

TRIBUNALE DI CUNEO

LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE

n. 34/2026

VALUTAZIONE DI RAMO D'AZIENDA

G.D. Dott.ssa Roberta Bonaudi

Curatrice Dott.ssa Stefania Marro



Ill.mo Signor Giudice Delegato,
Preg.ma Curatrice,



il sottoscritto Angelo Barzelloni, Dottore Commercialista iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Cuneo al n. 644/A e con studio professionale in Mondovì, Piazza Ellero n. 45, nominato Consulente Tecnico nella Procedura in epigrafe con provvedimento agli atti, acquisita ed esaminata la documentazione disponibile, è in grado di riferire in ordine all'incarico affidato come riportato nelle pagine seguenti.

Per agevolare la lettura del documento si evidenzia come lo stesso sia strutturato secondo il seguente indice:

I.	L'incarico.....	3
II.	Il fine.....	3
III.	La documentazione.....	4
IV.	L'esame.....	4
1.	Il complesso aziendale	4
2.	I metodi di stima.....	6
3.	Il metodo adottato.....	15
4.	La stima.....	16
V.	Conclusioni.....	30





I. L'INCARICO

Con il provvedimento di nomina, è stato richiesto allo scrivente di:

“• *procedere con un giudizio di congruità del canone mensile relativo al contratto d'affitto stipulato tra la ricorrente e la [REDACTED], al fine di verificare l'opportunità e convenienza a subentrare nel contratto in essere, se possibile, entro inizio agosto;*

• *procedere con la valutazione dell'azienda in liquidazione giudiziale al fine di poter procedere con la cessione della stessa all'interno di una Procedura competitiva salvaguardando altresì i rapporti di lavoro ad oggi [REDACTED] entro il 10/09/2026”.*



II. IL FINE

A seguito dell'infruttuoso esperimento di composizione mediante soluzione concordata, con sentenza n. 52/2026 del 25.6.2026 è stata dichiarata aperta la Liquidazione Giudiziale della società [REDACTED] che, in precedenza, aveva stipulato un contratto di affitto di ramo d'azienda con la società [REDACTED], con sede legale in [REDACTED] [REDACTED] mediante scrittura privata del 22.9.2025 autenticata dal Notaio Andrea Pinto (rep/racc 3954/3137) e registrata a Ravenna il 25.9.2025 al n. 10089 serie 1T.

A supporto delle decisioni che gli organi della Procedura avrebbero dovuto assumere con riferimento a detto contratto sono quindi stati formulati i quesiti sub I.

[REDACTED] ha fatto pervenire alla Curatela una manifestazione di interesse per l'acquisto del complesso aziendale poi suggellata da offerta irrevocabile d'acquisto del 14 c.m. (efficace sino al 30/9 p.v.) che si sostanzia nella corresponsione alla Procedura di un prezzo *omnia* per il complesso aziendale [REDACTED], di € 1.000.000 (comprensivo della parte immobiliare) oltre accessori di legge e spese.

Tale novità da un lato ha destituito di interesse per la Procedura l'evasione del primo quesito e, dall'altro, ha imposto un'accelerazione all'attività valutativa demandata funzionale a garantire il più rapido avvio della conseguente asta competitiva, nel superiore interesse della massa dei creditori.

In tale mutato scenario il fine del presente elaborato risulta quindi limitato al secondo quesito funzionale a valutare altresì la congruità dell'offerta che la Procedura [REDACTED]



In argomento occorre sin da subito puntualizzare che lo scrivente, pur avendo adottato tutte le necessarie precauzioni per un'attenta valutazione dei dati, documenti e informazioni trasmessi per l'esame e pur avendo svolto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, non risponde della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di tali dati, documenti e informazioni. Al riguardo si precisa infatti che non è stata effettuata alcuna attività di *due diligence* né è stato svolto alcun *audit* sui dati e sulle informazioni acquisite conseguendone che potranno essere assunte responsabilità per errori od omissioni che dovessero emergere a seguito dell'impiego di informazioni, dati e documenti trasmessi.

III. LA DOCUMENTAZIONE

Per l'evasione dell'incarico si è fatto riferimento alla documentazione contabile della sas rimessa dalla Curatela ed agli esiti delle verifiche tecniche che gli Organi della Procedura hanno disposto con riferimento al compendio fisico appreso all'attivo quivi rilevante tenendo conto, per la definizione del perimetro del ramo d'azienda da esaminare, dell'indicazione resa dalla Curatela che alcuna voce dei bilanci della sas in esame andasse espunta¹.

In ordine alle verifiche tecniche demandate al perito con riferimento al compendio fisico appreso all'attivo, si è quindi preso atto che lo stesso ha assegnato i seguenti valori di congruità:

- compendio immobiliare 486.000 €
- compendio mobiliare 36.467 €

IV. L'ESAME

1. IL COMPLESSO AZIENDALE

Il complesso aziendale oggetto della presente disamina è quello che l'art. 2.2 del citato contratto di affitto del 22.9.2025 indicava composto da:

“(i) *macchinari, attrezzature e beni mobili strumentali, come da elenco, estratto dal libro cespiti, allegato sub "A" firmato dalle parti (i "Cespiti") e beni immobili di cui infra;*

(ii) autorizzazioni, licenze, concessioni e certificazioni elencate nel documento allegato sub "B" firmato dalle parti;

(iii) contratti relativi all'esercizio dell'impresa, quali: utenze o, comunque, inerenti all'utilizzo dell'immobile aziendale di cui infra (Immobile di Pagno), come da accluse planimetrie

¹ Ciò configurando il citato contratto del 22.9.2025 come, sostanzialmente, quello di affitto dell'unica azienda della società [REDACTED]

allegato sub "C" firmato dalle parti, indicati nel documento allegato sub "D" firmato dalle parti, restando espressamente escluso il subingresso dell'Affittuaria in ogni altro diverso contratto afferente l'azienda;

(iv) contratti di lavoro (5 dipendenti) di cui all'allegato sub "E" firmato dalle parti;

(v) "pacchetto clienti" di cui all'allegato sub "F" firmato dalle parti (in seguito, in breve, i "Clienti");

(vi) Immobile aziendale a destinazione ufficio -commerciale, con area coperta e scoperta in proprietà esclusiva e terreno circostante, posto in Comune di Pagno (CU) [omissis]"

Al riguardo:

- risulta rispettata la nozione di azienda che l'art. 2555 c.c. qualifica come "il complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa";
- detto compendio aziendale attiene all'attività di commercio all'ingrosso di fertilizzanti e prodotti chimici per l'agricoltura e di fitofarmaci (antiparassitari, pesticidi, agrofarmaci o prodotti fitosanitari) identificata dal codice ATECO 2025 46.85.01²;
- le risultanze di bilancio relative all'ultimo esercizio precedente il *default* pienamente operativo (2024) si presentano *ut infra*:

CONTO ECONOMICO Valuta: euro	2024
Ricavi delle vendite	5.442.176
Variazioni rimanenze finali	2.600.000
Altri ricavi e proventi	269.440
Valore della produzione	8.311.616
Materie prime	(4.446.270)
Servizi	(308.656)
Godimento beni terzi	(3.979)
Personale	(318.313)
Variazioni rimanenze iniziali	(5.886.113)
Oneri diversi	(141.822)
Costi della produzione	(11.105.153)
EBITDA	(2.793.537)
Ammortamenti immateriali	(31.181)
Ammortamenti materiali	(93.272)
Accantonamenti	-
Svalutazioni	-
EBIT	(2.917.990)
Proventi finanziari	0
Oneri finanziari	(313.677)
Rettifiche di valore	-
Proventi e oneri straordinari	7.185
EBT	(3.224.482)
Imposte	(21.619)
Risultato d'esercizio	(3.246.101)

² Corrispondente al codice NACE 2.1 46.85 come desumibile dall'informativa pubblica a Registro Imprese.



STATO PATRIMONIALE Valuta: euro	2024
Immobilizzazioni immateriali	115.763
Immobilizzazioni materiali	1.794.036
Immobilizzazioni finanziarie	156
Rimanenze	2.600.000
Crediti verso clienti	1.637.554
Crediti IC	-
Crediti tributari	13.635
Crediti per imposte anticipate	-
Attività finaz. Che non costituiscono imm.	-
Crediti verso altri	302.303
Disponibilità liquide	15.164
Ratei e risconti attivi	17.743
Totale attivo	6.496.353
Patrimonio netto	(3.466.739)
Fondo rischi e oneri	312.863
Trattamento fine rapporto	75.066
Acconti	194.700
Debiti verso banche	3.609.470
Debiti verso altri finanziatori	-
Debiti verso soci	-
Debiti personale	75.811
Debiti verso fornitori	3.597.379
Debiti rappresentati da titoli di credito	-
Debiti tributari	1.909.010
Debiti previdenziali	53.668
Altri debiti	105.517
Ratei e risconti passivi	29.609
Totale passivo	6.496.353

2. I METODI DI STIMA

La dottrina aziendalistica e la prassi professionale concordano nel ritenere che:

- il valore di un complesso aziendale non sia una quantità misura, oggettivamente determinabile, ma una quantità astratta, variamente funzione delle ipotesi e delle assunzioni che vengono effettuate al momento della sua stima;
- la valutazione di un complesso aziendale si configuri come attività complessa per almeno due ordini di motivi: 1°) per la numerosità e l'eterogeneità dei fattori che concorrono a determinarla e, 2°) per la discrezionalità nella scelta di uno dei diversi metodi valutativi;
- la valorizzazione debba considerare:
 - il valore economico del capitale, inteso come il valore di un complesso aziendale risultante dall'attualizzazione dei flussi economico finanziari attesi dalla gestione aziendale (riferibili a capacità dimostrate ovvero raggiungibili con ragionevole probabilità), tenuto conto delle caratteristiche del complesso oggetto di valutazione;

o il valore di acquisizione, inteso come il valore soglia oltre il quale l'acquisizione cessa di essere conveniente (determinato dalla somma dei valori del complesso aziendale *stand-alone* e dei benefici che lo specifico acquirente può trarre dall'acquisizione);

- il valore economico di un complesso aziendale, sia funzione della sua capacità di produrre ritorni economici per l'investitore in capitale di rischio ciò comportando che il metodo di stima del valore economico del capitale aziendale dovrebbe essere fondato sull'attualizzazione dei ritorni che l'impresa potrà produrre in futuro.

E detti ultimi ritorni possono essere variamente espressi e rappresentati, in relazione alle caratteristiche dell'impresa e dei suoi processi produttivi.

In particolare, in funzione della natura del flusso preso in considerazione (reddituale o finanziario) e della sua tipologia (operativo o netto), il metodo di attualizzazione dei flussi può essere articolato in due distinte formule valutative: quella reddituale (che si fonda sull'attualizzazione dei redditi, operativi o netti) e quella finanziaria (che si fonda sull'attualizzazione dei flussi di cassa, netti disponibili ovvero operativi).

Il metodo di attualizzazione dei flussi (c.d. metodo fondamentale), pur essendo l'unico razionale (in quanto coerente con la logica sottostante alla nozione di valore economico) e universale (in quanto, da una parte, di condivisa applicazione³ e, dall'altra, utilizzabile per tutti i fini che riguardano le valutazioni d'impresa), può tuttavia rivelarsi di applicazione complessa a causa delle difficoltà insite, da un lato, nella formulazione delle previsioni in ordine ai ritorni economico-finanziari che l'impresa si prevede sarà in grado di produrre nel mlt e, dall'altro, nella scelta dei parametri che concorrono a formare il tasso di attualizzazione.

Tali difficoltà, quando privano l'applicazione di detto metodo dei connotati di razionalità, obiettività e generalità (intesi nel senso che viene loro attribuito dalla dottrina prevalente in materia⁴), portano la prassi valutativa a suggerire il ricorso a metodologie alternative basate sulla valorizzazione delle consistenze patrimoniali/reddituali dell'impresa (c.d. metodi patrimoniali o metodi misti patrimoniali-reddituali).

³ In ambito nazionale e internazionale.

⁴ Secondo la prevalente dottrina i termini sopra esposti assumono il seguente significato: *razionalità*: la stima del valore del capitale economico deve derivare da un processo logico, chiaro e convincente e, come tale, largamente condivisibile; *obiettività (o dimostrabilità)*: il processo di valutazione deve essere fondato su dati affidabili, credibili e controllabili; *generalità (o neutralità)*: la stima del valore economico del capitale deve prescindere da effetti contingenti di domanda e offerta, dalle caratteristiche delle parti interessate alla negoziazione e dalla forza contrattuale e abilità negoziale che esse esprimono.



In tale contesto corre infine l'obbligo di precisare come, talora, la stima del valore economico di un complesso aziendale possa essere effettuata alternativamente anche mediante l'impiego di metodologie che utilizzano parametri di mercato, nel presupposto che il prezzo di un'attività economica non si discosti dal suo valore economico. In questo caso i metodi di valutazione vengono denominati metodi diretti o metodi dei multipli di mercato.

Di seguito vengono sinteticamente illustrati il metodo fondamentale e i principali metodi alternativi, in modo da garantire un quadro informativo sufficiente per la successiva applicazione pratica⁵.

➤ Il metodo fondamentale

Il metodo fondamentale eguaglia il valore economico di un complesso aziendale al valore attuale dei flussi (reddituali o finanziari) ottenibili da quest'ultimo per l'intera durata della sua vita economica stimata.

Il metodo in esame si distingue in metodo fondato sull'*equity approach to valuation* e metodo basato sull'*entity approach to valuation* a seconda che la formula di valutazione sia mirata alla stima, in via diretta e immediata, del capitale proprio investito dagli azionisti (*equity*) o del capitale investito nell'attività aziendale (*firm value*)⁶.

La formula di valutazione basata sul metodo fondamentale di tipo equity è la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^n Fl_t (1+i)^{-t} + VT (1+i)^{-n} + VBA$$

dove:

W è il valore economico del complesso oggetto di stima;

$\sum_{t=1}^n Fl_t (1+i)^{-t}$ è la somma del valore attuale dei flussi netti attesi (Fl_t) per il periodo di previsione esplicita⁷;

$VT(1+i)^{-n}$ è il valore terminale (VT) del complesso oggetto di stima, attualizzato alla data di riferimento della valutazione;

i è il tasso di attualizzazione dei flussi netti attesi;

VBA è il valore dei beni accessori⁸.

⁵ Si precisa che la presente analisi prescinde da qualsiasi approfondimento relativo all'approccio valutativo c.d. *contingent claim* che fonda la stima del valore economico del capitale sulla teoria delle opzioni reali, in quanto tale approccio non ha ancora raggiunto un grado di sperimentazione tale da renderlo ragionevolmente affidabile (con tale metodo la disponibilità individuale a pagare viene stimata in maniera "contingente" entro uno scenario simulato mediante indagini campionarie svolte sotto forma di questionari, referendum o aste, secondo specifiche modalità).

⁶ In quest'ultimo caso, la stima del capitale si ottiene sottraendo al *firm value* il valore di mercato della posizione finanziaria netta.

⁷ Nel primo flusso è ricompreso il valore della liquidità iniziale.

La formula di valutazione basata sui metodi fondamentali di tipo *entity* più diffusa è, invece, la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^n Flgop_t (1 + wacc)^{-t} + VT(1 + wacc)^{-n} - Pfn + VBA$$

dove:

W è il valore economico del complesso aziendale;

$\sum_{t=1}^n \frac{Flgop_t}{(1 + wacc)^t}$ è la somma del valore attuale dei flussi della gestione operativa attesi ($Flgop_t$) per il periodo di previsione esplicita;

$VT(1 + wacc)^{-n}$ è il valore terminale (VT) del complesso aziendale attualizzato alla data di riferimento della valutazione;

$wacc$ è il tasso di attualizzazione dei flussi della gestione operativa;

Pfn è il valore di mercato della posizione finanziaria netta del complesso aziendale;

VBA è il valore dei beni accessori⁹

La stima del valore economico di un'azienda con il metodo fondamentale, sia esso di tipo *equity* oppure *entity*, richiede che siano definiti: (a) i flussi attesi (reddituati o finanziari) relativi al periodo di previsione esplicita; (b) il tasso di attualizzazione dei flussi; (c) il valore terminale del complesso aziendale. Al riguardo:

a) per quanto attiene alla stima dei flussi attesi (i redditi oppure i *cash flow*) per il periodo di previsione esplicita, questi (i flussi), possono essere calcolati, alternativamente:

- in relazione ai risultati economici e finanziari realizzati in un congruo periodo di tempo antecedente alla data di riferimento della valutazione (solitamente 3÷10 anni), opportunamente normalizzati (*i.e.* rettificati delle componenti straordinarie e non ripetitive e depurati dell'effetto delle eventuali "politiche di bilancio" e delle distorsioni prodotte dall'applicazione della normativa fiscale), espressi in moneta riferita alla data di valutazione e mediati, ovvero estrapolati, a seconda che si ritenga che, in futuro, il complesso aziendale sarà in grado di produrre un flusso di redditi/*cash flow* in linea con i risultati passati ovvero con l'andamento registrato nel periodo storico considerato;

⁸ Al riguardo si precisa che i flussi attesi devono attenere esclusivamente alle componenti tipiche della gestione aziendale mentre eventuali beni accessori (partecipazioni, immobili non strumentali, crediti finanziari, investimenti temporanei di liquidità, cassa eccedente, etc.) andranno valutati separatamente rispetto al complesso aziendale, mediante criteri *ad hoc*.

⁹ Cfr. nota precedente.

- sulla base dei valori prospettici risultanti da piani e programmi pluriennali predisposti dal *management* aziendale ovvero sulla base di proiezioni formulate dal valutatore tenendo conto delle caratteristiche del complesso aziendale oggetto di stima e del mercato di riferimento;

- b) per quanto attiene alla stima del tasso di attualizzazione, si fa presente che, per il principio di coerenza tra flussi e tassi, ove si debbano attualizzare *flussi netti* (nominali o reali) essi andranno scontati al tasso di remunerazione del capitale proprio (nominale o reale); di converso, ove si debbano attualizzare *flussi operativi* (nominali o reali), essi andranno scontati al costo medio ponderato del capitale (nominale o reale).

In argomento si consideri che il costo del capitale proprio può essere stimato secondo molteplici approcci. Tra questi, uno dei più diffusi nella prassi valutativa è il c.d. metodo del “*build up approach*” per il quale il tasso di attualizzazione è così determinato:

$$i = i_1 + i_2 + scr + md$$

dove:

- i è il tasso di attualizzazione;
- i_1 è il *risk free rate* o tasso di rendimento di investimenti sostanzialmente privi di rischio¹⁰;
- i_2 è il premio per il rischio calcolato con la tecnica del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) secondo la quale, il premio per il rischio viene determinato moltiplicando il *beta-factor* (β)¹¹ (che rappresenta la misura del rischio operativo e finanziario del complesso aziendale) per il premio medio di mercato (dato dalla differenza tra il rendimento medio atteso del mercato azionario R_m e il rendimento medio atteso degli investimenti privi di rischio i_1) *ut infra*:

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

- scr è una maggiorazione del tasso connessa al fatto che l'investimento in una specifica attività, anziché in un portafoglio titoli, concentra, anziché diversificare, l'assunzione dei rischi specifici derivanti dalla tipologia di attività svolta, dai luoghi dove essa è esercitata, dalla concentrazione della clientela, etc.;

¹⁰ Tale saggio viene, di norma, calcolato sul fondamento del rendimento medio (storico o prospettico) dei titoli di Stato a mlt, in quanto si ritiene che tali titoli costituiscano un attendibile succedaneo del rendimento di un asset privo di rischio.

¹¹ Nel caso di complessi aziendali non quotati, per i quali non sia disponibile il *beta-factor* di mercato, è possibile utilizzare, quale indicatore (*proxy*), il beta medio di un campione di imprese comparabili con il complesso aziendale oggetto di stima.

md è la maggiorazione del tasso applicato alle società non quotate in ragione del fatto che le azioni non negoziate scontano rischi di negoziabilità superiori a quelli delle azioni quotate;

c) per quanto concerne, infine, la stima del valore terminale del complesso aziendale, si fa presente che, tra le diverse modalità adottabili, le due più utilizzate risultano quelle che lo calcolano:

- come valore attuale di un flusso (reddituale o finanziario) crescente (in perpetuo) ad un tasso di crescita “g” (funzione della capacità dell’impresa di mantenere un vantaggio competitivo sostenibile sul mercato, della presenza di barriere all’entrata nel settore, della crescita attesa dell’economia in generale e dei settori nei quali il complesso aziendale da valutare opera etc.) che, in formula, si rappresenta *ut infra*:

attualizzazione di flussi netti

$$VT = \frac{Fl}{i-g}(1+i)^{-n}$$

attualizzazione di flussi operativi

$$VT = \frac{Fl_{op}}{wacc-g}(1+wacc)^{-n}$$

- sulla base di metodologie alternative a quelle fondate sui flussi, quali ad esempio i metodi diretti¹².

In argomento resta infine da puntualizzare che, in ordine alla stima del costo medio ponderato del capitale (*wacc*), la formula di determinazione più diffusa nella prassi valutativa (coerente con una configurazione di *flusso al netto delle imposte teoriche*), è la seguente:

$$wacc = i\theta + i_d(1-t)(1-\theta)$$

dove:

wacc è il costo medio ponderato del capitale;

i è il costo del capitale proprio, calcolato *ut supra*;

i_d(1-t) è il costo del capitale di credito, al netto delle imposte (da determinare avendo quale parametro di riferimento il costo dei debiti finanziari del complesso aziendale oggetto di stima, ovvero utilizzando, in alternativa, il costo dei finanziamenti di imprese aventi analogo grado di rischio);

θ e $(1-\theta)$ rappresentano rispettivamente il “peso” del capitale proprio e del capitale di credito sul valore delle attività aziendali¹³

¹² Talora, in relazione alle caratteristiche specifiche del business oggetto di valutazione, è possibile fare riferimento a valori di VT determinati in ipotesi di liquidazione ovvero di non continuazione dell’attività aziendale secondo le modalità indicate nell’arco di previsione esplicita dei flussi.

¹³ Al riguardo si precisa che tali grandezze dovrebbero essere calcolate sulla base dei valori economici dei debiti finanziari e del capitale proprio ma, così operando, si innescherebbe una circolarità delle formule valutative per

ASTE GIUDIZIARIE® I metodi alternativi

I metodi alternativi stimano il valore economico di un'azienda sulla base della consistenza patrimoniale di quest'ultima alla data di valutazione, eventualmente rettificata per tenere conto della sua capacità di generare redditi superiori o inferiori a quelli congrui rispetto al capitale investito nell'attività economica. Si distinguono in metodi patrimoniali puri e metodi misti patrimoniali-reddituali.

Nei metodi patrimoniali puri (o metodi *asset based*), la stima del valore di una società è fondata sul valore corrente del patrimonio netto dell'impresa eventualmente comprensivo del valore economico dei beni immateriali non contabilizzati.

$$W = K'$$

dove:

W è il valore economico del complesso oggetto di stima;

K' è il patrimonio netto espresso a valori correnti¹⁴.

Ai fini dell'applicazione del metodo patrimoniale (comprensivo o meno dei beni immateriali non contabilizzati) occorre quindi, data una situazione patrimoniale di riferimento:

- individuare i beni facenti parte del complesso aziendale;
- stimare il valore corrente degli stessi e, conseguentemente, le rettifiche da apportare ai valori contabili di attività e passività;
- determinare il patrimonio netto rettificato, eventualmente comprensivo dei beni immateriali non contabilizzati;
- nell'ipotesi di valutazione di *holding* di partecipazioni, rettificare ulteriormente la misura del patrimonio netto rettificato per tenere conto del c.d. *holding discount* ed eventualmente del c.d. *diversification discount*¹⁵;
- verificare che la redditività implicita del complesso aziendale sia in linea con la remunerazione congrua del capitale in esso investito¹⁶.

evitare la quale generalmente si stimano i "pesi" *de quibus* (sulla base dei valori di mercato del capitale proprio e del capitale di credito desunti dall'applicazione di metodologie alternative a quelle fondate sui flussi ovvero sulla base dei valori contabili del capitale proprio e del capitale di credito, oppure ancora in relazione alla ipotizzata struttura finanziaria target dell'azienda).

¹⁴ Dato dalla somma algebrica del capitale netto e delle rettifiche positive e negative apportate ai singoli cespiti facenti parte del complesso aziendale.

¹⁵ Si tratta di due rettifiche negative che hanno lo scopo di computare nel calcolo del valore, da una parte, la misura di quanto i costi della struttura riducono il valore delle attività operative della holding ottenuta sommando le sue singole parti e, dall'altra, la riduzione del valore delle partecipazioni di minoranza di un gruppo diversificato per il fatto che il socio delega le scelte dell'allocatione delle risorse fra business (attività che i manager espressione della maggioranza possono ispirare a logiche organizzative che non necessariamente rispettano l'obiettivo della massimizzazione di valore per gli azionisti).

¹⁶ In assenza di tale condizione, infatti, si deve apportare una correzione reddituale (positiva o negativa) al valore di natura patrimoniale in modo tale da apprezzare, nella dovuta misura, il *goodwill/badwill* aziendale sempre con

I metodi misti di valutazione del capitale costituiscono una mediazione tra i metodi patrimoniali e i metodi fondati su grandezze flusso (segnatamente i metodi reddituali). La caratteristica di questi procedimenti è quella di determinare il valore dell'azienda ponderando la componente patrimoniale (rappresentata dal patrimonio netto espresso a valori correnti ed eventualmente comprensivo del valore economico dei beni immateriali non contabilizzati) e la componente reddituale della gestione rappresentata dal sovra/sottoreddito atteso.

La formula di valutazione del capitale con il metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento (che rappresenta il metodo misto patrimoniale-reddituale maggiormente diffuso nella prassi valutativa) è la seguente:

$$W = K' + CR$$

dove:

W è il valore economico del complesso aziendale;

K' è il valore del patrimonio netto rettificato;

CR è il valore della correzione reddituale.

Come in precedenza, le attività accessorie andranno stimate in modo autonomo rispetto alla individuazione del patrimonio netto rettificato e della correzione reddituale, adottando metodi *ad hoc* che ne esprimano fondatamente il valore corrente.

In ordine alla stima dei parametri della formula di valutazione, si precisa quanto segue.

La stima del valore del patrimonio netto rettificato (K') segue le stesse logiche esposte in sede di illustrazione del metodo patrimoniale puro.

La determinazione del valore della correzione reddituale (CR) è solitamente effettuata sulla base della seguente formula:

$$CR = (R - iK')\alpha_{\bar{n}|i'}$$

dove:

(R) è il reddito prospettico del complesso aziendale che, in analogia a quanto indicato per il metodo fondamentale, può essere calcolato, alternativamente:

- a) in relazione ai risultati economici realizzati in un congruo periodo di tempo antecedente alla data di riferimento della valutazione, opportunamente normalizzati (*i.e.* rettificati delle componenti straordinarie e non ripetitive e depurati dell'effetto delle eventuali "politiche di bilancio" e delle distorsioni prodotte dall'applicazione della normativa fiscale), espressi in moneta riferita alla data di valutazione e mediati, ovvero estrapolati, a seconda che si ritenga che, in futuro, il complesso aziendale sarà in grado di produrre

l'accortezza di valutare autonomamente i beni accessori eventualmente presenti nel patrimonio del complesso aziendale oggetto di stima.

un flusso di redditi in linea con i risultati passati ovvero con l'andamento registrato nel periodo storico considerato;

b) sulla base dei valori prospettici risultanti da piani e programmi pluriennali predisposti dal *management* aziendale oppure da proiezioni formulate dal valutatore tenendo conto delle caratteristiche del complesso aziendale oggetto di stima e del mercato di riferimento;

(iK') è la remunerazione congrua del capitale proprio investito nell'attività economica e può essere stimata moltiplicando il patrimonio netto rettificato, calcolato secondo le logiche in precedenza esposte, per il tasso di remunerazione congrua del capitale proprio investito nell'attività "i". In argomento, il costo del capitale proprio può essere stimato secondo molteplici approcci. Tra questi, uno dei più diffusi nella prassi valutativa è quello del c.d. "*build up approach*" già descritto nella disamina del metodo fondamentale ed al cui contenuto quindi, qui, si fa ampio e completo rimando per evitare inutili ripetizioni;

(i') è il tasso di attualizzazione della correzione reddituale (che rappresenta un sovra/sottoreddito a seconda che R risulti maggiore o minore di iK') e può essere calcolato secondo diverse tecniche¹⁷;

(n) è la durata della correzione reddituale che va riferita ad un periodo limitato di tempo nel presupposto che le condizioni generatrici di extraredditi non possano durare a tempo indeterminato, ma siano destinate, entro un arco di tempo ragionevole, ad estinguersi¹⁸.

Infine, come già accennato, tra i metodi alternativi si possono annoverare anche i c.d. metodi di mercato che si basano sui prezzi indicati dai mercati regolamentati ovvero assunti da transazioni tra parti indipendenti.

Sebbene sotto un profilo concettuale tali metodologie non portino all'individuazione del valore di un'attività, ma piuttosto alla stima del suo "prezzo probabile" (*i.e.* il prezzo al quale ragionevolmente si potrebbe ritenere di negoziare l'impresa oggetto di valutazione), talora vengono impiegate in sostituzione del (o in affiancamento al) metodo fondamentale ovvero a quelli alternativi.

I metodi di mercato stimano il valore economico di una società sulla base del valore di mercato (eventualmente rapportato a grandezze ritenute espressive del valore d'impresa) di

¹⁷ Può essere eguagliato al tasso di rendimento del capitale proprio (i) ovvero al tasso di remunerazione del puro compenso finanziario.

¹⁸ Nella prassi professionale, il periodo di durata limitata della correzione reddituale è stato, spesso, indicato in 3-5 anni. La crescente rilevanza attribuita alla previsione dei flussi reddituali rispetto alla componente patrimoniale, peraltro, ha condotto, in epoche più recenti, ad una sostanziale revisione di tale indicazione, sicché per aziende dotate di elevata e stabile redditività l'arco temporale di durata del sovrareddito è stata spesso estesa anche a dieci anni o oltre laddove sia stato possibile dimostrare che le condizioni generatrici del sovrareddito tendevano a permanere durevolmente nel tempo.

complessi aziendali giudicati comparabili a quello oggetto di valutazione e, come per il metodo fondamentale, si distinguono in metodi fondati sull'*equity approach to valuation* e metodi basati sull'*entity approach to valuation* a seconda che la formula di valutazione sia mirata alla stima, in via diretta e immediata, del capitale proprio investito dagli azionisti (*equity*) o del capitale investito nell'attività aziendale (*firm value*).

Atteso lo specifico contesto che fa da sfondo alla presente diamina si tralasciano ulteriori approfondimenti teorici non funzionali allo scopo.

3. IL METODO ADOTTATO

La scelta della metodologia da impiegare ai fini della stima del valore economico di un complesso aziendale dipende dalla finalità della valutazione, dalla qualità e dalla quantità delle informazioni e dei dati disponibili e dalle caratteristiche del complesso *de quo*.

Premesso quanto sopra, lo scrivente, considerate, con riferimento all'oggetto della presente disamina (-) la finalità come in precedenza specificata, (-) la documentazione messa a disposizione dagli organi della Procedura, (-) la tipologia di attività economica svolta, (-) la natura e composizione del compendio che induce razionalmente a ritenere prevalente la componente flusso rispetto a quella stock (anche in ragione delle indicazioni rese dal perito della Procedura con elaborato del 16 c.m.), ha ritenuto più aderente al caso di specie stimarne il valore economico facendo ricorso al metodo finanziario basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa della gestione operativa per la razionalità comunemente riconosciuta alla tecnica sottostante basata sull'assunto che il valore di un'attività imprenditoriale sia funzione dei ritorni economico-finanziari che si prevede possano essere ritratti dalla stessa.

Nel caso di specie, l'impiego della metodologia in parola trova ulteriore motivazione nelle caratteristiche dell'attività esercitata dal complesso in esame, che opera in un settore dove il valore dell'attività risiede nella capacità prospettica di generare ritorni economici (flussi attesi) piuttosto che nei risultati passati ovvero nella attuale struttura patrimoniale della stessa (grandezze stock).

La stima del valore economico del complesso aziendale *de quo* è stata quindi effettuata mediante l'applicazione del metodo finanziario (*entity approach to valuation*), nella versione che prevede l'attualizzazione dei flussi di cassa della gestione operativa:

$$W = \sum_{t=1}^n Flgo p_t (1 + wacc)^{-t} + VT (1 + wacc)^{-n}$$

dove:

W è il valore economico del complesso aziendale;

Flgop_t sono i flussi finanziari della gestione operativa attesi per gli anni di previsione esplicita;
 VT è il valore terminale dopo il periodo di previsione esplicita dei flussi finanziari;
 wacc è il saggio di attualizzazione dei flussi della gestione operativa.

Ciò precisato, nel paragrafo successivo si andrà ad illustrare il processo di determinazione dei parametri utilizzati per l'applicazione di detto metodo invitando, sin da ora, a considerare come i valori agli stessi attribuiti vadano apprezzati non solo (e non tanto) *ex sé* quanto, piuttosto, avendo riferimento all'insieme delle scelte valutative effettuate costituendo, essi, non l'obiettivo dell'analisi ma solo un mezzo per giungere alla definizione del valore economico dell'azienda, la cui determinazione è il frutto di una composita argomentazione economico/finanziaria sulla sua capacità di generare benefici economici futuri.

4. LA STIMA

La determinazione dei flussi di cassa prospettici ha richiesto una preliminare attività di ricostruzione della capacità reddituale normalizzata dell'Azienda, svolta attraverso un'approfondita analisi dei bilanci relativi agli esercizi 2022, 2023 e 2024, nonché della restante documentazione resa disponibile dagli Organi della Procedura, ivi compresa la disamina svolta dal perito incaricato in ordine al compendio fisico.

L'analisi è stata finalizzata ad individuare la capacità del complesso aziendale in esame di generare risultati economici e flussi di cassa in condizioni di ordinaria operatività, mediante la normalizzazione dei dati storici e la conseguente eliminazione degli effetti riconducibili a componenti di reddito di natura straordinaria, non ricorrenti ovvero non direttamente riferibili alla gestione caratteristica.

Tale processo di normalizzazione si è reso necessario al fine di ricondurre le evidenze storiche ad un assetto gestionale rappresentativo della fisiologica capacità di generazione dei flussi della gestione operativa, prescindendo dagli effetti eccezionali derivanti dalla situazione di crisi e dalla successiva apertura della liquidazione giudiziale.

La costruzione dei flussi di cassa prospettici non costituisce, pertanto, una mera estrapolazione dei risultati storici, bensì il risultato di un processo valutativo volto a rappresentare la capacità del complesso aziendale di generare flussi di cassa in condizioni di normale operatività, attraverso la combinazione delle evidenze storiche normalizzate con informazioni di mercato e benchmark settoriali.

In tale prospettiva, la stima è stata sviluppata assumendo quale configurazione di valore il valore economico del complesso aziendale nello stato in cui esso si trova alla data di valutazione (*as is*), prescindendo dagli effetti riconducibili a specifiche sinergie, strategie industriali,

economie di scala o altre utilità conseguibili da un determinato acquirente. In coerenza con gli *International Valuation Standards (IVS)*, la valutazione è pertanto riferita al complesso aziendale quale entità economica autonoma, assumendone la prosecuzione dell'attività in condizioni di normale operatività (*going concern*), senza incorporare benefici o diseconomie dipendenti dall'identità del potenziale acquirente o da specifiche modalità di integrazione dell'attività oggetto di stima.

La predisposizione del piano economico-finanziario prospettico è stata sviluppata integrando le evidenze desumibili dalla documentazione storica del complesso aziendale con informazioni di mercato, dati statistici e benchmark settoriali ricavati da fonti indipendenti e comunemente riconosciute nella prassi professionale e valutativa, tra cui la banca dati *AIDA – Bureau van Dijk*¹⁹, i *dataset* e le elaborazioni statistiche predisposte dal *Prof. Aswath Damodaran*²⁰ e le informazioni finanziarie disponibili attraverso il terminale *Bloomberg*²¹.

Esaurita detta necessaria premessa, di seguito si vanno ad illustrare (i) il processo di normalizzazione dei risultati economici storici, (ii) le principali assunzioni poste a fondamento della costruzione dei flussi di cassa operativi prospettici, (iii) i criteri adottati per la determinazione del tasso di attualizzazione e, conseguentemente, (iv) il procedimento di stima del valore economico del complesso aziendale *de quo*.

➤ La normalizzazione dei redditi operativi

La ricostruzione della capacità prospettica di generazione dei flussi di cassa del complesso aziendale ha richiesto una preliminare attività di normalizzazione dei risultati economici conseguiti negli esercizi 2023-2024²².

A tal fine, le principali voci del conto economico sono state analizzate in via analitica mediante l'esame dei mastri contabili e della documentazione di dettaglio resa disponibile dalla Procedura, al fine di individuare eventuali componenti reddituali non rappresentative della gestione caratteristica ovvero prive dei requisiti di ordinarietà e ripetibilità che devono caratterizzare i risultati posti a fondamento della valutazione.

¹⁹ AIDA (Analisi Informatizzata delle Dati Aziendali) è una banca dati sviluppata da Bureau van Dijk (parte di Moody's Analytics) che raccoglie informazioni anagrafiche, finanziarie e commerciali dettagliate su tutte le società di capitali italiane attive (<https://aida.bvdinfo.com>)

²⁰ Economista indiano naturalizzato statunitense considerato uno dei massimi esperti mondiali di valutazione d'azienda.

²¹ Leader globale nella fornitura di informazioni finanziarie e dati economici (<https://bloomberg.com>).

²² L'analisi storica è stata circoscritta agli esercizi 2023-2024, escludendo l'esercizio 2025 in quanto non idoneo a rappresentare le ordinarie condizioni di operatività dell'Azienda. I risultati economici di tale esercizio risultano, infatti, influenzati dagli effetti della progressiva cessazione della normale attività gestionale e dal contesto di crisi (culminato nel deposito, in data 3 novembre 2025, del ricorso ex art. 44, CCII), circostanze che ne compromettono la rappresentatività ai fini della costruzione dei flussi di cassa prospettici.

Le rettifiche operate hanno riguardato, in particolare, l'esclusione di componenti positive e negative di reddito riconducibili a eventi di natura eccezionale, a costi e ricavi estranei alla gestione operativa dell'Azienda ovvero a poste che, per loro natura, non risultavano ragionevolmente suscettibili di ripetersi nella futura gestione dell'attività. Analogamente, sono stati esclusi gli oneri riconducibili a componenti prive di rilevanza ai fini della determinazione della capacità prospettica di generazione dei flussi operativi, quali, a titolo esemplificativo, i costi fiscalmente indeducibili, gli oneri non inerenti alla gestione caratteristica e gli ulteriori componenti privi del requisito della normalità gestionale.

L'esito del processo di normalizzazione è riportato nella tabella seguente, nella quale, per ciascuna voce aggregata di conto economico, sono evidenziate le rettifiche apportate e il conseguente risultato normalizzato assunto quale base per la costruzione del piano economico-finanziario prospettico.

CONTO ECONOMICO	2023	2024	Rettifiche 2023	Rettifiche 2024	Normalizz. 2023	Normalizz. 2024
Valuta: euro						
Ricavi delle vendite	6.692.936	5.442.176	-	-	6.692.936	5.442.176
Variazioni rimanenze finali	5.886.113	2.600.000	-	-	5.886.113	2.600.000
Altri ricavi e proventi	198.080	269.440	185.232	253.785	12.848	15.655
Valore della produzione	12.777.129	8.311.616	185.232	253.785	12.591.897	8.057.831
Materie prime	(5.274.631)	(4.446.270)	(25.753)	(7.662)	(5.248.878)	(4.438.609)
Servizi	(281.110)	(308.656)	(4.655)	(82.385)	(276.455)	(226.271)
Godimento beni terzi	(11.165)	(3.979)	(8.419)	(1.099)	(2.746)	(2.880)
Personale	(320.816)	(318.313)	-	(193)	(320.816)	(318.120)
Variazioni rimanenze iniziali	(6.115.220)	(5.886.113)	-	-	(6.115.220)	(5.886.113)
Oneri diversi	(549.553)	(141.822)	(549.553)	(141.822)	-	-
Costi della produzione	(12.552.496)	(11.105.153)	(588.381)	(233.161)	(11.964.115)	(10.871.992)

La ricostruzione del conto economico normalizzato ha rappresentato il necessario presupposto metodologico per la determinazione delle incidenze dei principali costi operativi monetari e, conseguentemente, per la predisposizione delle assunzioni sottostanti la stima dei flussi di cassa operativi prospettici.

➤ Le assunzioni di ricavo

Ai fini della predisposizione dei flussi di cassa operativi prospettici sono stati assunti esclusivamente i ricavi monetari derivanti dalla gestione caratteristica (*i.e.* “Ricavi delle vendite”).

In particolare, il valore dei ricavi previsto per il primo anno di previsione esplicita (T1) è stato determinato assumendo quale riferimento la media dei ricavi consuntivati negli esercizi 2024 (euro 5.442.176) e 2025 (euro 2.199.267)²³. Tale scelta risponde all'esigenza di contemperare, da un lato, il livello di attività registrato nell'ultimo esercizio caratterizzato da una

²³ Al riguardo si precisa che il ricavi di € 1.590.703 sono stati ragguagliati ad anno essendo relativi solo al periodo anteriore la stipula del contratto d'affitto di ramo d'azienda di cui s'è detto (22.9.2025).

piena operatività aziendale e, dall'altro, le più recenti evidenze gestionali disponibili che, pur maturate in un contesto di progressivo deterioramento aziendale, costituiscono la migliore rappresentazione dell'effettiva capacità del complesso aziendale di mantenere i propri volumi di attività alla data della valutazione. L'assunzione adottata si pone pertanto in un'ottica prudentiale evitando, da un lato, la sovrastima della capacità commerciale del complesso *de quo* e, dall'altro, l'integrale recepimento di dati fortemente condizionati dalla fase patologica che ha preceduto il ricorso alle tutele giudiziali di fine 2025.

Per il secondo anno di previsione esplicita (T2) è stata ipotizzata una graduale ripresa dei volumi di vendita, assumendo un livello di ricavi pari alla media tra quelli stimati per il primo anno di piano (T1) e quelli conseguiti nell'esercizio 2024 (euro 5.442.176). Tale assunzione riflette una fisiologica progressione dell'attività commerciale, coerente con il progressivo ripristino delle condizioni operative del complesso aziendale e con gli interventi di investimento ipotizzati nel piano, illustrati nel prosieguo della presente relazione.

A decorrere dal terzo anno di previsione esplicita (T3) è stato assunto il pieno recupero del livello di ricavi registrato nell'esercizio 2024, ritenuto rappresentativo della capacità reddituale conseguibile dal complesso aziendale in condizioni di ordinaria operatività.

Per gli esercizi successivi del periodo di previsione esplicita, i ricavi sono stati sviluppati applicando un tasso annuo di crescita nominale pari al 2,4% coerente con le attese di inflazione di lungo periodo²⁴ e con l'ipotesi di mantenimento della capacità produttiva del complesso aziendale in un contesto di stabilità operativa.

Nella tabella sottostante si riporta quindi l'evoluzione stimata dei ricavi per i periodi di previsione esplicita (T1-T5):

Sviluppo ricavi Valuta: euro	T1	T2	T3	T4	T5
Ricavi delle vendite	3.820.722	4.631.449	5.442.176	5.572.789	5.706.536

➤ Le assunzioni di costo

La determinazione dei costi operativi monetari è stata effettuata mediante l'applicazione ai ricavi prospettici (T1-T5) delle incidenze percentuali desunte dal conto economico normalizzato del complesso aziendale.

A tal fine, per ciascuna delle principali categorie di costo operativo (acquisti di materie prime, costi per servizi e costi per godimento di beni di terzi), è stata preliminarmente determinata l'incidenza percentuale sul valore dei ricavi delle vendite sulla base dei risultati economici normalizzati relativi agli esercizi 2023 e 2024 *ut infra*:

²⁴ Fonte: Comunicato ECB 26.6.2026 (<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/html/index.en.html>)

CONTO ECONOMICO	Norm. 2023	Norm. 2024
Valuta: euro		
Ricavi delle vendite	6.692.936	5.442.176
Acquisiti Materie prime	(5.248.878)	(4.438.609)
Incidenza (%)	-78,4%	-81,6%
Servizi	(276.455)	(226.271)
Incidenza (%)	-4,1%	-4,2%
Godimento beni terzi	(2.746)	(2.880)
Incidenza (%)	0,0%	-0,1%

L'analisi comparata delle predette incidenze ha evidenziato un'elevata stabilità dei rapporti economici sottostanti, con particolare riferimento ai costi per servizi e ai costi per godimento di beni di terzi, nonché una sostanziale continuità dell'incidenza del costo delle materie prime, la cui lieve variazione riflette le dinamiche dei prezzi di acquisto delle materie prime e del *mix* di prodotti commercializzati.

In considerazione della sostanziale omogeneità dei coefficienti rilevati e della maggiore attualità delle informazioni economiche disponibili, lo scrivente ha ritenuto ragionevole assumere, ai fini della costruzione del piano economico-finanziario prospettico, le incidenze percentuali desunte dall'esercizio 2024, ritenendole maggiormente rappresentative della struttura dei costi del complesso aziendale in condizioni di normale operatività.

Le predette incidenze sono state pertanto applicate ai ricavi stimati per ciascun esercizio del periodo di previsione esplicita, assumendo l'invarianza dei rapporti tecnici tra costi operativi e ricavi in assenza di elementi oggettivi idonei a giustificare differenti dinamiche evolutive.

Per quanto concerne il costo del personale, lo scrivente ha ritenuto ragionevole assumerne il valore prospettico in misura pari alla media dei costi rilevati negli esercizi 2023 (euro 320.816) e 2024 (euro 318.120), in considerazione della sostanziale stabilità dell'organico e della limitata variabilità evidenziata dalla relativa voce di costo nei due esercizi assunti a riferimento. Tale assunzione appare coerente con l'ipotesi di prosecuzione dell'attività in condizioni di normale operatività e con il mantenimento della struttura organizzativa necessaria allo svolgimento dell'attività caratteristica.

In un'ottica di prudenza valutativa, da ultimo, sono stati inoltre considerati oneri generali e amministrativi ulteriori (i.e. "*Contingency & G&A*"), non direttamente riconducibili a specifiche categorie di costo, al fine di tenere conto di eventuali costi operativi fisiologicamente connessi alla gestione corrente del complesso aziendale e non puntualmente desumibili dalla documentazione storica.

Tali oneri sono stati convenzionalmente stimati in misura pari al 2% dei ricavi delle vendite per ciascun esercizio del periodo di previsione esplicita, quale margine prudenziale

idoneo a intercettare eventuali costi di natura residuale o sopravvenienze operative non specificamente modellizzate.

Nella tabella sottostante si riporta quindi l'evoluzione attesa dei costi operativi monetari per il periodo di previsione esplicita T1-T5:

Sviluppo costi Valuta euro:	T1	T2	T3	T4	T5
Materie prime acquisti	(3.116.159)	(3.777.384)	(4.438.609)	(4.545.135)	(4.654.218)
Servizi	(158.855)	(192.563)	(226.271)	(231.701)	(237.262)
Godimento di beni terzi	(1.795)	(2.176)	(2.556)	(2.618)	(2.681)
Personale	(319.468)	(327.135)	(334.987)	(343.026)	(351.259)
Altri costi (contingency e G&A)	(76.414)	(92.629)	(108.844)	(111.456)	(114.131)
Totale	(3.672.691)	(4.391.887)	(5.111.266)	(5.233.936)	(5.359.551)

➤ Assunzioni relative agli investimenti (Capex)

Gli investimenti prospettici (*Capital Expenditures* – *CAPEX*) sono stati stimati assumendo, per ciascun esercizio del periodo di previsione esplicita, un livello di investimenti coerente con il fisiologico fabbisogno di mantenimento della capacità operativa del complesso aziendale in esame.

In particolare, gli investimenti a regime sono stati stimati sulla base delle evidenze statistiche elaborate dal *Prof. Aswath Damodaran*²⁵, aggiornate al gennaio 2026, con riferimento alle società operanti nell'area geografica *Western Europe* e appartenenti ai settori *Chemical (Specialty)* e *Farming/Agriculture*, dalle quali emerge un'incidenza media degli investimenti ricorrenti (*Net CAPEX/Sales*) pari a circa il 2,32% dei ricavi delle vendite, assunta quale parametro di riferimento ai fini della presente valutazione.

Gli investimenti così determinati sono stati integralmente capitalizzati e ammortizzati a quote costanti lungo un periodo di cinque esercizi, ritenuto coerente con la vita utile economico-tecnica delle immobilizzazioni cui gli stessi si riferiscono.

In detto scenario il fabbricato di proprietà incluso nel complesso aziendale è stato ammortizzato considerando coerenti il valore di congruità assegnato dal perito della procedura e l'aliquota fiscale attualmente assegnata per il codice ATECO di riferimento²⁶.

L'evoluzione prospettica degli investimenti, delle immobilizzazioni tecniche e dei relativi ammortamenti trova quindi esplicitazione nella tabella che segue.

²⁵ Cfr <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> - sezione "Current Data" in particolare la sezione dedicata "Cashflow Estimation" (area "Europe").

²⁶ Senza scorporo del terreno (per carenza di dettaglio informativo) che, per i valori in esame, determina una variazione di carattere marginale nel contesto che qui ci occupa.

Ammortamenti Capex Valuta: euro	T1	T2	T3	T4	T5
CAPEX T1 (BOP)	88.683	70.947	53.210	35.473	17.737
<i>Amm.ti</i>	(17.737)	(17.737)	(17.737)	(17.737)	(17.737)
CAPEX T1 (EOP)	70.947	53.210	35.473	17.737	-
CAPEX T2 (BOP)	-	107.501	86.001	64.501	43.000
<i>Amm.ti</i>	-	(21.500)	(21.500)	(21.500)	(21.500)
CAPEX T2 (EOP)	-	86.001	64.501	43.000	21.500
CAPEX T3 (BOP)	-	-	126.319	101.055	75.791
<i>Amm.ti</i>	-	-	(25.264)	(25.264)	(25.264)
CAPEX T3 (EOP)	-	-	101.055	75.791	50.528
CAPEX T4 (BOP)	-	-	-	129.351	103.480
<i>Amm.ti</i>	-	-	-	(25.870)	(25.870)
CAPEX T4 (EOP)	-	-	-	103.480	77.610
CAPEX T5 (BOP)	-	-	-	-	132.455
<i>Amm.ti</i>	-	-	-	-	(26.491)
CAPEX T5 (EOP)	-	-	-	-	105.964
Immobilizzazioni (capex) (BOP)	88.683	178.448	265.530	330.379	372.464
<i>Ammortamenti</i>	(17.737)	(39.237)	(64.501)	(90.371)	(116.862)
Immobilizzazioni (capex) (EOP)	70.947	139.211	201.029	240.009	255.602
Change in cash (CAPEX)	(88.683)	(107.501)	(126.319)	(129.351)	(132.455)
<i>Ammortamento Fabbricato</i>	(14.580)	(14.580)	(14.580)	(14.580)	(14.580)
Totale ammortamenti	(32.317)	(53.817)	(79.081)	(104.951)	(131.442)

In ragione di quanto sin qui esposto, nella tabella sottostante si riporta la conseguente evoluzione prospettica della stima del conto economico aziendale per il periodo di previsione esplicita:

Sviluppo CE Valuta: euro	T1	T2	T3	T4	T5
Ricavi delle vendite	3.820.722	4.631.449	5.442.176	5.572.789	5.706.536
Materie prime acquisti	(3.116.159)	(3.777.384)	(4.438.609)	(4.545.135)	(4.654.218)
Servizi	(158.855)	(192.563)	(226.271)	(231.701)	(237.262)
Godimento di beni terzi	(1.795)	(2.176)	(2.556)	(2.618)	(2.681)
Personale	(319.468)	(327.135)	(334.987)	(343.026)	(351.259)
Altri costi (contingency e G&A)	(76.414)	(92.629)	(108.844)	(111.456)	(114.131)
EBITDA	148.030	239.563	330.911	338.853	346.985
<i>EBITDA Margin %</i>	3,87%	5,17%	6,08%	6,08%	6,08%
Ammortamenti	(32.317)	(53.817)	(79.081)	(104.951)	(131.442)
EBIT	115.714	185.746	251.830	233.902	215.543

➤ Assunzioni relative all'andamento del capitale circolante

Ai fini della determinazione della dinamica prospettica del capitale circolante netto (CCN), lo scrivente ha fatto ricorso ad un'analisi empirica condotta sulla banca dati AIDA – Bureau van Dijk²⁷, utilizzando un campione di società ritenute comparabili con il complesso in esame per settore di attività e dimensione economica.

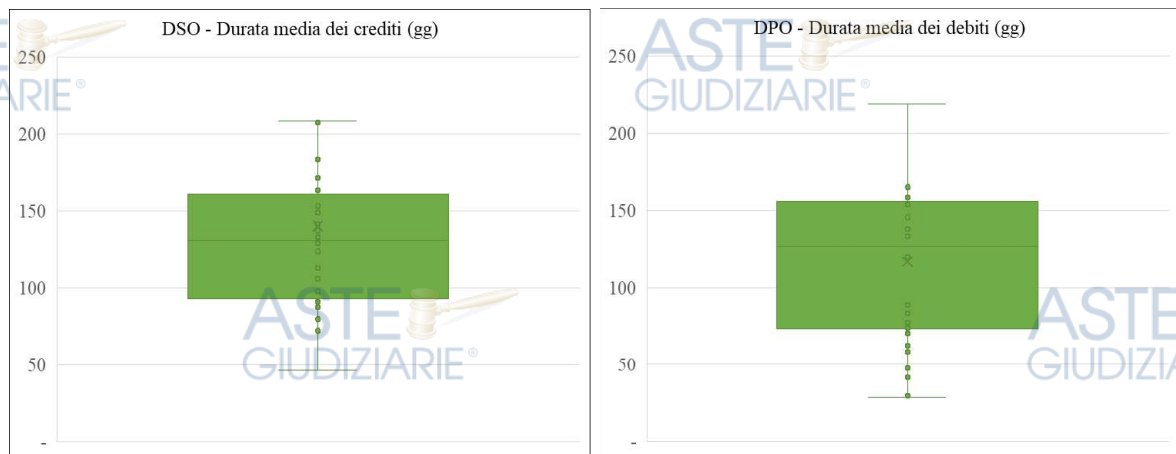
²⁷ AIDA (Analisi Informatizzata delle Aziende Italiane) è la banca dati sviluppata da Bureau van Dijk – Moody's Analytics, che raccoglie informazioni economico-finanziarie, patrimoniali e anagrafiche delle società italiane. Per ampiezza del campione, qualità delle informazioni e diffusione presso operatori professionali, università, istituzioni

Al riguardo il database è stato interrogato, in una prima fase, selezionando le imprese appartenenti ai codici ATECO 20.15 ("Fabbricazione di fertilizzanti e composti azotati") e ATECO 46.75.01 ("Commercio all'ingrosso di fertilizzanti e di altri prodotti chimici per l'agricoltura"), limitando l'analisi alle società con ricavi delle vendite non superiori a 20 milioni di euro e patrimonio netto positivo²⁸ così individuando un universo iniziale di 2.063 società. Successivamente, con l'obiettivo di incrementare l'omogeneità del campione e la significatività statistica dei parametri utilizzati nella valutazione, si è progressivamente affinato il campione attraverso ulteriori criteri selettivi e, segnatamente, sono state considerate esclusivamente le società:

- per le quali risultavano disponibili gli indicatori relativi ai giorni medi di incasso dei crediti commerciali (DSO) e ai giorni medi di pagamento dei debiti commerciali (DPO) nei bilanci relativi agli esercizi 2024 o 2025;
- caratterizzate da un livello di ricavi delle vendite compreso tra 3 e 9 milioni di euro, più aderenti al caso di specie.

L'adozione dei predetti criteri selettivi è risultata funzionale ad individuare un campione di 38 imprese operanti sul territorio nazionale in condizioni economiche e dimensionali sostanzialmente omogenee rispetto al caso in esame.

La selezione così operata ha restituito valori mediani per DSO e DPO rispettivamente di 127 giorni e 133 giorni come da distribuzione riepilogata nei *box plot* sottostanti:



La scelta della mediana è motivata dalla sua maggiore rilevanza statistica rispetto alla media aritmetica, risultando meno influenzata dalla presenza di osservazioni estreme e maggiormente rappresentativa del comportamento tipico delle realtà comparabili.

finanziarie e autorità di vigilanza, costituisce uno dei principali riferimenti utilizzati nella prassi nazionale per analisi di bilancio, valutazioni d'azienda e ricerche economico-aziendali.

²⁸ Al fine di evitare soggetti in squilibrio patrimoniale.

I parametri sopra individuati hanno consentito di stimare l'evoluzione prospettica dei crediti verso clienti e dei debiti verso fornitori. In particolare, il DSO di 127 giorni è stato applicato ai ricavi delle vendite stimati per ciascun esercizio del periodo di previsione esplicita, al fine di determinare la consistenza attesa dei crediti commerciali. Il DPO di 133 giorni è stato invece applicato esclusivamente ai costi di acquisto delle materie prime e dei servizi, ritenuti rappresentativi delle ordinarie passività commerciali del complesso aziendale in esame.

Per le ulteriori componenti di costo operativo, quali il costo del personale, i costi per godimento di beni di terzi e gli altri costi operativi, è stata prudenzialmente assunta l'assenza di dilazioni di pagamento (DPO pari a zero), in considerazione della diversa natura economica di tali poste e dell'assenza di elementi oggettivi idonei a supportare l'ipotesi di una sistematica dilazione commerciale.

In ragione di quanto testé precisato, nelle tabelle sottostanti sono riportate l'evoluzione attesa dei crediti verso clienti e dei debiti commerciali, nonché la loro variazione finanziaria necessaria ai fini della determinazione del flusso di cassa operativo:

Capitale circolante Valuta: euro	T1	T2	T3	T4	T5
Crediti verso clienti (+)	1.332.804	1.615.614	1.898.425	1.943.987	1.990.643
Debiti verso fornitori (-)	1.196.143	1.449.955	1.703.767	1.744.658	1.786.529
Totale CCN	136.661	165.659	194.658	199.330	204.113

Variazioni del Capitale circolante Valuta: euro	T1	T2	T3	T4	T5
(Incremento)/Decremento crediti vs clienti	(1.332.804)	(282.811)	(282.811)	(45.562)	(46.656)
Incremento/(Decremento) debiti vs fornitori	1.196.143	253.812	253.812	40.890	41.872
Totale Δ CCN	(136.661)	(28.998)	(28.998)	(4.672)	(4.784)

➤ La stima del reddito stabilizzato

Il reddito stabilizzato successivo al periodo di previsione esplicita, ai fini della stima del valore terminale (di seguito anche "*Terminal Value*" o "TV"), è stato calcolato sulla base del risultato operativo dell'ultimo periodo di previsione esplicita, diminuito degli investimenti a regime volti al mantenimento dell'efficienza dell'infrastruttura funzionale allo svolgimento dell'attività aziendale. Pertanto, il *Free Cash Flow* (FCF) a regime è stato diminuito del valore degli investimenti e incrementato dei corrispondenti ammortamenti, ipotizzando l'invarianza dello *stock* delle immobilizzazioni in *perpetuity*²⁹.

²⁹ In coerenza con l'ipotesi di assenza di crescita perpetua ($g=0$). Si veda il successivo punto relativo al "*Il tasso di crescita del reddito stabilizzato*"

➤ Il tasso di attualizzazione del reddito medio atteso

Il tasso di attualizzazione è stato posto pari al *WACC* (*Weighted Average Cost of Capital*) calcolato in base alla seguente formula:

$$WACC = K_e \frac{E}{E + D} + K_d (1 - T) \frac{D}{D + E}$$

dove:

K_e è il Cost of Equity, ovvero il costo dei mezzi propri o capitale di rischio;

E è l'ammontare di riferimento del patrimonio netto;

D è l'ammontare di riferimento del capitale di debito;

K_d è il *Cost of Debt*, ovvero il costo medio del capitale di credito;

T è l'aliquota fiscale vigente (alla data di riferimento) nel paese di domicilio della Società che detiene il complesso aziendale.

Il *wacc* rappresenta il costo medio ponderato delle fonti di finanziamento che si prevede di impiegare in un progetto di investimento e, quindi, misura il tasso che remunera in modo equilibrato le fonti di finanziamento per la copertura dei fabbisogni finanziari generati da un investimento, tenendo conto del peso del capitale di rischio e di debito e delle loro relative remunerazioni.

I parametri della formula sono stati desunti a partire dai dati di mercato riferiti a un campione di società comparabili ottenuto sulla base dei seguenti criteri di estrazione:

- società quotate³⁰;
- società comparabili³¹.

Definito il campione, sono stati calcolati i parametri del *wacc* come in appresso.

Il costo dei mezzi propri *Cost of Equity* (K_e) è stato determinato nel rispetto delle linee guida emanate dall'Organismo Italiano di Valutazione (OIV) riportate nel *discussion paper* "DP.01.2012" del 14 giugno 2012³², optando per la metodologia valutativa secondo cui il rischio paese è implicito nel tasso *risk free*. In particolare, l'OIV basa il calcolo del K_e sulla formula del *CAPM* (*Capital Asset Pricing Model*):

$$K_e = R_f + \beta * [E(R_m) - R_f] = R_f + \beta * ERP$$

dove:

R_f è il tasso *Risk Free*,

³⁰ Per poter calcolare il coefficiente *beta* di regressione tra i valori storici dell'azienda e l'andamento dell'indice azionario di riferimento, le società devono possedere un prezzo conosciuto (*i.e.* essere quotate).

³¹ Affinché l'estrazione abbia significato occorre intercettare le società che svolgono un'attività uguale o simile a quella del caso in esame.

³² Cfr. § 13.

β è il coefficiente *beta* e

ERP è l'*Equity Risk Premium* (differenza tra il rendimento atteso del mercato e tasso *Risk Free*).

Al riguardo si precisa che, nel presente contesto, il *Cost of Equity* è stato calcolato sommando alle stime del K_e (ottenute secondo l'approccio definito dall'OIV) uno *spread* addizionale a titolo di *Size Premium*³³.

In ordine alla quantificazione delle componenti del tasso *de quo* si consideri quanto segue.

Il tasso *Risk Free* (R_f) è stato determinato come media aritmetica semplice delle quotazioni settimanali del rendimento dei Titoli di Stato italiani con scadenza a 10 anni osservate negli ultimi dodici mesi, a partire dalla data di avvio delle attività di valutazione (10 luglio 2026).

Il coefficiente *beta* è stato posto pari al valore del *beta adjusted*, determinato sulle basi delle osservazioni campionarie.

In argomento si precisa che i *beta Levered* campionari (β_L), si riferiscono ai *beta adjusted* estratti da *Bloomberg* per ogni società del campione, calcolati attraverso una regressione lineare semplice (OLS) di ciascun titolo sull'indice di mercato di riferimento, su un arco temporale di due anni, utilizzando dati con frequenza settimanale.

In considerazione del fatto che il *beta* storico di un singolo titolo non necessariamente costituisce un puntuale riferimento per la definizione del *beta* prospettico, nella prassi si compiono una serie di aggiustamenti ai coefficienti *beta* stimati sulla base della regressione dei rendimenti storici. All'uopo, lo scrivente ha fatto ricorso alla tecnica di *Blume* (generalmente adottata dalla maggior parte dei *data providers*) che si fonda sull'evidenza empirica secondo la quale tutti i coefficienti *beta* mostrano una tendenza a convergere verso la media del mercato nel corso del tempo (*mean reverting*). A tal fine, la tecnica di *Blume* consiste nello stimare il *beta* prospettico come media ponderata del *beta* storico del titolo e del *beta* di mercato (che, per definizione, è pari a 1), secondo i seguenti pesi: 2/3 per il primo e 1/3 per il secondo *ut infra*:

$$\beta_{adjusted} = \frac{2}{3} \beta_{storico} + \frac{1}{3} \beta_{mercato}$$

I *beta adjusted* così estratti da *Bloomberg* sono stati "*delevereggiati*" (i.e. depurati della componente finanziaria) per ottenere i rispettivi *beta unlevered* (o puri) campionari (β_U) applicando la formula di *Hamada*:

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{\left[1 + \frac{D_i}{E_i} * (1 - T_i)\right]}$$

³³ E' il rendimento aggiuntivo che gli investitori storicamente richiedono per investire in aziende a bassa capitalizzazione (*small cap*) rispetto a quelle grandi.

dove, con riferimento all'entità "i" in esame:

βL_i è il *beta levered*, posto pari al *beta adjusted* estratto da *Bloomberg*;

D_i è l'ammontare, alla data di valutazione, del capitale di debito estratto da *Bloomberg*;

E_i è l'ammontare, alla data di valutazione, del patrimonio netto estratto da *Bloomberg*;

T_i è l'aliquota fiscale vigente del paese di domicilio in base agli indici KPMG (KPMG index) estratti da *Bloomberg*.

Successivamente, la media dei *beta unlevered* così individuati $\overline{\beta U}$ è stata "rilevereggiata"³⁴ utilizzando i valori mediani campionari del rapporto $(D/E)_m$ e l'aliquota fiscale T specifica della società secondo la seguente formula:

$$B_{re-levered} = \overline{\beta U} * \left[1 + \left(\frac{D}{E} \right)_m * (1 - T) \right]$$

In aderenza alle richiamate indicazioni del *discussion paper* "DP.01.2012" del 14 giugno 2012, l'*Equity Risk Premium* (ERP) è stato posto pari all'*Equity Risk Premium* per il *mature market USA* (S&P 500) stimato dal Prof. Damodaran, aggiornato ad aprile 2026³⁵.

Al fine di operare un ulteriore aggiustamento in termini di rischio non diversificabile, attraverso il *build-up method* (ovvero il CAPM modificato), al premio per il rischio così calcolato, come si è detto, è stato sommato un ulteriore importo a titolo di *Size Premium* ($SP_{\beta adjusted}$) che rappresenta, nella sostanza, un premio per l'illiquidità dell'entità in esame in funzione del suo dimensionamento. Tale *Size Premium* è stato determinato partendo dalle serie storiche del *Size Premium* da applicare alle società appartenenti a determinate classi dimensionali secondo i *range* individuati nel *search paper* di Duff & Phelps³⁶.

Il *Cost of Debt* (K_d), ovvero il costo medio del capitale di debito, è stato determinato facendo riferimento al *pre-tax cost of debt* stimato, a gennaio 2026, dal Prof. Damodaran per il settore di riferimento nell'area Europa dell'ovest.

Per l'aliquota fiscale (T), come detto in precedenza, si è considerata quella vigente alla data di valutazione.

La struttura finanziaria *target* è stata quindi posta pari alla struttura finanziaria mediana del campione selezionato (80,1% *equity* e 19,9% *debt*).

³⁴ Il coefficiente β osservato nelle società comparabili riflette sia il rischio operativo dell'attività sia l'effetto della rispettiva struttura finanziaria (indebitamento). Al fine di stimare il rischio dell'Azienda oggetto di valutazione, il β è stato dapprima depurato dall'effetto della leva finanziaria delle società comparabili (*unlevered beta*), ossia "delevereggiato" e successivamente adeguato alla struttura finanziaria mediana di settore e l'aliquota fiscale di riferimento (*relevered beta*), ossia "rilevereggiato", così da ottenere un coefficiente di rischio coerente con le caratteristiche del *business* valutato.

³⁵ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, section: "current data" in particolare la sezione dedicata "Discount Rate Estimation".

³⁶ Duff & Phelps, *Valuation Handbook - Industry Cost of Capital*.

Nella tabella seguente sono illustrate le risultanze del metodo di calcolo adottato per la stima del *wacc*, con i dettagli in merito alle assunzioni e alle diverse modalità di calcolo dei parametri e delle grandezze finanziarie utilizzate.

Wacc		Descrizione
Sector	Fertilizzanti e Coltivazione chimici	
Valuation Date	10/07/2026	
Risk Free Rate	3,59%	Media a 12 mesi del BTP 10Y (frequenza settimanale). Fonte Bloomberg
Beta	0,71	Coefficiente Beta Adj delle società comparabili quotate. Fonte: Bloomberg
ERP	4,77%	Equity Risk Premium Mature market. Fonte: Damodaran, aprile 2026
Size Premium	5,59%	Size premium. Smallest Cap Fonte: Duff & Phelps
Ke	12,55%	
Pre Tax Cost of Debt	5,52%	Pre Tax Cost of Debt mercato azionario di riferimento. Fonte: Damodaran, gennaio 2026
Tax rate	27,90%	Italy Tax rate (IRES+IRAP)
Kd Post Tax	3,98%	
% Equity	80,1%	Struttura Finanziaria Target mediana: Bloomberg
% Debt	19,9%	Struttura Finanziaria Target mediana: Bloomberg
Wacc	10,85%	

➤ Il tasso di crescita attesa del reddito stabilizzato

In ragione della complessità, nell'attuale contesto, di svolgere attendibili valutazioni prognostiche e considerato l'approccio prudentiale a cui deve sottendere la valutazione in ragione del contesto in cui è operata, il saggio di crescita attesa del flusso stabilizzato generato dall'attività ("g"), è stato considerato pari a zero.

➤ Il valore economico dell'Azienda

Posto quanto sopra, lo scrivente ha proceduto con la stima del valore economico del complesso aziendale mediante la motivata applicazione della metodologia DCF fondata sull'attualizzazione dei flussi di cassa della gestione operativa in forza della quale detto valore economico risulta determinato quale somma algebrica del valore cumulato dei flussi derivanti dalla previsione esplicita e del *Terminal Value*, come di seguito riepilogato:

Discounted Cash Flow Valuta: euro	T1	T2	T3	T4	T5	TV
EBIT	115.714	185.746	251.830	233.902	215.543	215.543
Imposte (-)	(32.284)	(51.823)	(70.261)	(65.259)	(60.137)	(60.137)
NOPAT	83.430	133.923	181.570	168.643	155.407	155.407
Amm.ti	32.317	53.817	79.081	104.951	131.442	131.442
Capex	(88.683)	(107.501)	(126.319)	(129.351)	(132.455)	(131.442)
ΔCCN	(136.661)	(28.998)	(28.998)	(4.672)	(4.784)	-
FCF	(109.598)	51.240	105.333	139.572	149.610	155.407
<i>Period</i>	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>5</i>
FCF Actual	(98.874)	41.703	77.340	92.452	89.405	92.869
<i>Wacc</i>	<i>10,85%</i>					
<i>g</i>	<i>0,0%</i>					
Somma FCF Attualizzati	202.026					
Terminal Value	856.258					
Enterprise Value (EV)	1.058.284					

In ragione di quanto sin qui esposto il valore economico del complesso aziendale *de quo* risulta determinato in euro 1.058.284 quale somma algebrica del valore cumulato dei flussi di previsione esplicita attualizzati (euro 202.026) e del *Terminal Value* (euro 856.258).

Il valore del complesso aziendale oggetto di dismissione da parte degli Organi della Procedura può quindi razionalmente essere individuato nell'importo arrotondato di 1.060.000 euro.

Detto risultato appare coerente con l'offerta ricevuta [REDACTED] di euro 1.000.000 (oltre accessori di legge) al netto dei costi straordinari da sostenere per almeno 50.000 euro (confermati dal perito della Procedura con il proprio elaborato del 16 c.m.).

➤ **Analisi di sensitività e considerazioni finali**

A supporto delle risultanze alle quali si è testé pervenuti, lo scrivente ha sviluppato un'analisi di sensitività della valutazione rispetto ai principali parametri assuntivi del modello.

Come noto, infatti, il metodo finanziario basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici presenta una fisiologica sensibilità rispetto ad alcune variabili valutative, la cui determinazione richiede necessariamente l'esercizio del giudizio professionale del valutatore. In particolare, l'analisi è stata sviluppata con riferimento ai due parametri che, nella prassi valutativa, esercitano la maggiore influenza sul valore economico risultante, vale a dire il tasso di attualizzazione (WACC) e il tasso di crescita di lungo periodo (g) assunto ai fini della determinazione del *Terminal Value*.

La tabella seguente riporta quindi gli effetti prodotti sulla valorizzazione del complesso in esame dalla variazione di detti parametri rispetto alle risultanze alle quali lo scrivente è pervenuto *ut supra*.

Sensitivity Analysis (€milioni)	Wacc (+/- Valuation baseline)			
		9,85%	10,85%	11,85%
g rate (+/- Valuation Baseline)	0,0%	1,199	1,058	0,942
	1,5%	1,393	1,211	1,064
	2,0%	1,475	1,273	1,113

L'analisi di sensitività conferma che, la valorizzazione ottenuta mediante l'applicazione del metodo finanziario, permane sostanzialmente stabile anche al variare delle principali assunzioni valutative, evidenziando un intervallo dei valori di stima compreso, tra 0,942 e 1,475 mln di euro ed una concentrazione attorno a valori prossimi a 1,1 milioni di euro, ciò confermando l'esito della stima operata.

Al riguardo si ritiene opportuno conclusivamente evidenziare come il valore economico risultante dall'applicazione della metodologia valutativa adottata rappresenti una stima di valore e non il prezzo che potrà concretamente formarsi nell'ambito della Procedura competitiva di liquidazione giudiziale. Nella teoria estimativa e nella consolidata prassi valutativa internazionale è infatti principio consolidato che, valore e prezzo costituiscano concetti distinti: il primo rappresenta una grandezza stimata sulla base di assunzioni economico-finanziarie formulate secondo criteri di razionalità e coerenza metodologica mentre, il secondo, costituisce il risultato dell'incontro tra domanda e offerta in uno specifico contesto negoziale e può risentire di molteplici fattori contingenti, quali il grado di contendibilità dell'*asset*, il numero e le caratteristiche dei potenziali acquirenti, le condizioni di mercato e le peculiarità della procedura di vendita.

Ne consegue che l'eventuale aggiudicazione del complesso aziendale ad un corrispettivo inferiore o superiore al valore economico stimato non costituisce, di per sé, elemento idoneo a porre in discussione la ragionevolezza della stima, potendo riflettere le specifiche dinamiche competitive e negoziali proprie dell'ambito concorsuale in cui la dismissione viene gestita, fermo restando che il valore stimato rappresenta il migliore apprezzamento del valore del complesso aziendale in condizioni di ordinaria operatività sulla base delle assunzioni tecniche preliminarmente definite ed esplicitate.

V. CONCLUSIONI

Richiamando gli assunti esposti nella disamina svolta e precisando che la stessa è stata condotta con costante riferimento all'incarico ricevuto, lo scrivente ritiene conclusivamente che il

valore del complesso aziendale *de quo* possa razionalmente essere individuato nell'importo arrotondato di **1.060.000 euro**, che:

- si presenta coerente con il prezzo indicato nell'offerta irrevocabile del 14 c.m. acquisita dagli Organi della Procedura;
- esprime il valore del complesso aziendale nella sua interezza come perimetrata al cap. IV § 1 al quale, qui, si fa ampio e completo rimando.

Confidando di essere stato chiaro ed esauriente nell'evasione dell'incarico affidato nonché di avere fedelmente e completamente adempiuto alle funzioni attribuite, lo scrivente ringrazia per la fiducia accordata e porge rispettosì ossequi.

Mondovì, lì 20 luglio 2026

Il Consulente Tecnico
Dott. Angelo Barzelloni

