità, oltre al contratto di locazione dell'immobile commerciale e ai contratti relativi alle utenze energetiche.

Come confermato dalla Curatrice, non sono stati rilevati *surplus asset* o passività potenziali particolari.

8.2 Inquadramento di approccio e criterio di stima adottati

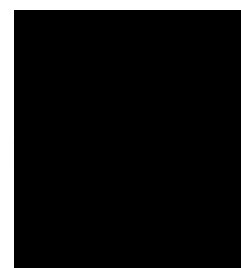
8.2.1 Metodo misto patrimoniale-reddituale

Come illustrato al capitolo precedente, il valore del Ramo d'azienda viene determinato con ricorso al metodo misto patrimoniale reddituale.

Tale metodologia rientra tra quelle che esplicitano la creazione di valore, di frequente utilizzate nella pratica professionale per la loro peculiarità di ricercare un risultato finale espressione congiunta sia dell'aspetto patrimoniale che di quello reddituale, abbinando quindi criteri di valutazione di tipo patrimoniale a valutazioni basate sulle prospettive di redditività dell'azienda. Ricercano infatti l'equilibrio tra le esigenze di obiettività e verificabilità proprie della componente patrimoniale e quelle di razionalità espresse invece dall'apprezzamento dei flussi reddituali attesi e dei relativi rischi.

Si tratta peraltro di metodi che scontano i problemi logici ed applicativi sia dei metodi patrimoniali sia di quelli reddituali.

Un primo approccio applicativo adotta la media, semplice o ponderata, tra il valore patrimoniale e quello reddituale. Il procedimento valutativo misto patrimoniale-reddituale più diffusamente utilizzato è peraltro quello della sommatoria del patrimonio netto rivalutato e dell'avviamento, determinato in via autonoma.





Viene in particolare utilizzato il *metodo della attualizzazione limitata del sovrareddito*, in cui al patrimonio netto rettificato viene sommato algebricamente il *goodwill* o il *badwill* mediante la seguente relazione:

$$K_0 + \sum_{t=1}^n (R_t - iK_{t-1})(1 + i')^{-t}$$

con:

K_0	patrimonio netto rettificato a valori (di mercato) correnti
R_t	reddito prospettico;
n	numero definito e limitato di anni;
i	saggio di rendimento <i>normale</i> rispetto all'investimento considerato;
i'	tasso di attualizzazione.

Dall'analisi di tale espressione si può osservare che l'avviamento ha valore positivo solamente se R è maggiore del prodotto iK . In termini generali, chi apporta capitale a titolo di rischio in una azienda è infatti disposto ad investirlo - e rischiarlo - unicamente se il tasso di remunerazione del capitale investito manifestato dalla specifica attività intrapresa è superiore al tasso di interesse considerato normale rispetto al tipo di investimento considerato.

Ciò premesso, per la metodologia valutativa in commento il valore economico di un'azienda può quindi essere espresso dalla seguente espressione:

$$K_0 + A$$

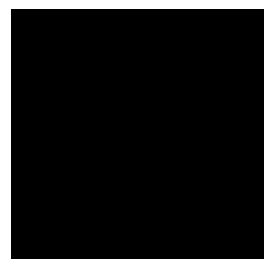
con:

K_0	patrimonio netto rettificato dell'azienda;
A	correzione reddituale.

Relativamente alla stima dei parametri della formula di valutazione si osserva poi che:

- il patrimonio netto rettificato (K_0) è determinato con i medesimi criteri del metodo patrimoniale;
- il reddito prospettico (R) può essere quantificato con metodologie di stima del valore dei redditi attesi analoghe a quelle adottate nella determinazione dei flussi di reddito impiegabili negli approcci fondati sui flussi;
- la durata della correzione reddituale (n) è per lo più riferita ad un periodo limitato di tempo, anche nel presupposto che le condizioni generatrici di eventuali sotto-redditi o extra-redditi non possano durare a tempo indeterminato bensì siano destinate, entro un arco di tempo ragionevole, ad estinguersi.

Nell'indisponibilità di informazioni prospettiche per il Ramo d'azienda, la componente di correzione reddituale verrà determinata sulla base dei flussi reddituali attesi stimati ad esito dell'analisi condotta sulle informazioni disponibili, come sarà più avanti illustrato.





8.3 Sviluppo e i calcoli del metodo che esplicita la creazione di valore

Il valore del Ramo d'Azienda viene determinato mediante applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale, con ricorso alla seguente espressione:

$$W = K_0 + \sum_{t=1}^n (R_t - iK_{t-1})(1 + i')^{-t}$$

con:

- K_0 patrimonio netto rettificato a valori (di mercato) correnti
- R_t reddito prospettico;
- n numero definito e limitato di anni;
- i saggio di rendimento *normale* rispetto all'investimento considerato;
- i' tasso di attualizzazione.

Sulla base del metodo misto patrimoniale-reddituale, la determinazione del valore del Ramo d'azienda si sviluppa attraverso le seguenti fasi, oggetto di analisi nei paragrafi successivi, di individuazione degli occorrenti parametri valutativi:

DETERMINAZIONE DEL PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO

Vengono determinati i valori correnti delle attività e delle passività compresi nel perimetro del Ramo d'azienda

DETERMINAZIONE DEL REDDITO ATTESO

Determinazione del reddito atteso degli anni di previsione

DETERMINAZIONE DEL SAGGIO DI RENDIMENTO NORMALE

Viene definito e stimato il tasso di rendimento normale considerato il modello di business del Ramo d'azienda e il contesto di valutazione

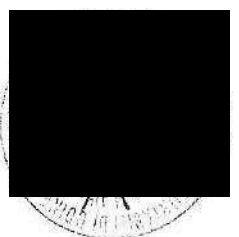
DETERMINAZIONE DEL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE DEI DIFFERENZIALI DI REDDITO E DEL PERIODO DI ATTUALIZZAZIONE

Viene definito il tasso di attualizzazione del sovra/sottoreddito e stabilito il periodo di attualizzazione, in funzione anche delle caratteristiche del Ramo d'azienda

DETERMINAZIONE DEL VALORE DEL RAMO D'AZIENDA

Il valore di mercato del Ramo d'azienda viene determinato a partire dall'Equity value quale risultato dell'applicazione del criterio misto-patrimoniale reddituale.

A partire dal valore di mercato stimato viene successivamente determinato il suo valore di liquidazione forzata.





8.4 Determinazione del patrimonio netto rettificato

Per determinare il patrimonio rettificato del Ramo d'azienda al fine dell'applicazione del metodo misto si effettuano l'identificazione, la descrizione e la contestuale espressione a valori correnti degli elementi patrimoniali compresi nel perimetro di stima.

Considerata la recente data di riferimento della valutazione – il 31 marzo 2026 – ed il contesto concorsuale, non è disponibile una situazione contabile del Ramo d'azienda in pari data. Si evidenzia comunque che gli elementi dell'attivo patrimoniale compresi nel perimetro – beni mobili strumentali – hanno costituito oggetto di stima da parte di Cunta.

Gli elementi immateriali del Ramo d'azienda rientrano, invece, all'interno del complessivo avviamento aziendale poiché non sono presenti beni immateriali dotati di caratteristiche che ne consentano una separata valorizzazione e cessione separata dal Ramo d'azienda; di conseguenza nella valutazione complessiva dell'avviamento sono inclusi tutti gli intangibili rientranti nel perimetro di valutazione.

Nelle pagine che seguono vengono illustrate, motivate e quantificate le valorizzazioni dei singoli elementi compresi nel perimetro di valutazione, al fine della corretta determinazione del patrimonio netto rettificato a valori correnti del Ramo d'Azienda.

8.4.1 Immobilizzazioni immateriali

Come anticipato nel paragrafo precedente, non sono presenti immobilizzazioni immateriali distintamente indicate in bilancio caratterizzate da valore corrente positivo.

Dall'esame dei documenti contabili disponibili riferiti a data recente – stato analitico ed estimativo delle attività al 30 settembre 2025 – risultano iscritte tra le immobilizzazioni immateriali solamente spese pluriennali per un valore netto contabile pari a euro 25.053; si tratta, come riportato nel bilancio pro forma al 31 dicembre 2024 e nello stato analitico ed estimativo delle attività, di costi sostenuti per l'implementazione del nuovo servizio paghe e per il miglioramento del *layout* della produzione.

Non avendo caratteristiche tali da poterli ritenere di futura utilità ed essendo caratterizzati da un valore di presumibile realizzo pari a zero (come anche da stato analitico ed estimativo delle attività), questi costi non vengono valorizzati nella Relazione.

8.4.2 Beni mobili strumentali

I beni mobili strumentali funzionali all'attività inclusi nel perimetro del Ramo d'azienda hanno costituito oggetto di stima di Cunta.

Come da relazione di valutazione di aprile 2026, sono state *"identificate e periziate le attrezzature per la produzione di chiusure lampo (ZIP) e le giacenze di magazzino"*. Per quanto riguarda le attrezzature, si tratta in particolare di *"macchinari per la produzione e l'assemblaggio di chiusure lampo destinate all'industria dell'abbigliamento, della calzatura e della pelletteria, oltre ad arredi e attrezzature"*.





Specifica, inoltre, che la valutazione è stata condotta *"analizzando il parco macchinari nello stato di fatto e di diritto in cui si trova"* adottando il *"principio di continuità aziendale, tenendo conto della fortissima specificità tecnologica e dell'anzianità dei cespiti"*.

Per la descrizione dei beni mobili e l'illustrazione dei criteri di loro valutazione si rinvia ai documenti depositati presso la Procedura. Si riporta, al solo scopo di rendere edotto il lettore della natura e dello stato complessivo dei beni in questione, una sintesi della descrizione dei beni svolta dal perito a fronte dell'analisi condotta.

Reparto tessitura

Sono presenti telai risalenti agli anni '80 dedicati esclusivamente alla produzione di chiusure in poliestere che non possono essere convertiti alla produzione standard di chiusure lampo; tale specificità li rende quindi privi di un mercato secondario.

Reparto tintoria e finissaggio

Sono presenti macchine di tintura risalenti agli ultimi decenni del secolo scorso caratterizzate da personalizzazioni che le rendono vincolate al prodotto specifico e stiratrici e bobinatrici, sempre di fine secolo scorso, caratterizzate anch'esse da personalizzazioni, oltre che da un'elevata vetustà.

È inoltre presente un tintometro degli anni '90, ormai non più coperto da assistenza ufficiale.

Completano il reparto alcune macchine semiautomatiche ed automatiche per il finissaggio degli anni '80 e '90 dotate di logiche di controllo ormai superate.

Reparto verniciatura e metallo

Per quanto riguarda la verniciatura il reparto è dotato di macchine Rotover, sgrassatrici e cabine degli anni '70; per la lavorazione del metallo vengono invece utilizzate macchine trancia degli anni '90 e macchine attacca dentini più recenti (tra il 2000 e il 2015), ma vincolate a linee di ossidazione che risalgono in parte agli anni '90.

Manutenzione e supporto alla produzione

L'officina presenta dotazioni degli anni '90, ad eccezione del centro di lavoro del 2010.

Per quanto riguarda invece l'impiantistica di base, ci sono una centrale termica degli anni '90, un depuratore del 2000, oltre a impianti di aspirazione, ventilazione e idraulico di fine anni '60.

Nella valutazione in ipotesi di continuità aziendale, Cunta ha evidenziato la *"piena funzionalità operativa grazie alle personalizzazioni (ex brevetto OPTI e modifiche interne) e alla manutenzione specifica"*; quanto alle prospettive future, ha rilevato che *"la natura prettamente meccanica degli impianti garantisce una robustezza tale da permettere una continuità produttiva stimata per ulteriori 5-6 anni."*





Nella quantificazione del patrimonio netto rettificato a valori correnti del Ramo d'azienda, i beni mobili strumentali compresi nel perimetro di valutazione sono stati pertanto assunti al valore stimato da Cunta in ipotesi di continuità aziendale, pari a complessivi **euro 180 mila**.

Oneri fiscali potenziali

Con riferimento, infine, ad eventuali *oneri fiscali potenziali* derivanti dall'espressione dei beni a valori correnti, si precisa che non sono stati considerati in quanto, trattandosi di stima finalizzata alla cessione di un ramo azienda, l'acquirente potrà acquisire e rilevare contabilmente i valori correnti delle attività trasferite senza riflessi in termini di imposizione fiscale.

8.4.3 Giacenze di magazzino

Come già descritto nelle pagine che precedono, il perimetro del Ramo d'azienda non comprende le giacenze di magazzino.

Ciò nonostante, per una corretta determinazione del patrimonio netto rettificato da utilizzare nel calcolo del cd. *sovra/sottoreddito* generato dall'attività si è reso in ogni caso necessario determinare un Capitale Circolante Netto Commerciale ("**CCNc**") teorico necessario al Ramo d'azienda per sviluppare la propria attività di produzione e commercializzazione secondo le previsioni reddituali.

A tal fine, analizzato l'andamento consuntivo e valutate le prospettive di operatività, lo Scrivente ha stimato il CCNc occorrente alla data di riferimento della valutazione in complessivi euro 2,5 milioni, in linea con l'aliquota di circolante del settore di riferimento, che ai fini della stima si ipotizza finanziato in pari misura con capitale proprio e capitale di debito.

8.4.4 Rapporti contrattuali, altri rapporti giuridici rilevanti, autorizzazioni varie e personale

Come già esposto, oltre alle certificazioni, autorizzazioni, licenze, nulla osta, concessioni, abilitazioni e agli altri provvedimenti ampliativi necessari all'esercizio dell'azienda, rientrano nel perimetro del Ramo d'azienda solamente il contratto di locazione dell'immobile commerciale, i contratti di lavoro subordinato con i lavoratori dipendenti e i contratti relativi alle utenze energetiche.

8.5 Sintesi del valore del patrimonio netto rettificato

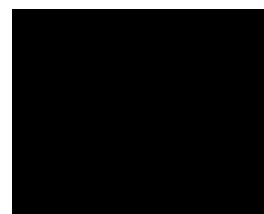
Per quanto esposto nei paragrafi che precedono, il patrimonio netto rettificato del Ramo d'azienda alla data di riferimento del 31 marzo 2026 risulta di complessivi **euro 180 mila**.





Categoria beni	Valore	Note
Immobilizzazioni immateriali	- €	Presumibile valore di realizzo pari a zero
Rapporti contrattuali, autorizzazioni varie e personale	- €	Valorizzati nella complessiva stima dell'avviamento
Beni mobili strumentali	180.000 €	Come da Perizia Cunta
Oneri fiscali potenziali	- €	Assenti
Giacenze di magazzino	- €	Escluse dal perimetro del Ramo d'azienda
Patrimonio netto rettificato	180.000 €	

Tale valore non include il CCNc teorico (di cui al paragrafo 8.4.3), da considerare solo ai fini della corretta applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale.





8.6 La determinazione dei flussi reddituali attesi

8.6.1 Premesse

Per l'applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale nella valutazione del Ramo d'azienda è necessario rettificare, ad integrazione o riduzione, il patrimonio netto rettificato come sopra determinato per considerare i flussi reddituali futuri conseguibili.

Diviene pertanto necessario ricorrere a previsioni di carattere reddituale che, anche in forza della finalità della stima e delle relative disposizioni di legge, devono costituire adeguata espressione delle condizioni di redditività del Ramo d'azienda alla data di riferimento della Relazione.

Il giudizio in merito al livello di ragionevolezza ed attendibilità delle previsioni reddituali su cui si fonda la determinazione del valore del Ramo d'azienda rappresenta un rilevante elemento di difficoltà nella stima.

Se già risulta particolarmente complesso, da parte di un esperto esterno, esprimere un giudizio sul livello di attendibilità delle proiezioni reddituali predisposte dal management, tale difficoltà aumenta ulteriormente nel caso in cui – come nella fattispecie in esame – non siano disponibili informazioni prospettiche annuali o pluriennali del Ramo d'azienda. La criticità appare ancor più accentuata in un contesto di crisi, nell'ambito di una procedura concorsuale con continuità indiretta garantita da un contratto di affitto d'azienda.

In tale scenario, anche l'informazione storica risulta solo parzialmente utilizzabile ai fini della stima dei risultati futuri, sia per il diverso perimetro del Ramo d'azienda, sia perché i risultati delle precedenti gestioni – caratterizzate da perdite significative – appaiono fortemente condizionati dallo stato di crisi e da scelte strategiche e operative non riconducibili a ordinarie logiche di mercato.

Tale problematica assume particolare rilevanza nel caso concreto, causa un'attività svolta in base a singoli ordini dei clienti con richieste personalizzate specifiche senza contratti pluriennali di fornitura, con così l'accentuarsi delle difficoltà previsionali, dato che il rapporto con la clientela è caratterizzato da:

- (i) produzioni personalizzate e l'implementazione di soluzioni *ad hoc* per la soddisfazione di esigenze specifiche;
- (ii) un valore aggiunto che in gran parte scaturisce dalla capacità di rispondere in maniera flessibile e rapida alle esigenze del cliente mantenendo un elevato livello di qualità del prodotto.

Considerata la configurazione di valore ricercata (il valore di mercato), lo Scrivente ai fini della stima ha ritenuto di definire i flussi di reddito prospettici del Ramo d'azienda osservando la prospettiva dei partecipanti al mercato (e del massimo e miglior utilizzo), con ricorso in particolare alle marginalità storiche ottenute sulla base dei dati di bilancio pubblicati sia dei principali concorrenti sia delle società operanti nel medesimo settore del Ramo d'azienda.

8.6.2 I flussi reddituali attesi

Come da paragrafo che precede, i flussi reddituali attesi conseguibili dal Ramo d'azienda sono stati determinati sulla base dei dati e delle informazioni disponibili, dell'attuale contesto di mercato e del segmento





in cui opera il Ramo d'azienda, oltre che delle informazioni reperite nelle interlocuzioni avute con il *management*.

Per comprendere le logiche utilizzate per la costruzione dei flussi di reddito attesi del Ramo d'azienda, in primis, è necessario ripercorrere le caratteristiche della configurazione del valore di mercato che richiede innanzitutto la prospettiva di un generico partecipante al mercato e non quella dell'attuale proprietario del Ramo d'azienda; come illustrato nel commento al PIV I.6.3, infatti "[...] *Il valore di mercato riflette il massimo e migliore uso dell'attività. Il massimo e miglior uso può essere l'uso corrente dell'attività o un uso alternativo. Ciò in quanto i partecipanti al mercato considererebbero il massimo e miglior uso dell'attività a prescindere dalle attuali condizioni d'uso dell'attività stessa [...]*." Un generico partecipante al mercato che acquistasse il Ramo d'azienda sarebbe in grado di raggiungere il massimo e migliore uso del Ramo d'azienda e sarebbe, quindi, intenzionato ad attuare i miglioramenti necessari per sviluppare e far maturare le potenzialità presenti per poter beneficiare dei risultati che ne deriveranno.

Partendo da tale presupposto è stata sviluppata una previsione ragionevole dei flussi reddituali ricavabili dal Ramo d'azienda nell'arco di cinque anni; l'arco temporale è stato scelto in ragione anche del fatto che Cunta ha stimato la vita utile residua di impianti e macchinari in circa un quinquennio: dopo di che si ritiene che l'eventuale sovrareddito prodotto dovrà essere investito nella progressiva sostituzione degli impianti, con quindi il verificarsi di uno stato di una sostanziale parità competitiva.

Le principali ipotesi alla base del piano, poi illustrate nel dettaglio, sono:

- la realizzazione degli investimenti ritenuti necessari dal *management* per sviluppare l'attività e ampliare la clientela;
- l'implementazione del *software* gestionale;
- la razionalizzazione dei costi del personale;
- lo sviluppo di un nuovo marchio.

Primo anno di previsione

Nel primo anno è previsto un consolidamento del rapporto con l'attuale clientela che consentirà di raggiungere un fatturato stimato di 7,2 milioni di euro, dato che considera, tra l'altro, anche la contrazione temporanea dei ricavi del settore riscontrata nel primo trimestre 2026 a causa degli effetti di instabilità del contesto internazionale.

Lo Scrivente ha stimato il margine operativo aziendale al lordo dei costi di godimento di beni di terzi (EBITDAR) in termini di incidenza sul fatturato atteso, livello di redditività non influenzato dai costi di locazione dell'immobile e di affitto del Ramo d'azienda.

Si è ritenuto prudente ipotizzare un'introduzione graduale del massimo e migliore utilizzo da parte del partecipante al mercato, a partire dal secondo anno di previsione, anche considerate le prime azioni di ottimizzazione e razionalizzazione dei costi già introdotte.

Di conseguenza nel primo anno di previsione si è assunto un **EBITDAR margin** pari a circa il 3,5% del





fatturato atteso (euro 252 mila), con una marginalità operativa lorda (EBITDA), al netto dei costi relativi alle locazioni immobiliari tenuto anche in parte conto della rinegoziazione del canone (in forza delle informazioni allo stato acquisite), sostanzialmente in pareggio (euro 103,8 mila).

Anche ad esito dei colloqui con il *management*, è emersa la necessità di effettuare degli investimenti per un importo complessivo pari a circa euro 600 mila. Nello specifico, nel primo anno si prevede l'avvio dell'implementazione del software gestionale e la realizzazione dei primi investimenti nel processo produttivo per un importo pari a euro 200 mila, oltre all'avvio dello sviluppo del nuovo marchio aziendale.

Gli ammortamenti dei beni strumentali compresi nel perimetro del Ramo d'azienda sono stati effettuati in base alla vita utile residua indicata da Cunta (5 anni); la stessa logica prudentiale è stata applicata agli investimenti sopra descritti.

Si è, inoltre, ritenuto di considerare un **accantonamento** per presumibili perdite su crediti annue pari allo 0,25% circa del fatturato, tenuto conto delle ridotte perdite storicamente registrate da [REDACTED] e dell'affidabilità dei clienti della Società.

Per quanto riguarda la **gestione finanziaria**, è stato ipotizzato il ricorso all'indebitamento bancario per la parte di investimenti programmati e per una quota del 50% del capitale circolante commerciale. Ipotizzando un costo del debito pari al 4% annuo, dato allineato al mercato, ne consegue un importo di oneri finanziari complessivi pari a euro 58 mila.

Il risultato economico ante imposte è negativo di 48,2 mila euro e considerando le imposte anticipate – ad un'aliquota nominale IRES del 24% - si registra una perdita di quasi 37 mila euro.

Secondo anno di previsione

Nel secondo anno si prevede, da un lato, la normalizzazione del contesto internazionale con una sensibile ripresa del settore e, dall'altro, che [REDACTED] consolidati i rapporti con la clientela, possa iniziare un percorso di sviluppo commerciale per incrementare le quote di mercato, beneficiando degli effetti delle azioni di ottimizzazione dei processi aziendali e degli investimenti produttivi che hanno permesso di completare la gamma dei prodotti offerti. Il fatturato prodotto atteso del secondo anno è stato quindi ipotizzato in 8,2 mio di euro.

L'implementazione del *software* gestionale avviata nel primo anno consente una maggiore consapevolezza della struttura di costo e delle marginalità realizzate sui singoli prodotti e sui singoli clienti con conseguente possibilità di attuare interventi mirati per l'ottimizzazione dei costi. Inoltre, le azioni di razionalizzazione e miglioramento dell'efficienza dei processi produttivi unitamente agli investimenti previsti consentono di incrementare gradualmente il massimo e miglior utilizzo da parte del partecipante al mercato con un miglioramento dell'**EBITDAR margin** che si attesta a circa il 9%, in progressivo avvicinamento a quanto registrato negli ultimi anni dal settore e dai concorrenti; si ipotizza, poi un canone di locazione che considera il rinnovo della rinegoziazione avvenuta l'anno precedente.

Nel secondo anno si prevede che saranno completati gli **investimenti** per i restanti euro 400 mila con





conseguente impatto sugli ammortamenti e sugli oneri finanziari secondo le logiche già illustrate; a partire dal secondo anno è stato inoltre ipotizzato un miglioramento delle condizioni di incasso e pagamento che influiscono sul capitale circolante commerciale e la relativa quota di oneri finanziari stimati.

Terzo anno di previsione

Nel terzo anno si ipotizza un ulteriore incremento di **fatturato** ad euro 9,2 milioni di euro, determinato in particolare dal completamento delle strategie commerciali poste in atto per l'ampliamento della quota di mercato e dall'acquisizione di nuova clientela, grazie agli investimenti attuati nei due anni precedenti, per la possibilità di soddisfare le richieste del mercato.

Proseguono, poi, le azioni di ottimizzazione dei processi nell'ottica del massimo e miglior utilizzo che, grazie anche alla crescita di fatturato e alla diversa incidenza dei costi fissi, porta a un miglioramento dell'**EBITDAR margin** che raggiunge il 10% ed un **EBITDA** dell'8,37%.

Rimangono invariate le logiche relative ad ammortamenti, svalutazioni e oneri finanziari.

Quarto e quinto anno di previsione

Si prevede una crescita del **fatturato** anche negli anni successivi che si attesta a 11 milioni di euro al quinto anno, importo ritenuto ragionevole in quanto raggiunto nel 2022 e ampiamente superato negli anni di maggiore sviluppo dell'azienda; la crescita di fatturato è frutto anche dello sviluppo del nuovo marchio aziendale che si ipotizza che dal quarto anno possa raggiungere un livello di notorietà sul mercato sufficiente per consentire di raggiungere anche i clienti interessati a componenti, come le chiusure lampo, dotati di marchio proprio riconosciuto.

Il miglioramento della marginalità porta a ottenere un **EBITDAR margin** del 10,5% al quarto anno e dell'11,5% al quinto anno e un **EBITDA margin** rispettivamente del 9% e di poco superiore al 10%; tali margini sono stati, quindi, confrontati con quelli dei **principali concorrenti** a conferma di una marginalità allineata ai livelli del mercato.

Considerato il peculiare modello di business del Ramo d'azienda non è stato semplice individuare società perfettamente comparabili a [REDACTED] per attività esercitata, per target di clientela o per dimensione aziendale; anche grazie al confronto con il *management* è emerso che le società assimilabili per attività esercitata e per target di clientela sono: [REDACTED] e [REDACTED] S.r.l.

Di queste, solo l'ultima presenta dimensioni paragonabili a [REDACTED] mentre le altre due risultano avere dimensioni maggiori. [REDACTED] presenta delle marginalità operative importanti e in particolare un **EBITDAR margin** medio degli ultimi tre anni disponibili (2022-2024) pari a circa il 16%, grazie peraltro anche alla notevole notorietà e prestigio di cui gode nel settore.

La media degli **EBITDAR margin** dei tre concorrenti nello stesso periodo risulta comunque pari al 10,7%, dato che sostanzialmente conferma sia le marginalità attese previste per il quarto e quinto anno. Non sono stati inclusi tra i concorrenti diretti né [REDACTED] B.A.P. S.p.A. né ZIP [REDACTED] in quanto, anche grazie ai colloqui avuti con il *management*, è emerso che il primo è prevalentemente un [REDACTED]



– con una quota molto ridotta di produzione di chiusure lampo – e il secondo opera in un segmento di mercato dell'abbigliamento caratterizzato da qualità inferiore e non è attivo nell'ambito della calzatura; si tratta quindi di società non strettamente comparabili a [REDACTED]. Le marginalità raggiunte sono molto diverse tra loro: [REDACTED] B.A.P. S.p.A. ha conseguito un EBITDAR *margin* medio degli ultimi tre anni disponibili pari a 44,6% e ZIP [REDACTED] pari al 7,2%.

Tenuto conto del ristretto numero di imprese considerate, si ritiene comunque utile evidenziare che, a fronte di un'analisi svolta includendo sia i produttori di cerniere sia i bottonifici con fatturato tra i 5 e i 20 milioni, ne è risultato un campione di n. 19 società con un EBITDAR *margin* medio 2024-2022 pari al 17,2% e mediano del 16,2%, dato che conferma come la marginalità ipotizzata sia coerente con i valori del settore.

Per quanto riguarda il **profilo fiscale**, le imposte di competenza – IRES ed IRAP – sono state quantificate con ragionevole approssimazione mediante applicazione dell'aliquota fiscale nominale oggi prevedibile per una generica società lucrativa - pari al 27,9% - al risultato ante imposte.

Sulla base di tutte le considerazioni sopra riportate, il flusso economico prospettico del Ramo d'azienda risulta così determinato:

CONTO ECONOMICO a VALORE AGGIUNTO	periodo t+1	% Fatturato prodotto	periodo t+2	% Fatturato prodotto	periodo t+3	% Fatturato prodotto	periodo t+4	% Fatturato prodotto	periodo t+5	% Fatturato prodotto
dati in Euro										
FATTURATO PRODOTTO	7.200.000	100,00%	8.200.000	100,00%	9.200.000	100,00%	10.200.000	100,00%	11.000.000	100,00%
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	7.200.000		8.200.000		9.200.000		10.200.000		11.000.000	
EBITDAR	252.000	3,50%	738.000	9,00%	920.000	10,00%	1.071.000	10,50%	1.265.000	11,50%
Godimento beni di terzi	148.200		150.000		150.000		150.000		150.000	
EBITDA	103.800	1,44%	588.000	7,17%	770.000	8,37%	921.000	9,03%	1.115.000	10,14%
Ammortamenti e accantonamenti	94.000	1,31%	196.500	2,40%	199.000	2,16%	201.500	1,98%	203.500	1,85%
Ammortamenti immobili immat. e mat.	76.000		176.000		176.000		176.000		176.000	
Svalutazioni crediti e immin.	18.000	0,25%	20.500	0,25%	23.000	0,25%	25.500	0,25%	27.500	0,25%
EBIT	9.800	0,14%	391.500	4,77%	571.000	6,21%	719.500	7,05%	911.500	8,29%
Gestione finanziaria	- 58.000	-0,81%	- 75.000	-0,91%	- 82.000	-0,89%	- 80.000	-0,78%	- 70.000	-0,64%
Risultato ante imposte	- 48.200	-0,67%	316.500	3,86%	489.000	5,32%	639.500	6,27%	841.500	7,65%
Imposte correnti e differite	11.568	0,16%	- 86.424	-1,05%	- 136.431	-1,48%	- 178.421	-1,75%	- 234.779	-2,13%
Risultato economico	- 36.632	-0,51%	230.076	2,81%	352.569	3,83%	461.080	4,52%	606.722	5,52%

Si evidenzia da ultimo che tali flussi reddituali – assumendo che l'acquisto avvenga da parte di un generico terzo partecipante al mercato – non prevedono ipotesi di integrazione a monte o a valle così come il verificarsi di particolari economie di scala e gli effetti di ulteriori sinergie di costo e di ricavo.

Di conseguenza i flussi reddituali (arrotondati) utilizzati nella stima sono i seguenti:

	anno t+1	anno t+2	anno t+3	anno t+4	anno t+5
Flusso di reddito netto atteso	- 37.000	230.000	353.000	461.000	607.000



8.7 Tassi ed altri parametri

Il saggio di rendimento normale e il tasso di attualizzazione dei differenziali di reddito

Nell'ambito del modello di valutazione misto patrimoniale-reddituale è necessario determinare due specifici tassi, che avendo natura di costo dei mezzi propri si collocano in un intorno del costo opportunità del capitale di rischio.

Nella valutazione d'azienda il costo del capitale esprime l'onerosità delle fonti che l'azienda attinge a titolo di capitale proprio (*equity*) e a titolo di capitale di debito per finanziare le proprie attività.

La stima del costo del capitale proprio (*cost of equity*, COE o K_e) è fondata sul *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), secondo cui il tasso di rendimento atteso del capitale di rischio è pari alla somma del tasso di strumenti finanziari privi di rischio (R_f) e di un premio che esprime la rischiosità sistematica dell'investimento rispetto al mercato, ovvero l'extra-rendimento atteso del portafoglio di mercato rispetto al *risk free rate* ($R_m - R_f$), moltiplicato per il fattore beta (β) espressivo della rischiosità relativa dell'azienda rispetto al portafoglio di mercato. Nel costo del capitale vengono poi comunemente anche inclusi correttivi per tenere conto dell'effetto dimensione oltre che di altri rischi specifici (R_{sc}).

In via analitica, il costo del capitale proprio è così sintetizzabile:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + R_{sc}$$

Considerato il contesto di valutazione (capitolo 3), la particolare natura del Ramo d'azienda, l'attività da esso svolta, si ritiene che il **saggio di rendimento normale** (i) ai fini della stima vada determinato utilizzando la formula sopra indicata.

Il tasso *risk free* (R_f), tasso di remunerazione privo di rischio, è stato rilevato sul mercato sulla base del rendimento dei titoli privi di rischio a lungo termine. Si è inoltre deciso di considerare il rischio paese all'interno del tasso privo di rischio.

R_f è stato così desunto quale media trimestrale alla data di riferimento della stima del rendimento a scadenza del benchmark decennale dei titoli di stato italiani (fonte: S&P), al lordo dell'imposizione fiscale, ed è risultato pari al 3,65%, comprensivo del rischio paese.

Va poi determinato il secondo addendo, prodotto tra l'*Equity risk premium* di mercato (ERP) ed il β .

Il premio per il rischio di mercato, extra-rendimento delle azioni rispetto ad attività prive di rischio, esprime la maggiore remunerazione richiesta per impieghi in capitale proprio aziendale rispetto a quelli a rischio sostanzialmente nullo e rappresenta il rischio sistematico proprio di ogni mercato azionario.

Questo parametro pone usualmente rilevanti problemi valutativi, essendo riscontrabili delle differenze tra i tassi stimati dagli accademici e quelli utilizzati nella prassi. Considerate le recenti *equity research* e le



valutazioni pubbliche di aziende, per la stima si è adottato quale premio per il rischio di mercato Italia il 6,0%, valore collocato entro un intervallo ritenuto accettabile dalla teoria e dalla prassi valutativa⁴. In premessa alla determinazione del coefficiente β va ricordato che il portafoglio costituito da tutte le azioni del mercato presenta un β pari ad 1. Titoli con β maggiore di 1 tendono ad amplificare i movimenti globali del mercato, presentando livelli di rischio più elevati, al contrario di valori di β compresi tra 0 ed 1 che sono associati a titoli che tendono a smorzare i movimenti del mercato e si rivelano dunque meno rischiosi.

Ai fini della selezione del campione di società per la determinazione del coefficiente β di [REDACTED] non è stato possibile identificare società quotate operanti nel medesimo segmento di mercato, come risulta evidente anche dalle caratteristiche del settore e dal numero ridotto di imprese concorrenti, come illustrato nel paragrafo dedicato alla descrizione del mercato in cui opera la Società.

Considerato il significato del parametro ricercato, si è deciso quindi di formare un campione di società quotate appartenenti al medesimo settore, anche se non operanti nel medesimo segmento, e, in particolare, società del segmento di lusso dell'abbigliamento, della calzatura o della pelletteria o società fornitrici delle stesse con capitalizzazione di mercato non inferiore a 2 milioni di euro; sono state effettuate varie ricerche seguite da una puntuale selezione delle società in base all'attività esercitata.

La stima del coefficiente β delle società comparabili considera i loro β *levered*, quantificati mediante regressione dei rendimenti mensili delle singole azioni rispetto all'indice di mercato di specifico riferimento. Sono stati considerati i rendimenti mensili degli ultimi 5 anni, alla data del 31 marzo 2026 (fonte: S&P). Esclusi i risultati statisticamente non significativi, dall'elenco iniziale di società, analizzato in dettaglio per una migliore selezione, ne è risultato il seguente campione di n. 14 società adottato ai fini della determinazione del β .

⁴ Cfr. da ultimo P. Fernandez, A. Habibian and A. F. Acin, *Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 97 countries in 2026*, 13 aprile 2026.



Denominazione	Country	Raw Beta LEVERED
[REDACTED]	Italy	1,00
Compagnie [REDACTED]	France	1,55
[REDACTED]	United Kingdom	1,81
[REDACTED]	[REDACTED]	1,03
[REDACTED]	[REDACTED]	0,93
[REDACTED]	[REDACTED]	0,78
[REDACTED]	[REDACTED]	1,20
[REDACTED]	[REDACTED]	0,99
[REDACTED]	Italy	1,00
[REDACTED] Société en commandite par actions	France	1,51
[REDACTED]	France	1,48
[REDACTED] - [REDACTED] Européenne	France	1,42
[REDACTED] S.A.	France	1,33
[REDACTED]	Germany	0,80

Il β *levered raw* storico di ogni società è stato in seguito aggiustato tramite Blume, per riesprimerlo su base prospettica, in considerazione della proprietà *mean reverting* del coefficiente β .

Ad esito di tali risultati, si è assunto un β *levered* mediano per la stima pari a 1,08.

I β *levered* significativi in precedenza individuati sono stati de-leverati con ricorso alla formula di Hamada per depurare il coefficiente dall'effetto della leva finanziaria, adottando il rapporto *debt to equity* medio a valore di mercato delle singole società e l'aliquota fiscale media storica nel medesimo periodo dello specifico paese di operatività.

Ad esito di tali risultati, si è assunto un β *unlevered* per la stima del Ramo d'azienda pari a 0,97.

Per effettuare il successivo *re-levering* del β è necessario adottare la struttura finanziaria obiettivo del Ramo d'azienda, che considerato anche il livello medio di indebitamento delle società del settore viene assunta in un rapporto D/E del 30,0%.

Con l'adozione del *tax rate* atteso del 24% il β *levered* del Ramo d'azienda risulta pari ad 1,19.

Si è infine ritenuto opportuno considerare un correttivo (R_{sc}) – assunto nella misura complessiva del 2,0% – che tra l'altro esprima in misura adeguata nel K_a il grado di rischio intrinseco del modello di *business* e l'effetto dimensione delle società concorrenti del settore.

Considerato che i flussi reddituali medio attesi sono espressi in termini reali, deflazionando il tasso *free risk* in forza dell'inflazione media attesa 2026-2030 dell'1,87% (fonte: S&P), con l'applicazione di Fisher il *cost of equity* reale stimato risulta pari al 10,9% arrotondato.



Il tasso di attualizzazione dei differenziali di reddito (i') è legato all'incertezza dei flussi utilizzati nel modello di valutazione.

La logica di costruzione è assimilabile alla formula sopra indicata del costo di capitale proprio.

La modalità di costruzione di tale tasso, sempre in generale riconducibile alla formula sopra indicata del costo di capitale proprio, ha da sempre generato ampi dibattiti nella dottrina e nella prassi valutativa, senza giungere ad una posizione netta.

In situazione di sovraredditi, viene di frequente considerato un tasso di attualizzazione superiore al saggio di rendimento normale così da riflettere la rischiosità dell'azienda rispetto al portafoglio di mercato e altri rischi specifici. In particolari situazioni, peraltro, in presenza di un'impresa con un modello di *business* sostanzialmente in grado di sostenere il proprio vantaggio competitivo rispetto al settore con una rischiosità inferiore, è invece opportuno adottare un tasso di attualizzazione inferiore al saggio di rendimento normale di mercato.

Nel caso di specie, considerata anche la configurazione di valore ricercata (il valore di mercato), il tasso di attualizzazione è stato costruito adottando i medesimi parametri del saggio di rendimento normale sopra determinato, con sola differenza riferita al correttivo (R_{sc}) che considera ulteriore premio complessivo 4% correlato, tra l'altro, all'incertezza dei flussi prospettici (rischio cd. di *execution*) e un premio per il rischio di scenario correlato all'assenza di differenti scenari di flussi attesi. Il tasso di attualizzazione dei differenziali di reddito risulta così essere del **14,9%**.

In situazione di sottoredditi considerare un tasso attualizzazione che riflette la rischiosità dell'azienda rispetto al portafoglio di mercato e agli altri rischi specifici comporterebbe – per espressione matematica – un aumento del valore nonostante flussi reddituali negativi. Di conseguenza è necessario utilizzare un tasso di attualizzazione che sia in genere inferiore al saggio di rendimento normale (in questo senso anche i PIV) e che si ritiene opportuno adottare in misura pari al *free risk*, che esprime puro compenso finanziario del tempo:

$$i' = R_f$$

Il tasso risk free (R_f) al netto dell'inflazione attesa è l'1,75%.

Altri parametri

Il numero n di anni in relazione ai quali determinare il *sovra/sottoreddito* è assunto pari a 5, per quanto già illustrato precedentemente e in linea con la prassi professionale in contesti analoghi.

Quanto al patrimonio netto rettificato alienabile al 31 marzo 2026 è di **180 mila euro**.

Il K' , quale consistenza patrimoniale netta a valori correnti degli elementi attivi e passivi compresi nel perimetro del Ramo d'azienda ai fini della determinazione del *sovra/sottoreddito*, è di 1,43 milioni di euro in quanto è stato considerato la parte del CCNc, cui al precedente paragrafo 8.6.2, non finanziata da mezzi di terzi pari a 1,25 milioni di euro.



8.8 Determinazione del valore

8.8.1 Il valore di mercato

Individuati i parametri di applicazione del criterio misto patrimoniale reddituale, nella sua formulazione con stima autonoma dell'avviamento e patrimonio netto rettificato "mobile", si determina come segue la componente reddituale:

SVILUPPO CALCOLI

	n	n+1	n+2	n+3	n+4
Flusso di reddito netto atteso	- 37.000	230.000	353.000	461.000	607.000
Sovra/sottoreddito	- 192.870	78.163	176.093	245.616	341.367
Fattore di attualizzazione	0,98	0,76	0,66	0,57	0,50
Sovra/sottoreddito attualizzato	-189.553	59.205	116.087	140.921	170.460
Componente reddituale					297.120

Alla data di riferimento del 31 marzo 2026 il valore di mercato del Ramo d'azienda, considerato il patrimonio netto rettificato di 180 mila euro come da Perizia Cunta, risulta pari a **477 mila euro arrotondati**.

8.8.2 Il valore di liquidazione forzata del Ramo d'azienda

La ricercata configurazione di valore del Ramo d'azienda, ai sensi dei PIV, è il valore di liquidazione forzata in cui la prospettiva di valutazione si fonda sullo stato giuridico di [REDACTED] di liquidazione giudiziale. Per meglio comprendere le caratteristiche del valore di liquidazione forzata, il Discussion Paper OIV n. 1/2025 - *La valutazione delle aziende in crisi* (antecedente alla pubblicazione dei PIV2026) approfondisce alcuni aspetti del valore di liquidazione forzata e in particolare tale configurazione di valore "[...] assume che ciascuna attività sia ceduta separatamente con adeguata pubblicità nell'ambito di una vendita obbligatoria 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 III.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".

Si tratta quindi di 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 valore ricercato del Ramo d'azienda, nella prospettiva della liquidazione forzata, differisce quindi dal suo valore di mercato – ovvero un prezzo al quale verosimilmente potrebbe essere negoziato 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) – ed è invece un prezzo che deve riflettere la debolezza contrattuale del venditore (la procedura di liquidazione giudiziale), obbligato a vendere in tempi molto ristretti e secondo le previsioni del CCII.

Inoltre, nell'ambito della liquidazione giudiziale la procedura di cessione prevista, tra l'altro, dall'art. 216 CCII è molto articolata e solitamente:

- non consente un adeguato periodo di *due diligence*, il che limita le informazioni disponibili per un potenziale acquirente sul bene oggetto di cessione;
- non prevede generalmente alcuna garanzia a favore dell'acquirente su contenziosi presenti o futuri, passività potenziali, ecc, e così trasferisce in capo all'acquirente il rischio che le passività possano risultare superiori al loro valore nella stima;
- il corrispettivo di acquisto deve essere regolato all'atto di cessione, senza possibilità di prevedere dilazioni;
- non vengono per lo più previsti meccanismi di aggiustamento prezzo in base al raggiungimento di obiettivi futuri.

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

Lo Scrivente è dunque chiamato ad esprimersi in relazione all'impatto sul valore di mercato derivante dalle particolari situazioni in cui si trova [REDACTED]

Nelle procedure di liquidazione giudiziale l'alienazione dei beni avviene tramite asta. In caso in cui l'asta vada deserta normalmente si applicano i criteri dell'art. 591 c.p.c. che prevede una riduzione di prezzo base d'asta ad ogni asta successiva.

In generale l'asta è una forma efficiente di vendita in presenza di asimmetria informativa fra venditore e potenziali partecipanti all'asta a svantaggio del primo e, nell'ambito delle procedure fallimentari l'asta ha come obiettivo principale la realizzazione di un prezzo il più possibile allineato al prezzo corrente di mercato. Nella realtà dei fatti però solitamente in queste tipologie di alienazione di beni si registra un consistente sconto.

Le condizioni che generano lo sconto possono essere così sintetizzate:

- il venditore è costretto a portare a termine la transazione in un breve lasso di tempo (da cui il termine *forced sale*);
- i potenziali acquirenti non hanno urgenza di disporre del bene e sono disposti a sfruttare l'eventuale illiquidità del mercato ed attendere un decremento del prezzo base dell'offerta;
- il bene è privo di uno "*special value*", nel senso che è facilmente sostituibile tramite l'acquisto di beni simili in condizioni ordinate di mercato.

I potenziali acquirenti sono dunque interessati ad acquisire il bene in sede di asta solo se possono ottenere condizioni di prezzo più favorevoli per via dell'esigenza della procedura concorsuale di liquidare comunque l'attività. Il mercato delle *forced sales* è quindi un mercato la cui liquidità si fonda sulla presenza di uno sconto rispetto al valore di mercato.

La misurazione dello sconto mediamente riconosciuto nelle aste pubbliche è resa complessa dalla limitata disponibilità di transazioni recenti, dalla disomogeneità dei beni in asta e delle differenti condizioni di liquidità del mercato primario dei beni. Questi fattori comportano una elevata volatilità degli sconti. La tipologia del bene influenza la misura dello sconto, in quanto è ragionevole che beni soggetti a rapida obsolescenza subiscano in misura maggiore l'illiquidità del mercato, restituendo maggiori sconti.

In generale la determinazione dello sconto può seguire due strade alternative:

- un'analisi di natura fondamentale che consideri sia lo specifico contesto di mercato che i tempi necessari alla cessione tramite meccanismo d'asta;
- un'analisi storica di mercato fondata sugli sconti medi registrati in vendite analoghe.





Ai fini della stima del Ramo d'azienda lo sconto è stato determinato a partire dagli sconti applicati dalla prassi e, in particolare, adottando quale sconto massimo il 40% come indicato da alcuni studi⁵, declinandolo in base ad un'analisi multifattoriale condotta considerando il peso specifico di molteplici fattori riconducibili a:

- grado di costrizione del realizzo;
- debolezza contrattuale del venditore;
- perdita dell'*ordinary market process*;
- riduzione della simmetria informativa;
- liquidità e profondità del mercato realizzabile.

L'incidenza specifica sullo sconto di tali fattori è riprodotta nel grafico che segue:



Lo sconto risultante è stato infine ridotto di un fattore correttivo che considera l'effetto positivo della continuità indiretta del Ramo d'azienda; ne è quindi risultato un **fattore di sconto pari al 28%**, ritenuto congruo e in linea con quelli riscontrabili nella attuale prassi e dottrina valutativa.

Il valore di liquidazione forzata del Ramo d'azienda, ottenuto applicando al valore di mercato il fattore di sconto sopra indicato, è sintetizzato nella tabella che segue:

⁵ Tra gli altri, *A deep-dive into distressed sale discounts in restructuring plans*, Grant Thornton, 2024



[REDACTED] Srl	31/03/2026
Sintesi	
Valore di mercato del Ramo d'azienda	477.000
<i>fattore di sconto stimato con analisi fattoriale</i>	28,0%
Valore di liquidazione forzata del Ramo d'azienda	343.000

Il valore di liquidazione forzata del Ramo d'azienda alla data di riferimento del 31 marzo 2026 risulta pari a complessivi **343 mila euro arrotondati**.





SEZIONE III: GIUDIZIO DI VALORE

9 SINTESI VALUTATIVA

La Curatrice dott.ssa Fabiola Beltramini ha incaricato, ex art. 195, comma 2, CCII, VALEBO - Agnoli Zamboni Associati, associazione fra professionisti di *Valuation Advisory* - che qui interviene nella persona del suo partner Nicola Agnoli - di redigere una relazione di stima del **Ramo d'azienda in esercizio di proprietà di [REDACTED] S.r.l.** che esercita l'attività di produzione e commercializzazione di chiusure lampo di alta qualità.

Finalità della stima è stimare il valore del Ramo d'azienda alla data di riferimento del **31 marzo 2026** ai fini della sua alienazione con le modalità previste dagli artt. 214 e 216 CCII.

Considerato il contesto di valutazione, il *framework* giuridico e le caratteristiche economico-aziendali dell'oggetto della stima (capitolo 3) – con perimetro del Ramo d'azienda in esercizio e descritto al paragrafo 3.3 – lo Scrivente ha definito l'architettura dell'impianto valutativo (capitolo 4) e in particolare individuata quale configurazione obiettivo il valore di smobilizzo declinato nella sua versione di **liquidazione forzata**.

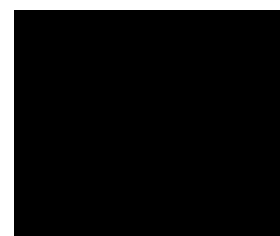
Lo Scrivente ha adottato quale approccio valutativo, in base alle informazioni disponibili e altre analisi effettuate, un criterio che esplicita la creazione di valore, nello specifico il **metodo misto patrimoniale-reddituale** (capitolo 7).

Il processo di valutazione, svolto come illustrato al capitolo 8, ha richiesto, tra l'altro, la determinazione del valore corrente dei beni materiali compresi nel perimetro del Ramo d'azienda; per tale valore si è fatto riferimento alla relazione di valutazione di Alessandro Cunta.

In assenza di informazioni economico-finanziarie prospettiche di fonte aziendale e/o terza, per la determinazione del flusso economico atteso del Ramo d'azienda si è fatto ricorso ad un approccio dei risultati prospettici definiti in funzione delle informazioni disponibili e coerente anche con i dati del contesto competitivo.

L'applicazione del metodo di stima ha condotto alla determinazione del valore di mercato del Ramo d'azienda e quindi, tramite un opportuno fattore di riduzione, ad un **valore di liquidazione forzata del Ramo d'azienda alla data di riferimento del 31 marzo 2026 pari a complessivi 343 mila euro arrotondati**.

Si segnala che il valore stimato, pur considerando tutti gli elementi che lo Scrivente, anche in base alla propria esperienza, ritiene debbano essere inclusi nella stima del valore di liquidazione forzata, costituisce per la Procedura una base informativa di massima; anche per le ragioni riportate nei PIV e negli IVS, la





vendita forzata costituisce infatti una situazione suscettibile di generare prezzi che possono essere stimati solo con ampia approssimazione.

Lo Scrivente attesta che la Relazione è stata redatta con osservanza dei principi economico-aziendali, di valutazione e di tecnica professionale che devono presiedere il giudizio di valore.

La presente Relazione si compone di n. 58 pagine siglate e numerate.

Udine, 28 maggio 2026

VALEBO
VALUTAZIONE AZIENDALE

Lo dott. Nicola Agnoli



VERBALE DI DEPOSITO ED ASSEVERAZIONE RELAZIONE DI STIMA

L'anno duemilaventisei il giorno 28 del mese di maggio davanti al Giudice Delegato dott.ssa Annalisa Barzazi è comparso il dott. **Nicola Agnoli** in qualità di associato **VALEBO – Agnoli Zamboni Associati** con sede a Verona, in Via [REDACTED] – c.f. e p.iva [REDACTED] che a seguito della nomina conferita dalla Curatrice dott.ssa Fabiola Beltramini della Liquidazione Giudiziale n. 37/2025 della società [REDACTED] con sede in Codroipo (UD) Via Beano 10, n. iscrizione al Registro Imprese di Pordenone-Udine, codice fiscale e partita IVA [REDACTED] REA UD-

[REDACTED] presenta la relazione di stima del ramo d'azienda in esercizio di proprietà di [REDACTED] e chiede di asseverarla mediante giuramento.

Ripete quindi, invitato, la formula di rito: *"GIURO DI AVERE BENE E FEDELMENTE ADEMPIUTO ALL'INCARICO RICEVUTO E QUINDI REDATTO LA RELAZIONE DI STIMA AL SOLO SCOPO DI FARE CONOSCERE LA VERITA'".*

Interrogato sulle generalità, dichiara di essere:

"sono e mi chiamo NICOLA AGNOLI – dottore commercialista e revisore legale [REDACTED]

[REDACTED] ed iscritto all'albo dei dottori commercialisti ed esperti contabili di Udine al n. 674/A e al Registro dei Revisori Legali al n. 137710 – Sezione A, domiciliato in [REDACTED] associato VALEBO – Agnoli Zamboni Associati con sede a Verona, in Via [REDACTED] – c.f. e p.iva [REDACTED]

Del ché il presente verbale.

L'esperto valutatore

VALEBO – Agnoli Zamboni Associati

Dott. Nicola Agnoli

IL GIUDICE DELEGATO

dott.ssa Annalisa Barzazi

