# TRIBUNALE ORDINARIO DI MILANO

*Sezione II Civile – Crisi d'impresa e procedure concorsuali*

***

LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE - F.A.E. SRL IN LIQUIDAZIONE

Giudice Delegato: dott.ssa Rosa Grippo

Curatore: dott. Vincenzo Cassaneti

***

RELAZIONE DEL PERITO

[art. 195, comma 2, del CCII]

Sommario:

1. Oggetto dell'incarico

2. Scopo e oggetto della stima

3. Data di riferimento della stima

4. Storia, mercato di riferimento ed attività svolta della società

5. Documentazione utilizzata

6. Metodologie di valutazione adottate

7. La stima del ramo d'azienda oggetto della procedura competitiva

   7.1. La determinazione del valore di "K"

   7.2. La determinazione del valore di "R"

   7.3. Il processo di calcolo di "$W_M$"

8. Conclusioni

## *1. OGGETTO DELL'INCARICO*

La società **F.A.E. S.r.l. in liquidazione** (in seguito, *breviter*, FAE), società avente sede legale in Nerviano (MI - 20014), via Duca di Pistoia n. 43, codice fiscale, partita IVA e numero di iscrizione al Registro Imprese di Milano-Monza-Brianza e Lodi 00766090153, R.E.A. MI – 716816, è stata dichiarata fallita dal Tribunale di Milano con sentenza n. 275/2026 del 23 aprile 2026 (Giudice Delegato dott.ssa Rosa Grippo e curatore dott. Vincenzo Cassaneti).

Con comunicazione del 11 maggio 2026 al Tribunale di Milano il curatore ha dichiarato di aver conferito l'incarico di redigere una relazione di stima ex art. 195, comma 2, del **Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza** (CCII - D.Lgs. n. 14/2019) al sottoscritto Luciano Crafa, con studio in Milano, Via Festa del Perdono n. 10, iscritto all'albo dei dottori commercialisti di Alessandria al n. 311 ed a quello dei revisori contabili al n. 110069 (D.M. del 12 aprile 1995, pubblicato nella G.U. n. 31 bis - IV Serie Speciale - del 21 aprile 1995.

Oggetto della relazione di stima è il valore del ramo di azienda della società, oggi operante in regime di esercizio provvisorio così come da ultimo disposto dal GD in data 1° ottobre 2026, con autorizzazione sino al 30 novembre 2026, al fine di porre in essere le procedure di vendita competitive per la cessione.

***

II sottoscritto dichiara di essere nelle condizioni soggettive prescritte per professionista stimatore ai sensi dell'art. 129 del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (CCII).

## *2. SCOPO E OGGETTO DELLA STIMA*

Lo scopo della stima è quello di individuare il "valore di liquidazione" del ramo di azienda la cui definizione trova collocazione nell'ambito dell'art. 87 (CCII) - nel testo risultante dal correttivo D. Lgs. 136/2024 – il quale definisce il valore di liquidazione come *"il valore realizzabile, in sede di liquidazione giudiziale, dalla liquidazione dei beni e dei diritti, comprensivo dell'eventuale maggior valore economico realizzabile nella medesima sede dalla cessione dell'azienda in esercizio, nonché delle ragionevoli prospettive di realizzo delle azioni esperibili, al netto delle spese"*.

La norma, collocata nell'abito della procedura concordataria, si pone l'obiettivo di fornire un benchmark oggettivo per valutare la convenienza delle soluzioni concordatarie proposte rispetto all'alternativa liquidatoria e quindi, in questo contesto, la norma medesima è giunta a formulare la definizione del "valore di liquidazione" sopra enunciata.

Questa definizione assume una rilevanza fondamentale in quanto il legislatore così facendo ha preso atto che il parametro del "valore di mercato" contenuto nelle precedenti disposizioni normative emendate non era solo inadeguato, ma del tutto irreale, dal momento che la liquidazione effettuata in sede giudiziale non ha mai consentito, se non in casi rarissimi, di liquidare i beni al prezzo di mercato indicato nelle perizie di stima.

La scelta di orientare le disposizioni normative verso il valore di liquidazione giudiziale risponde quindi all'esigenza di adottare parametri che riflettano meglio la realtà delle vendite forzate.

L'oggetto della stima è rappresentato dal ramo dell'azienda di FAE oggi operante in regime di esercizio provvisorio e, soprattutto, operante con un modello di business diverso rispetto al passato fino all'esercizio 2025 compreso; infatti già a partire dall'inizio del 2026, e a seguito della messa in liquidazione della società, l'azienda ha proseguito l'attività di impresa con la sola modalità del "conto lavoro" ai fini di preservare l'integrità del patrimonio sociale e non disperdere il valore degli asset e dell'avviamento.

Questo modello di business è proseguito poi, come sopra ricordato, anche dopo la dichiarazione di fallimento, in quanto gli organi della procedura hanno valutato opportuno disporre un esercizio provvisorio dell'azienda di FAE e/o di suoi singoli rami anche temporaneo e funzionale alla vendita del ramo anche alla luce dell'interesse mostrato da alcuni soggetti.

### *3. DATA DI RIFERIMENTO DELLA STIMA*

Il valore del ramo d'azienda "piegature e taglio di lastre in ferro" di FAE – oggetto della presente relazione di stima – è stato determinato in riferimento alla data del 30 settembre 2026.

A tale riguardo, si precisa per altro che, successivamente a tale data, non si sono verificati eventi – diversi da quelli relativi al normale svolgimento dell'attività aziendale – che

abbiano inciso in modo significativo sul valore del ramo d'azienda oggetto della presente relazione di stima.

## *4. STORIA, MERCATO DI RIFERIMENTO ED ATTIVITA' SVOLTA DELLA SOCIETA'*

La Società è stata costituita il 19 febbraio 1996, a seguito della trasformazione in società a responsabilità limitata della "Fae fabbrica attrezzi edili di Re Pietro e Rivolta Carla Snc, e "*opera nel campo siderurgico, nonché nella lavorazione di laminati di ferro. Più in particolare la società ha per oggetto la produzione di attrezzi edili in ferro di qualsiasi genere, lavorazioni di carpenteria in ferro e la commercializzazione all'ingrosso di materie prime, semilavorati e prodotti finiti di qualsiasi genere nel settore siderurgico*".

Nel corso degli anni, la Società si è progressivamente evoluta dedicandosi alla lavorazione conto terzi di materiali metallici per carpenterie medio pesanti, affermandosi come un centro servizi siderurgico "completo", che si occupa del taglio, della lavorazione e del commercio delle lamiere. Pertanto, FAE ha potuto offrire ai propri clienti qualsiasi tipo di lavorazione meccanica, dalla cesoiatura al taglio al plasma all'ossitaglio, fino alla piegatura.

L'attività è svolta presso il capannone, sito in Nerviano, Via Duca di Pistoia n. 43 di proprietà dei soci, [redacted]

Negli ultimi anni gli operatori del settore, *ivi* inclusa FAE, hanno dovuto affrontare difficoltà dettate, dapprima, dalle conseguenze economiche negative della pandemia e poi dal significativo aumento dei prezzi delle materie prime e del gas dovuto, in prima battuta, all'avvio del conflitto Russia-Ucraina.

Inoltre la crisi dell'industria automobilistica ha spinto numerosi operatori dell'indotto a riconvertirsi in attività di taglio laser, plasma e ossitaglio al servizio del settore delle costruzioni e, nello specifico, nelle lavorazioni di carpenteria in ferro; questo ha generato un aumento della concorrenza con relativa pressione sui volumi e sulle marginalità in particolare per le aziende caratterizzate da struttura produttive datate.

Vista la situazione di forte concorrenzialità sul mercato, la Società si è proposta di acquistare macchinari, che avrebbero consentito la produzione e la commercializzazione dei ben più redditizi prodotti e materiali utilizzati per la costruzione di capannoni e ponti da parte delle

officine industriali, ma tale politica non è stata portata a compimento alla luce delle ristrettezze finanziarie in essere.

Nel biennio 2024 – 2025, alla luce di quanto sopra, la situazione finanziaria della Società ha continuato ad aggravarsi stante anche l'impossibilità dell'accesso al credito e la mancanza di mezzi finanziari propri.

Nel corso degli ultimi mesi del 2025 FAE si è, altresì, adoperata per ricercare sul mercato uno o più operatori interessati a prendere in affitto l'azienda, o uno o più dei suoi rami, ai fini poi dell'acquisto dei medesimi nel contesto di una procedura di composizione negoziata o di uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza, ma senza successo.

Infine l'ingente perdita dell'esercizio 2024, formalizzata solo sul finire del 2025, ha portato i soci a deliberare in data 9 febbraio 2026 la messa in liquidazione della Società.

Nelle settimane successive, stante il sopraggiungere di decreti ingiuntivi (anche provvisoriamente esecutivi) notificati alla Società da parte di alcuni creditori, e relativi atti di precetto e, da ultimo, i ricorsi *ex* art. 37 CCII da parte di due Creditori Istanti, si è arrivati all'apertura della liquidazione giudiziale di FAE S.r.l. in Liquidazione con sentenza del 23/28 aprile 2026 da parte del Tribunale di Milano.

Dopo l'apertura della liquidazione giudiziale è stato, inoltre, autorizzato fino al 30 novembre 2026 l'esercizio provvisorio del ramo di azienda di FAE che, come illustrato al precedente punto 2) sta operando con un modello di business che prevede solo il "conto lavoro" e quindi in assenza di impegni finanziari correlati all'acquisizione di materie prime e di altri materiali.

## *5. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA*

Per lo svolgimento del proprio incarico, il sottoscritto si è recato presso la sede della FAE al fine di ottenere la documentazione ritenuta utile, nonché ogni altra informazione necessaria per la predisposizione della presente relazione di stima.

Purtroppo le concomitanti dimissioni dell'unico dipendente con funzioni amministrative ha reso non agevole la predisposizione e l'organizzazione di una parte della documentazione

e, pertanto, si è richiesto l'aggiornamento dei dati contabili a uno Studio esterno che aveva già collaborato in passato con la Società.

A livello documentale sono stati esaminati, in particolare:

- Bilanci d'esercizio 2023 e 2024
- Situazione interinale della Società e andamento della gestione relativa al periodo 1° gennaio 2025 – 30 settembre 2025
- Bilancio contabile al 31 dicembre 2025
- Bilancio contabile periodo 01/01/2026 – 27/04/2026
- Bilancio contabile periodo 28/04/2026 – 31/07/2026
- Bilancio contabile periodo 01/08/2026 – 30/09/2026
- Relazione informativa del Curatore relativa al periodo 01/08/2026 – 30/09/2026 dell'esercizio dell'impresa ai sensi dell'art. 211, comma 3 CCII
- La documentazione relativa agli elementi patrimoniali che fanno parte del ramo di azienda con particolare riguardo a quanto di seguito elencato:
    - Libro cespiti al 31/12/2025
    - Stima beni mobili ing. Vincenzo De Sena
    - Prospetto TFR e altre indennità dipendenti del ramo maturate al 30/09/2026
    - Crediti e debiti commerciali afferenti al ramo alla data del 30/09/2026
- Prospetto degli ordini di lavorazione afferenti al ramo "conto lavoro" acquisiti nel periodo 01/01/2026 – 30/09/2026

## *6. METODOLOGIE DI VALUTAZIONE ADOTTATE*

La dottrina economico-aziendale ha elaborato, nel corso del tempo, molteplici metodi per la determinazione del valore attribuibile ad un'azienda o ad un ramo d'azienda, i quali, rispondendo a teorie e presupposti logici diversi, possono condurre, talvolta, a risultati in parte difformi.

In considerazione di tale fatto, la scelta del metodo o dei metodi di valutazione da utilizzarsi costituisce un momento di fondamentale importanza nello svolgimento del processo estimativo, considerato che l'adozione di un metodo piuttosto che di un altro può condurre, a volte, a valori anche sensibilmente differenti.

Prima di illustrare e giustificare la scelta del metodo di valutazione adottato nella presente relazione di stima, si ritiene opportuno fare un breve accenno ai differenti modelli elaborati

dalla dottrina e dalla prassi professionale, con l'ovvia esclusione del modello dei multipli di mercato visto il contesto giuridico e operativo del ramo d'azienda oggetto di stima.

I metodi possono, quindi, classificarsi nelle quattro grandi categorie seguenti:

1. modello patrimoniale;
2. modello reddituale;
3. modello misto patrimoniale-reddituale;
4. modello finanziario.

All'interno di ciascuna delle predette categorie, vi sono poi una serie di sotto-procedimenti e/o metodi, i quali, pur rispondendo ad una medesima logica ispiratrice, adottano soluzioni peculiari al fine di risolvere gli svariati problemi che possono concretamente presentarsi nel corso della valutazione.

Illustrando brevemente la teoria sottostante a ciascuna delle categorie sopra delineate, si può dire, in primo luogo, che secondo il modello patrimoniale il valore di un'azienda è dato esclusivamente dalla sommatoria dei singoli elementi attivi e passivi del capitale, espressi non tanto sulla base del loro valore contabile, bensì valutati, eventualmente al netto dell'effetto fiscale, al loro valore corrente; è un modello considerato altamente dimostrabile, ma sconta il difetto di non tenere minimamente in considerazione la capacità (o la non capacità) di produrre flussi, né di reddito, né di cassa.

I metodi appartenenti al modello reddituale, invece, prescindono completamente dalla composizione e dal valore degli elementi patrimoniali dell'impresa, la quale viene valutata esclusivamente in funzione dei redditi che è in grado di generare in ossequio al teorema che ogni valore patrimoniale è iscrivibile solo a condizione di adeguati flussi prospettici di risultato.

Il modello misto patrimoniale-reddituale che sono, almeno nel nostro paese, quelli di più generale utilizzo, cerca di mediare tra i due modelli precedentemente accennati, in quanto, oltre a considerare il valore sostanziale dell'aggregato patrimoniale, tiene presente anche le potenzialità di reddito dell'azienda, tramite la quantificazione autonoma di un valore di stima denominato "Avviamento".

Il modello finanziario, infine, si basano sul principio che il valore di un'azienda dipende dalla sua capacità di generare, in futuro, flussi monetari a favore dei diversi *stakeholders*; si

tratta di metodi di origine anglosassone diffusi negli ultimi anni anche nel nostro paese, ma che richiedono quale condizione di base la disponibilità di piani industriali pluriennali predisposti dal management e molto dettagliati sia sul piano economico, sia su quello della struttura finanziaria.

***

A questo punto risulta, quindi, necessario individuare il metodo corretto (*rectius*: più coerente) da utilizzare rispetto alla fattispecie in esame che è rappresentata dal ramo di azienda "conto lavoro" di FAE in liquidazione giudiziale, ma che sta operando in continuità acquisendo commesse e portandole a compimento, come di seguito vedremo, proprio perché trattasi di un ramo con un suo attuale modello di business diverso da quanto praticato originariamente dall'azienda nella sua interezza prima della messa in liquidazione.

L'aspetto sopra descritto, del resto, è stato il peculiare motivo che ha indotto gli organi della procedura a valutare positivamente l'autorizzazione dell'esercizio provvisorio nella convinzione corretta che, così facendo, si sarebbe evitata la dispersione di valore degli asset e dell'avviamento che, invece, sicuramente si sarebbe manifestata in presenza di una cessione atomistica degli elementi dell'attivo.

Le considerazioni esposte già ci indicano che una valutazione del ramo d'azienda, che tenga conto solo della somma dei valori correnti dei singoli elementi patrimoniali facenti parte del ramo, non andrebbe ad intercettare quella parte di valore (negativo o positivo) che esiste ed è connessa indissolubilmente con la continuità aziendale presente all'interno del ramo stesso e che, conseguentemente, va misurata; ne deriva l'esclusione dei metodi patrimoniali assoluti.

La stessa *ratio* che ha guidato le considerazioni precedenti può essere applicata *a contrariis* nel caso dell'applicazione dei metodi reddituali i quali, quando si è in presenza comunque di asset patrimoniali aventi elevato peso specifico rispetto agli altri fattori produttivi, rischiano di generare valori non coerenti con il contesto specifico.

Per quanto concerne i metodi finanziari, nel caso specifico, sono del tutto inutilizzabili vista l'assenza di piani industriali [1], l'assenza di struttura finanziaria storica e prospettica, le ridotte dimensioni del ramo e, soprattutto, le finalità della stima che sono quelle ricordate nel punto 1) del presente documento.

Il metodo misto patrimoniale-reddituale, un tempo denominato "il metodo EUC", nell'esperienza italiana è stato a lungo considerato, da parte del mondo professionale e accademico, il metodo più "razionale" e quindi il più usato.[2] Il modello viene, conseguentemente, utilizzato per molteplici scopi difficilmente conseguibili con altri modelli valutativi e, tra le applicazioni più rilevanti, si ricordano quelle destinate ad essere un mezzo per una "verifica reddituale" delle stime patrimoniali analitiche.

Passando ora all'esame della valutazione del ramo d'azienda "FAE conto lavoro" in riferimento alla data del 30 settembre 2026, al fine della stima del valore è stato adottato, quale unico procedimento, quello in precedenza indicato come "modello misto" e, in particolare, quello comunemente noto come "metodo del patrimonio netto rettificato con stima autonoma dell'avviamento".

In effetti, considerando la finalità che ha reso necessaria la redazione della presente relazione di stima – ovverosia una vendita di "ramo d'azienda" tramite procedura competitiva giudiziale - l'unico procedimento accettabile non può che essere ispirato in parte a un modello patrimoniale, data l'importanza del valore degli *asset* patrimoniali presenti, al quale al valore dei singoli elementi viene aggiunto il valore di "Avviamento" dovuto alla natura dell'oggetto di stima, ovvero un "ramo d'azienda in funzionamento".

## *7. LA STIMA DEL RAMO D'AZIENDA OGGETTO DELLA PROCEDURA COMPETITIVA*

Nell'applicazione del modello scelto - misto con stima autonoma dell'avviamento – le formule che, da un punto di vista matematico, esprimono la valutazione di un'azienda possono così sintetizzarsi:

$$W = K + an\neg\, i' (R - i''K)$$

oppure

[1] *Vedasi PIV- Principi Italiani di Valutazione2026 – III.1.35 e III.1.36*

[2] *Guatri e Bini – Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende, pag. 597*

$$W_M = K + \frac{R - i'' K}{i'}$$

dove:

K = è il risultato della stima patrimoniale analitica degli attivi e dei passivi che rientrano nel perimetro del ramo d'azienda oggetto di valutazione alla data del 30/09/2026

R = reddito medio normale atteso per il futuro

an¬i' = sommatoria per (n) anni dei flussi attualizzati applicando un tasso di attualizzazione pari a (i')

i" = costo del capitale specifico dell'azienda

i' = tasso di attualizzazione del reddito differenziale

i" K = rappresenta il reddito "normale" che il patrimonio netto rettificato dell'azienda dovrebbe produrre moltiplicandolo per il tasso i" ritenuto congruo per il settore di appartenenza

R – i" K = sovrareddito che, se positivo, rappresenta l'avviamento (*goodwill*) dell'azienda, se negativo il *badwill*

La differenza tra le due formule risiede nella disponibilità, o meno, di una previsione analitica dei flussi reddituali attesi anno per anno; nel caso positivo la prima formula è consigliata [3], altrimenti, come nella presente fattispecie, bisogna ricorrere alla seconda con i dovuti accorgimenti prudenziali, come si vedrà, specificamente richiesti dalla situazione oggettiva, così come raccomandato sia dai PIV, sia dagli organismi di valutazione internazionali.[4]

Dopo aver illustrato e giustificato l'adozione della metodologia di stima prescelta, si riportano, nei paragrafi successivi, i diversi passaggi operativi per il calcolo delle diverse componenti della formula al fine di giungere alla determinazione di $W_M$

***

### *7.1. LA DETERMINAZIONE DEL VALORE DI "K"*

Di seguito la descrizione ed il valore attribuito ai diversi elementi patrimoniali che compongono il ramo d'azienda, specificando, di volta in volta, il criterio utilizzato.

[3] *Guatri e Bini – Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende, pag. 605*

[4] *Vedi commento al PIV I.6.7. e vedi anche l'International Valuation Standards Council*

Immobilizzazioni Materiali

Le immobilizzazioni materiali sono costituite essenzialmente da impianti e macchinari utilizzati nelle diverse tipologie di lavorazioni che FAE ha utilizzato per la propria attività produttiva e che, attualmente, una parte dei quali continuano ad essere utilizzati nell'attività svolta dal ramo con il modello del "conto lavoro".

E' necessario premettere che i suddetti macchinari in data 8 giugno 2026 sono stati oggetto di stima da parte dell'ing. Vincenzo De Sena[5] nominato allo scopo dagli organi della procedura; la stima è stata fatta, dopo aver visionato e valutato tutti gli aspetti tecnici, di obsolescenza, di funzionamento, ecc., nella logica della loro appartenenza ad un "complesso funzionante.

Alla luce di quanto sopra, e considerando la data (giugno 2026) della stima molto prossima a quella di riferimento della presente, il sottoscritto ritiene che i suddetti valori possono essere correttamente utilizzati come espressione del valore corrente attribuibile agli stessi ai fini della loro concorrenza alla determinazione di K.

Considerato che la stima dell'ing. De Sena ha riguardato tutti i macchinari e le attrezzature fisicamente esistenti nello stabilimento industriale di FAE, si è proceduto a identificare quelli effettivamente facenti parte del complesso del ramo d'azienda funzionante e a verificarne anche la loro corretta iscrizione nel libro cespiti.

La tabella successiva illustra quanto sopra ed evidenzia quelli oggetto del ramo d'azienda con i rispettivi valori correnti che ammontano nella loro totalità a € 124.800,00.

I restanti beni saranno oggetto di singole vendite separate, o di vendite a lotti, che gli organi della procedura porranno in essere, ma che non riguardano, appunto, il perimetro del ramo d'azienda oggetto della presente relazione.

[5] *Vedi allegato n. 1)*

| Cespite | *Categoria* | Data Acquisto | N. Matricola | Valutaz. peritale | Perimetro afferente ramo d'azienda |
|---|---|---|---|---|---|
| Cesoia colgar c. 6013 | *Impianti e macch.* | 1973 | | 4.500,00 € | |
| Ilma cesoia tipo ILC 17/30 | *Impianti e macch.* | 1976 | 2152 | 4.000,00 € | Sì |
| Ilma cesoia tipo ILC 10/30 | *Impianti e macch.* | 1970 | | 2.500,00 € | |
| Ilma cesoia tipo ILC 17/20 | *Impianti e macch.* | 1971 | | 1.500,00 € | |
| Ilma cesoia tipo ILC 10 | *Impianti e macch.* | 1976 | | 3.000,00 € | |
| Piegatrice Geko mod. AD-S60600 | *Impianti e macch.* | 2019 | 73971611274 | 20.000,00 € | Sì |
| Piegatrice Geko mod. AD-R30320 | *Impianti e macch.* | 2022 | 73631713391 | 30.000,00 € | Sì |
| Plasma Tecnipant 2 teste 260A | *Impianti e macch.* | 2009 | 90302 | 20.000,00 € | Sì |
| Plasma Tecnipant 2 teste 130A | *Impianti e macch.* | 2019 | 10214 | 15.000,00 € | Sì |
| Ossitaglio Tecnipant 6 teste | *Impianti e macch.* | 2019 | 981215 | 10.000,00 € | Sì |
| Traversa Tecnomagnete | *Impianti e macch.* | | | 3.500,00 € | |
| Traversa Tecnomagnete V 380 | *Impianti e macch.* | | 1275 | 2.500,00 € | Sì |
| Ventosa vacuum Tecnom. Mod. U125-4L | *Impianti e macch.* | | 7258 | 2.500,00 € | Sì |
| Ventosa vacuum Tecnom. Mod. U075-6 | *Impianti e macch.* | 2014 | 065680C | 2.500,00 € | Sì |
| Ventosa elettr. Elephant GLA 23F (non fur | *Impianti e macch.* | 2007 | | 100,00 € | |
| Ventosa elettr. Elephant GLA 25F | *Impianti e macch.* | 2017 | 59794 | 4.000,00 € | Sì |
| Ventosa elettr. Elephant GLA 10F | *Impianti e macch.* | 2018 | 40948 | 2.500,00 € | Sì |
| Saldatrice a filo continuo Lokermann | *Impianti e macch.* | | | 1.500,00 € | |
| Centro di lavoro Aerre mod. CL.55.100 | *Impianti e macch.* | 1998 | | 30.000,00 € | |
| Pressa (rottame) | *Impianti e macch.* | | | 300,00 € | Sì |
| Plasma a mano Tomahawk mod. 1538 (n. 3 | *Impianti e macch.* | | 1190401828 | 3.000,00 € | Sì |
| Bilancini HAS (n. 2) | *Impianti e macch.* | | 200x200 | 1.000,00 € | Sì |
| Bilance a bilico n. 2 non funz. | *Impianti e macch.* | | | | |
| Bilancia a bilico Antonio Mai mod. 84 | *Impianti e macch.* | | 22528 | 500,00 € | Sì |
| Bilancia per gru | *Impianti e macch.* | 2023 | 712624808 | 500,00 € | Sì |
| Smussatrice a carrello Omca | *Impianti e macch.* | 2023 | 1391 | 2.500,00 € | Sì |
| Dinamometro Tecnom. Dini Argeo | *Impianti e macch.* | | | 1.500,00 € | |
| Trapano a colonna Audax | *Impianti e macch.* | 2001 | | 200,00 € | |
| Muletto Fimsa 20 q.li | *Altri beni materiali* | 2017 | | 2.500,00 € | |
| Muletto Baoli KBE30 30 q.li | *Altri beni materiali* | | b16092x | 3.000,00 € | Sì |
| Muletto Cesar 40 q.li (non funz.) | *Altri beni materiali* | 2018 | | 200,00 € | |
| Carcabatteria per muletti n. 2 | *Altri beni materiali* | | | 1.000,00 € | Sì |
| Segatrice a banco Imer | *Altri beni materiali* | | | 350,00 € | |
| | | | | **176.150,00 €** | **124.800,00 €** |

## Crediti commerciali

I crediti, valutati al valore di presumibile realizzo – ritenuto coincidente, nel caso in esame, con il loro valore nominale – si riferiscono:

- Crediti da incassare: € 47.309,87
  trattasi di crediti vs./clienti tutti derivanti da ordini in conto lavoro eseguiti e fatturati alla data del 30/09/2026, ma non ancora incassati in quanto le condizioni di pagamento prevedono 60 giorni data fattura. Al momento della redazione del presente documento risultano incassati per € 18.000 circa.

- Crediti per fatture da emettere: € 9.072,94
  trattasi di crediti commerciali verso clienti per lavorazioni già eseguite e beni riconsegnati alla data del 30/09/2026; le relative fatture sono state emesse nel mese di ottobre 2026.

Debiti commerciali

Son debiti contabilizzati alla data del 30/09/2026 relativi per la maggior parte a fornitori di energie necessarie per lo svolgimento dell'attività: ammontano a € 8.789,85

Debiti vs. dipendenti

I debiti verso i cinque dipendenti in forza facenti parte del ramo d'azienda vengono iscritti al valore nominale in loro rapporto di lavoro è previsto proseguire automaticamente con il nuovo datore di lavoro (cessionario) senza soluzione di continuità e senza perdita dei diritti maturati (regolato dall'art. 2112 del Codice Civile).

I valori alla data del 30/09/2026 sono desumibili dal prospetto che segue e dettagliati negli allegati n. 2) e 3) alla presente relazione di stima.

| F.A.E. S.r.l. in liquidazione | | Dipendenti in forza al 30/09/2026 | |
|---|---|---|---|
| COGNOME E NOME | COD. | TOT. TFR ACCANTONATO | TOT. RATEI TRED./FERIE/ECC. |
| 1 | 00006 | 24.243,18 € | 7.543,39 € |
| 2 | 00010 | 8,28 € | 4.216,25 € |
| 3 | 00044 | 8.067,82 € | 4.073,40 € |
| 4 | 00055 | 6.593,14 € | 2.433,71 € |
| 5 | 00062 | 1.535,84 € | 2.164,01 € |
| **TOTALI** | | **40.448,26 €** | **20.430,76 €** |

Riassumendo e schematizzando quanto in precedenza illustrato, il valore di K viene determinato come segue:

| F.A.E. SRL IN LIQUIDAZIONE | |
|---|---|
| **Stima patrim. analitica degli attivi e dei passivi afferenti il ramo d'azienda "conto lavoro" al 30/09/2026** | |
| Immobilizzazioni materiali | 124.800,00 € |
| Crediti da incassare | 47.309,87 € |
| Crediti per fatture da emettere | 9.072,94 € |
| (Debiti commerciali) | (8.789,85) € |
| (Debiti vs. dipendenti) | (60.879,02) € |
| **Totale "K"** | **111.513,95 €** |

***

*7.2. LA DETERMINAZIONE DEL VALORE DI "R"*

Con "R" si indica reddito medio normale atteso per il futuro che, per essere calcolato secondo la regola di base, necessita della stima dei flussi di reddito prospettici dell'azienda;

quest'ultimi possono essere espressi con una serie di dati previsionali annuali o, se non disponibili, con una media valida per il futuro.
Nella fattispecie in oggetto, per la peculiarità del ramo che ha iniziato, come precedentemente rilevato, ad operare con questo modello di business dall'inizio dell'anno 2026, gli unici dati economici disponibili sono appunto quelli storici ad oggi realizzati.

La prassi professionale consente l'utilizzo dei dati storici, ma previa verifica della loro consistenza in termini di non eccezionalità e, di conseguenza, in termini di ripetibilità degli stessi nel futuro; inoltre i dati devono essere normalizzati nella misura di escludere le risultanze che per vari motivi, gestionali, commerciali, legali, ecc., non costituiscono elementi caratteristici del ramo d'azienda e, quindi, non potranno replicarsi nei risultati attesi per il futuro.

Per quanto riguarda il primo aspetto da verificare, il sottoscritto ha preso in esame gli ordini di lavoro acquisiti ed eseguiti nel corso del periodo 01/01/2026 – 30/09/2026 al fine di analizzarne la loro ordinarietà nonché la ripetitività conseguita nei mesi trascorsi rispetto alla clientela e, quindi, il grado di fidelizzazione mantenuto nonostante le vicende societarie avvenute nel corso dei primi mesi dell'anno.

La tabella seguente evidenzia come nel corso del periodo preso in esame il ramo d'azienda abbia acquisito n. 183 ordini tutti evasi con una distribuzione abbastanza omogenea nei tre trimestri (da considerare che il terzo trimestre vale circa il 50% date le settimane di chiusura estive); significativo il dato del 2° trimestre che segna n. 84 ordini nonostante coincida con l'apertura della liquidazione giudiziale.

| Clienti | Num. Ordini | Delivered | Valore Ordini | Ordini fatturati | Totale fatturato | Incassato al 30/09/26 | Incassato post 30/09/26 | Da incassare | Da fatturare |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Totali 1° Trimestre 2026 | 68 | 68 | 103.469,22 € | 68 | 103.469,22 € | 101.418,59 € | - € | 2.050,63 € | - € |
| Totali 2° Trimestre 2026 | 84 | 84 | 62.838,67 € | 84 | 62.838,67 € | 43.060,63 € | 6.456,35 € | 13.321,69 € | - € |
| Totali 3° Trimestre 2026 | 31 | 31 | 35.314,15 € | 17 | 26.241,20 € | 760,00 € | 2.148,19 € | 23.333,01 € | 9.072,95 € |
| Totali al 30/09/2026 | 183 | 183 | 201.622,04 € | 169 | 192.549,09 € | 145.239,22 € | 8.604,54 € | 38.705,33 € | 9.072,94 € |

E' opportuno segnalare, inoltre, che i clienti che hanno emesso ordini sono pari a 18, ma i primi 6 (un terzo del totale) hanno generato circa il 90% degli ordini e del fatturato a testimonianza di un riconoscimento del livello del servizio prestato, e questo può essere

considerato un indice di capacità di rimanere sul mercato nonostante le condizioni esogene penalizzanti. [6]

Un ulteriore aspetto da evidenziare riguarda la percentuale di occupazione delle macchine e dei dipendenti che, al momento, si attesta intorno al 50/60% e che potrebbe crescere senza una modifica dei processi produttivi fino all'80%; oggi questo non può ancora avvenire in quanto tale aumento sarebbe da ascriversi all'acquisizione di commesse più lunghe in termini di tempi di lavorazione, commesse che la clientela aspetta ancora a commissionare nell'attesa di conoscere l'esito finale della procedura.

Positivo anche il dato relativo all'incassato rispetto al fatturato che, come detto a commento dei crediti commerciali, rispecchia le condizioni di pagamento pattuite con i clienti.

Gli aspetti sopra esposti, pertanto, fanno ritenere soddisfatto il requisito di uno svolgimento ordinario dell'attività da parte del ramo d'azienda, ancorché nell'ambito dell'esercizio provvisorio, e quindi non solo finalizzato alla chiusura di commesse preesistenti alla messa in liquidazione; attività, tra l'altro come visto, potenzialmente proseguibile in termini migliorativi una volta chiusa la procedura di vendita da parte della liquidazione giudiziale.

In ogni caso, questa potenzialità di lavorazioni ad oggi inespressa, non verrà presa in considerazione nella determinazione di "R" in quanto la migliore dottrina valutativa ha sempre ritenuto che i valori delle aziende/rami d'azienda *in bonis* da offrire in asta scontano alcuni fattori tipici del meccanismo di vendita tra i quali, in particolare, la diversità dei soggetti partecipanti all'asta e la diversità delle rispettive attese in termini di rendimento dell'investimento; questo ne fa conseguire che il potenziale maggior valore potrebbe, eventualmente, esprimersi proprio all'interno della procedura competitiva.

Queste ragioni permettono di comprendere come sia molto difficile in questi casi calcolare un valore di mercato dell'azienda oggetto di cessione. L'unico valore che è possibile stimare è un valore fondamentale (o intrinseco) dell'impresa "*as is – where is*", ovvero un valore in atto che escluda il valore della crescita futura.[7]

Con riferimento, quindi, alla determinazione quantitativa di "R" sono stati presi in esame i bilanci contabili relativi ai sotto periodi 01/01/2026-27/04/2026; 28/4/20026-31/07/2026 e

---

[6] *Per i dettagli completi dei dati vedi allegato n. 4)*

[7] *Bini - La Valutazione d'azienda a fini di una Liquidazione Forzata in Asta – Vol. 3, luglio 2020*

01/08/2026-30/09/2026 così elaborati anche in ossequio alle necessità della procedura di liquidazione giudiziale aperta in data 28/04/2026.

Come sopra ricordato, si è in seguito proceduto a depurare i suddetti dati dalle voci non afferenti l'attività del "conto lavoro" (aspetto ovviamente rilevante principalmente per il periodo 01/01/2026-27/04/2026) e, *a contrariis*, ad imputare quelle voci che non sono comprese nei bilanci contabili, ma che devono essere conteggiate ai fini di esprimere una corretta dimensione di "R" (ad esempio l'ammortamento).

Nella tabella seguente viene raffigurato il procedimento sopra descritto che ha portato a determinare il valore annuo pro-forma di "R" pari a € 19.129.

- La colonna Actual Aggregato non esprime altro che l'aggregazione dei tre periodi contabili menzionati.
- La colonna Actual ramo d'azienda, invece, esprime le risultanze contabili depurate dai costi e ricavi non afferenti quali: vendite di materiale, costi ancora relativi alla precedente attività produttiva, costi esterni relativi alle vicende societarie nonché la riparametrazione del costo del lavoro relativo alle sole cinque persone facenti parte del ramo; vengono poi imputati gli ammortamenti, correlati al loro valore corrente (da perizia) iscritto nel patrimonio del ramo, e le imposte correnti generate dal risultato di periodo.
- L'ultima colonna rappresenta il pro-forma del conto economico parametrato sui 12 mesi al fine di individuare il valore di "R" su base annua.

| F.A.E. S.r.l. in liq. giud.<br>Conto Econ. riclassificato | Actual<br>1 gen 26 - 27 apr 26 | | Actual<br>28 apr 26 - 31 lug 26 | | Actual<br>1 ago - 30 set 2026 | | Actual Aggregato<br>1 gen - 30 set 2026 | | Actual Ramo d'azienda<br>1 gen - 30 set 2026 | | Pro-forma Ramo d'az.<br>1 gen - 31 dic 2026 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| *Valori in €* | | | | | | | | | | | | |
| **Totale Valore della Produzione** | **71.752** | *100,0%* | **93.180** | *100,0%* | **34.060** | *100,0%* | **198.992** | *100,0%* | **181.726** | *100,0%* | **230.204** | *100,0%* |
| **Totale Costi della Produzione** | **121.915** | *169,9%* | **7.714** | *8,3%* | **6.222** | *18,3%* | **135.851** | *68,3%* | **22.066** | *12,1%* | **28.993** | *12,6%* |
| **VALORE AGGIUNTO** | **(50.163)** | *-69,9%* | **85.466** | *91,7%* | **27.838** | *81,7%* | **63.141** | *31,7%* | **159.660** | *87,9%* | **201.212** | *87,4%* |
| **Costo del lavoro** | **73.055** | *101,8%* | **46.013** | *49,4%* | **25.889** | *76,0%* | **144.957** | *72,8%* | **116.502** | *64,1%* | **155.336** | *67,5%* |
| **MARG. OPERAT. LORDO (EBITDA)** | **(123.218)** | *-171,7%* | **39.453** | *42,3%* | **1.948** | *5,7%* | **(81.816)** | *-41,1%* | **43.158** | *23,7%* | **45.875** | *19,9%* |
| Ammortamenti operativi | 0 | *0,0%* | 0 | *0,0%* | 0 | *0,0%* | 0 | *0,0%* | 14.508 | *8,0%* | 19.344 | *8,4%* |
| **REDDITO OPERATIVO (EBIT)** | **(123.218)** | *-171,7%* | **39.453** | *42,3%* | **1.948** | *5,7%* | **(81.816)** | *-41,1%* | **28.650** | *15,8%* | **26.531** | *11,5%* |
| **Totale Gestione finanziaria** | **(57.552)** | *-80,2%* | **(9)** | *0,0%* | **0** | *0,0%* | **(57.561)** | *-28,9%* | **0** | *0,0%* | **0** | *0,0%* |
| **REDDITO ANTE IMPOSTE** | **(180.770)** | *-251,9%* | **39.444** | *42,3%* | **1.949** | *5,7%* | **(139.377)** | *-70,0%* | **28.650** | *15,8%* | **26.531** | *11,5%* |
| Imposte sul reddito | 0 | | 0 | | 0 | | 0 | | 7.993 | | 7.402 | |
| **UTILE (PERDITA)** | **(180.770)** | *-251,9%* | **39.444** | *42,3%* | **1.949** | *5,7%* | **(139.377)** | *-70,0%* | **20.657** | *11,4%* | **19.129** | *8,3%* |

***

***IL PROCESSO DI CALCOLO DI "$W_M$"***

Stima del tasso i"

E' il tasso di attualizzazione con il quale scontare il flusso di reddito medio atteso e, nella fattispecie è rappresentato dal costo del capitale (*C. o. E.*) costruito con i seguenti parametri:

a) *Free risk rate*: 4,45%; pari al rendimento lordo medio 2026 dei titoli di stato decennali;
b) *Market risk premium*: 6.86%; il parametro è ricavato da *data provider* e dalla letteratura finanziaria specializzata; nel caso in esame ho utilizzato il *market risk premium* calcolato per l'Italia da "Damodaran" e riportato nel documento *"Erps by country"* del 1° luglio 2026;
c) *Additional risk premium*: 3,0%; in considerazione dell'attuale andamento economico e finanziario della Società e, in particolare, del fatto che sta svolgendo l'attività nell'ambito dell'esercizio provvisorio, ho ritenuto opportuno applicare forfettariamente un premio di rischio addizionale al fine di tenere in considerazione le incertezze di scenario derivanti dall'asta (*i.e. execution risk*); [8]
d) *Beta:* 0,82; in assenza di un panel costituito da società quotate comparabili con la fattispecie in esame, ho considerato un beta medio di settore. Nel caso specifico ho considerato i beta forniti dal data provider di "Damodaran" per il settore allargato "*Steel*", "*Metals & Mining"* e "*Metal Fabricating"* relativi all'area geografica "*Western Europe*".

La tabella seguente mostra in dettaglio il calcolo del tasso di attualizzazione.

| | | |
|---|---|---|
| Tasso risk free | 4,45% | Rendimento lordo BTP 10 anni media 2026 |
| ERP | 6,86% | Damodaran - july 2026 |
| Beta Unlevered | 0,82 | Damodaran - jan 2026 |
| Additional risk | 3,00% | Execution Risk scenario (stima forfettaria) |
| **i" = C. o. e.** | **13,04%** | |

Stima del tasso i'

Ferma restando la sua qualifica di mero tasso di attualizzazione, gli ultimi orientamenti della dottrina[9] indicano che la scelta della sua quantificazione debba dipendere dal segno del sovrareddito; se positivo, come nella fattispecie in esame, il tasso deve comprendere il

[8] *Vedi riferimenti di cui alla precedente nota 4)*

[9] *Guatri e Bini – Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende, pag. 604*

*risk free* e l'*equity risk premium* moltiplicato per il beta di riferimento; diversamente in presenza di un sottoreddito (*badwill*) si ritiene di applicare solo il *risk free.*

Di conseguenza, nel caso in oggetto la stima porta a una quantificazione del tasso i' pari a quanto risulta dalla tabella seguente:

| | |
|---|---|
| Tasso risk free | 4,45% |
| ERP | 6,86% |
| Beta Unlevered | 0,82 |
| **i'** | **10,04%** |

Il valore del ramo d'azienda alla data del 30 settembre 2026, utilizzando i dati sopra illustrati e tenuto conto di un tasso di attualizzazione medio (i') del 10,04%, risulta pari a € 157.000 (arrotondato); qui di seguito lo sviluppo del calcolo:

| Calcolo del costo del capitale | | | | | Calcolo del valore del ramo d'azienda | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| *Risk free* | *ERP(2)* | *Beta Unlev.* | *Additional risk* | ***i" = C.o.e.*** | **K** | **R** | i"K | R-i"K=R Δ medio | i' | **W** |
| *4,45%* | *6,86%* | *0,91* | *3%* | ***13,69%*** | 111.514 | 19.129 | 15.269 | 3.860 | 10,69% | **147.612** |
| *4,45%* | *6,86%* | *0,91* | *3%* | ***13,69%*** | 111.514 | 19.129 | 15.269 | 3.860 | 10,69% | **147.612** |
| *4,45%* | *6,86%* | *0,72* | *3%* | ***12,39%*** | 111.514 | 19.129 | 13.816 | 5.313 | 9,39% | **168.104** |
| *4,45%* | *6,86%* | *0,82* | *3%* | ***13,04%*** | 111.514 | 19.129 | 14.542 | 4.587 | 10,04% | **157.193** |

## *8. CONCLUSIONI*

a) Dando seguito all'incarico conferitomi, ho stimato il valore del ramo d'azienda "conto lavoro" in continuità mediante l'esercizio provvisorio di FAE in liquidazione giudiziale, alla data del 31 dicembre 2026.

b) La stima è stata condotta facendo riferimento ai principi descritti nella parte metodologica. In particolare il valore è stato determinato in base ai risultati rivenienti dall'applicazione di un metodo patrimoniale misto con determinazione autonoma dell'avviamento, a sua volta corretto per la peculiarità di essere destinato a una vendita tramite procedura competitiva di natura giudiziale.

c) In base alle risultanze ottenute in seguito all'applicazione del metodo indicato, il valore del ramo d'azienda può essere stimato tra € 147.500 e € 168.000 con un valore centrale di € 157.000.

Milano, 6 novembre 2026

Luciano Crafa

LUCIANO
CRAFA
06.11.2026
17:43:20
GMT+01:00