

RELAZIONE DI STIMA

DEL VALORE ECONOMICO DEL COMPLESSO AZIENDALE RELATIVO
ALL'ATTIVITÀ DI GESTIONE, MONITORAGGIO E RISCOSSIONE DI CREDITI
E DELLA PARTECIPAZIONE TOTALITARIA DETENUTA
IN PCMI CREDIT COLLECTION S.R.L.
DI PROPRIETÀ DELLA LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE PCMI S.R.L.

R.G. 317/2026

MILANO, OTTOBRE 2026



INDICE

1. Premessa

- 1.1 Oggetto e finalità dell'incarico
- 1.2 L'attività di valutazione e lo scopo della Relazione di stima
- 1.3 Data di riferimento della valutazione
- 1.4 Documentazione esaminata
- 1.5 Presupposti e limiti dell'incarico

2. La realtà oggetto di valutazione

- 2.1 Il profilo della Società
 - 2.1.1 Informazioni generali
 - 2.1.2 I risultati economici e patrimoniali storici
 - 2.1.3 Il perimetro del compendio aziendale oggetto di valutazione

3. Metodi di valutazione: cenni teorici e scelta del metodo

- 3.1 I metodi di valutazione: cenni teorici
- 3.2 Impostazione metodologica e architettura dell'impianto valutativo
- 3.3 La scelta del metodo valutativo adottato

4. La stima del valore economico del compendio aziendale della Società

- 4.1 Il metodo reddituale
 - 4.1.1 Cenni generali
 - 4.1.2 Applicazione del metodo

5. La stima del valore della partecipazione in PCMI Credit Collection S.r.l

6. Conclusioni



1. Premessa

1.1 Oggetto e finalità dell'incarico

Il sottoscritto Massimiliano Poppi, Dottore Commercialista iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano al n. 7048 e nel Registro dei Revisori Legali al n. 148144 ("**Consulente**"), domiciliato ai fini del presente incarico in Milano (20122), Piazza Eleonora Duse n. 2, ha ricevuto dalla Dott.ssa Francesca Sangiani ("**Curatore**"), Curatore della Liquidazione Giudiziale di PCMI S.p.A., con sede legale in Milano, Via Metastasio n. 5 ("**PCMI**" o la "**Società**" e, con riferimento alla procedura di liquidazione giudiziale, la "**Procedura**"), giusta autorizzazione del Giudice Delegato Dott.ssa Rosa Grippo, l'incarico di procedere alla redazione di una relazione di stima ("**Relazione**") avente ad oggetto la determinazione del valore ragionevolmente attribuibile:

- (i) al complesso aziendale relativo all'attività di gestione, monitoraggio e riscossione di crediti, di proprietà di PCMI S.p.A. ("**Compendio aziendale**" o "**Compendio**" o "**Complesso aziendale**") e attualmente concesso in affitto a PCMI Credit Collection S.r.l. in forza del contratto di affitto di ramo d'azienda stipulato in data 4 aprile 2025, come successivamente modificato e integrato con atto del 24 febbraio 2026 ("**Contratto di Affitto**"); e
- (ii) alla partecipazione rappresentativa del 100% del capitale sociale di PCMI Credit Collection S.r.l. (nel seguito anche "**PCMI CC**" o "**Partecipata**" o "**Affittuaria**"), detenuta dalla Procedura ("**Partecipazione**").

L'incarico trae origine dall'esigenza della Curatela di disporre di una valutazione dei predetti *asset* al fine di individuare e porre in essere le iniziative ritenute più idonee alla migliore valorizzazione dell'attivo della Procedura. L'istanza di nomina dello stimatore, presentata ai sensi dell'art. 129, comma 2, del D.Lgs. 12 gennaio 2019, n. 14 ("**CCII**"), individua infatti espressamente quale oggetto dell'incarico la stima del ramo d'azienda concesso in affitto a PCMI CC e della Partecipazione detenuta nella medesima società. Nella stessa istanza viene evidenziato come l'apertura della Liquidazione Giudiziale abbia determinato la necessità di conoscere il valore di entrambi gli *asset* ai fini della migliore valorizzazione dell'attivo della Procedura.

Con riferimento al Compendio aziendale, la valutazione è effettuata assumendo quale scenario di riferimento la cessione unitaria del complesso a un operatore terzo di mercato e la prosecuzione dell'attività in regime di continuità indiretta. La prospettiva valutativa adottata è, pertanto, quella del trasferimento del Compendio quale complesso organizzato e funzionante e non quella della cessazione dell'attività e della liquidazione atomistica dei singoli elementi che lo compongono.

Tale impostazione risulta altresì coerente con la configurazione negoziale assunta dall'operazione anteriormente all'apertura della Liquidazione Giudiziale. Nell'atto modificativo e integrativo del Contratto di Affitto, infatti, viene espressamente richiamata l'esigenza di garantire la continuità dell'attività aziendale e l'affitto del Compendio viene qualificato come prodromico rispetto alla sua successiva cessione.

In coerenza con le finalità dell'incarico e con lo scenario di valorizzazione sopra descritto, la stima del Compendio è pertanto sviluppata assumendone la continuità operativa in capo a un generico



partecipante al mercato e avendo riguardo ai benefici economici che il Complesso aziendale, nella configurazione esistente alla data di riferimento della valutazione ("*as it is*"), è ragionevolmente in grado di generare per un operatore dotato delle competenze, dell'organizzazione e delle risorse finanziarie necessarie alla prosecuzione dell'attività. La valutazione prescinde, pertanto, da eventuali sinergie specifiche, vantaggi peculiari o ulteriori *upside* conseguibili esclusivamente da determinati potenziali acquirenti in funzione delle rispettive caratteristiche o strategie.

La Partecipazione forma oggetto di autonoma valutazione, avendo riguardo alla specifica situazione economica, patrimoniale e finanziaria di PCMI CC e alle prospettive ad essa ragionevolmente riferibili alla data di valutazione.

Pur costituendo distinti oggetti di stima, il Compendio e la Partecipazione presentano, tuttavia, una significativa interrelazione economica e funzionale. PCMI CC esercita infatti attualmente l'attività di gestione, monitoraggio e riscossione dei crediti avvalendosi del Compendio di proprietà di PCMI in forza del Contratto di Affitto. Ne consegue che la valutazione della Partecipazione deve essere sviluppata in coerenza con la natura e con la durata dei diritti di cui PCMI CC dispone sul Compendio, nonché con gli scenari ragionevolmente configurabili in relazione alla futura disponibilità dello stesso. Tale interrelazione sarà specificamente considerata nell'ambito delle metodologie valutative adottate, al fine di assicurare la coerenza complessiva delle due stime.

La presente Relazione è redatta facendo riferimento ai Principi Italiani di Valutazione ("**PIV**") emanati dall'Organismo Italiano di Valutazione ("**OIV**") nonché, per quanto applicabili alla fattispecie in esame, alle Linee Guida per la valutazione di aziende in crisi emanate dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili.

Le analisi, le considerazioni e le conclusioni esposte nella presente Relazione devono essere interpretate esclusivamente alla luce della natura e delle finalità dell'incarico conferito e non possono essere utilizzate per finalità diverse da quelle per le quali la Relazione è stata predisposta.

1.2 L'attività di valutazione e lo scopo della Relazione di stima

Nello svolgimento del proprio incarico, il Consulente deve giungere a formulare una motivata opinione in materia di valore, avendo riguardo al fatto che il processo di valutazione conduce a una stima, e non alla rilevazione di un dato di fatto.

Il valore risultante costituisce l'esito di un processo logico-tecnico che implica scelte metodologiche e assunzioni valutative, le quali devono risultare coerenti con l'oggetto dell'incarico, con la base informativa disponibile e con il contesto di riferimento.

In aderenza a quanto previsto dai PIV¹, l'opinione di valore cui l'esperto giunge deve essere:

- a) *razionale*, nel senso che la valutazione deve seguire uno schema logico rigoroso, convincente e fondato su principi di razionalità economica;

¹ "PIV - Principi Italiani di Valutazione 2015", Parte prima. La rete concettuale di base (*Conceptual Framework*). Organismo Italiano di Valutazione 2015.



- b) *verificabile*, nel senso che il processo valutativo deve poter essere dimostrato con riguardo alla provenienza dei dati utilizzati, all'attendibilità ed all'autorevolezza delle fonti, alla ragionevolezza delle ipotesi assunte, alla correttezza dei passaggi logico-matematici alla base dei calcoli, alla ragionevolezza delle conclusioni;
- c) *coerente*, nel senso che l'esperto deve garantire la corrispondenza più ampia possibile fra base informativa, obiettivi della valutazione e risultati conseguiti, compatibilmente con la natura dell'incarico ricevuto;
- d) *affidabile*, nel senso che l'esperto deve circoscrivere, nei limiti del possibile, la discrezionalità valutativa.

La scelta dei criteri e delle metodologie di valutazione deve essere effettuata avendo riguardo, oltre che alle caratteristiche dell'oggetto della stima, anche alle finalità per le quali la valutazione è richiesta. A seconda dello scopo perseguito, infatti, possono assumere rilievo differenti configurazioni di valore, prospettive valutative e metodologie: così, a titolo esemplificativo, nelle operazioni di cessione o acquisizione, nei conferimenti in natura, nelle operazioni di fusione o nelle valutazioni effettuate nell'ambito di procedure di regolazione della crisi o dell'insolvenza.

Nel caso di specie, l'incarico è finalizzato a fornire alla Curatela una motivata indicazione di valore del Complesso aziendale e della Partecipazione, funzionale all'individuazione delle iniziative ritenute più idonee alla migliore valorizzazione dell'attivo della Procedura. Tale finalità risulta espressamente richiamata nell'istanza di nomina dello stimatore, nella quale l'esigenza di conoscere il valore dei due *asset* è posta in relazione con la successiva attività di valorizzazione dell'attivo della Liquidazione Giudiziale.

Con specifico riferimento al Complesso aziendale, la presente valutazione assume quale scenario di riferimento la cessione unitaria dello stesso a un operatore terzo, con prosecuzione dell'attività in regime di continuità indiretta. Tale scenario, pur non costituendo una prescrizione espressamente contenuta nel provvedimento di conferimento dell'incarico, appare coerente con la natura del bene oggetto di stima, con la sua attuale destinazione all'esercizio dell'attività e con le modalità attraverso le quali lo stesso è stato sino ad oggi gestito e preservato in funzionamento.

La medesima impostazione trova inoltre riscontro nella documentazione contrattuale antecedente all'apertura della Liquidazione Giudiziale. Nel Contratto di Affitto, infatti, l'operazione è inserita in un percorso volto a garantire la continuità dell'attività aziendale e l'affitto del Complesso è espressamente considerato prodromico rispetto alla sua possibile successiva cessione, ferma la possibilità di raccogliere offerte migliorative sul mercato.

La prospettiva valutativa adottata è, dunque, quella del Complesso aziendale quale entità economicamente organizzata suscettibile di proseguire la propria operatività anche a seguito del trasferimento a un diverso soggetto giuridico. In tale prospettiva, la circostanza che PCMI sia assoggettata a Liquidazione Giudiziale non determina, di per sé, la necessità di assumere una prospettiva di cessazione dell'attività. Come precisato dai PIV, infatti, la prospettiva del *going concern* è riferibile all'entità aziendale e non necessariamente al soggetto giuridico cui essa appartiene e può, pertanto,



essere assunta anche quando quest'ultimo si trovi in liquidazione giudiziale, purché l'entità oggetto di valutazione sia suscettibile di operare in funzionamento una volta trasferita a un diverso soggetto².

Ai fini della presente valutazione possono pertanto essere individuati due distinti scenari:

- (i) lo scenario della continuità indiretta, nel quale il Complesso viene trasferito unitariamente, preservandone l'organizzazione e la funzionalità economica e consentendo la prosecuzione dell'attività da parte dell'acquirente;
- (ii) lo scenario della liquidazione atomistica, nel quale viene meno la prospettiva di prosecuzione unitaria dell'attività e i singoli elementi patrimoniali suscettibili di autonoma cessione sono valorizzati separatamente (a saldo e stralcio) secondo le rispettive possibilità di realizzo.

Tenuto conto delle finalità dell'incarico, delle caratteristiche del Complesso e delle circostanze sopra richiamate, il Consulente ha assunto il primo scenario quale prospettiva principale di valutazione.

L'assunzione della continuità indiretta costituisce, in ogni caso, una ipotesi valutativa funzionale allo svolgimento dell'incarico e non implica alcuna previsione circa l'effettiva cessione unitaria del Complesso, né circa la concreta prosecuzione dell'attività da parte di un futuro acquirente. Analogamente, il valore determinato nella presente Relazione non costituisce una previsione o una garanzia del prezzo che potrà essere effettivamente conseguito nell'ambito della procedura di vendita.

Ciò in quanto resta ineliminabile il peculiare contesto nel quale la stima si inserisce che rimane, pur sempre, quello tipico di una liquidazione "forzata"³. La valutazione si colloca, infatti, nel peculiare contesto della Liquidazione Giudiziale di PCMI, nel quale la dismissione degli asset è funzionale al realizzo dell'attivo nell'interesse dei creditori ed è soggetta alle regole e alle dinamiche proprie della procedura concorsuale. Le concrete condizioni di realizzo potranno pertanto risentire, tra l'altro, delle modalità e dei tempi della procedura competitiva, dell'ampiezza della platea dei potenziali interessati, del grado di contendibilità dell'asset e delle condizioni negoziali che caratterizzeranno il processo di vendita⁴.

Ne consegue che il valore determinato nella presente Relazione rappresenta una indicazione tecnico-estimativa di riferimento, formulata sulla base delle informazioni disponibili alla data della valutazione e delle assunzioni esplicitate nel prosieguo. Il prezzo effettivamente conseguibile potrà discostarsi da tale valore in funzione delle condizioni che concretamente caratterizzeranno la procedura competitiva, ivi

² "La prospettiva del going concern, in quanto riferita a una entità aziendale – entità che non necessariamente coincide con il soggetto giuridico al quale l'entità aziendale appartiene – può essere assunta, a fini valutativi, anche nell'ipotesi in cui il soggetto giuridico sia in liquidazione ai sensi di legge, qualora oggetto della valutazione sia un'entità aziendale che possa operare in funzionamento quando 'estrapolata' dal soggetto giuridico in liquidazione cui 'appartiene'" (PIV, III.1.8, Commento).

³ La liquidazione in continuità indiretta costituisce un particolare tipo di liquidazione forzata in cui l'azienda o il ramo d'azienda vengono ceduti in continuità. Il presupposto è che i potenziali acquirenti siano in grado di garantire un miglior uso del business rispetto alla continuità diretta. Cfr. M. Bini, *La valutazione delle aziende in crisi*, Egea, 2025, pag. 543.

⁴ I Principi Italiani di Valutazione statuiscono che si è in presenza di una liquidazione forzata quando la prospettiva di vendita corrisponde alla liquidazione nel più breve tempo ragionevolmente possibile senza un adeguato periodo di commercializzazione, con il venditore in condizioni di massima debolezza contrattuale (PIV, III.1.10). Nel commento al PIV I.6.7, viene inoltre specificato: "Spesse volte la liquidazione forzata avviene tramite asta. Normalmente le cessioni tramite asta a seguito di liquidazioni forzate evidenziano significativi sconti rispetto alle vendite di beni comparabili realizzate sul libero mercato".



inclusi il numero e le caratteristiche degli offerenti, i tempi della vendita, il grado di concorrenza tra gli interessati e le specifiche condizioni negoziali delle offerte formulate.

La Curatela dovrà pertanto valutare gli specifici fatti e circostanze che possono consigliare di accettare proposte di prezzo diverse da quella risultante dalla presente Relazione.

1.3 Data di riferimento della valutazione

La data di riferimento della Relazione individua il momento temporale al quale devono intendersi riferite le analisi, le valutazioni e, più in generale, l'intero processo estimativo.

Nel caso di specie, si è ritenuto opportuno assumere quale data di riferimento della valutazione il 30 giugno 2026 ("**Data di Riferimento**").

La scelta di tale data tiene conto, da un lato, dell'apertura della Liquidazione Giudiziale di PCMI S.p.A., intervenuta in data 20 maggio 2026, e, dall'altro, dell'esigenza di disporre di una base informativa economico-patrimoniale sufficientemente aggiornata e oggettivamente riscontrabile. In particolare, il Consulente ha acquisito la situazione contabile di PCMI CC riferita al periodo 1° gennaio – 30 giugno 2026, che costituisce il più recente riferimento contabile infrannuale disponibile ai fini dello svolgimento dell'incarico.

Tale situazione contabile, pur essendo riferita alla società Affittuaria e non costituendo una contabilità separata del Complesso aziendale, rappresenta un rilevante riferimento informativo ai fini della valutazione, in quanto riflette l'andamento economico e patrimoniale di PCMI CC nel periodo in cui la stessa ha esercitato l'attività avvalendosi del Complesso aziendale in forza del Contratto di Affitto. Essa costituisce, pertanto, uno degli elementi informativi utilizzati anche ai fini dell'analisi della capacità reddituale prospettica normalizzata del Complesso, secondo quanto più diffusamente illustrato nel prosieguo della Relazione (cfr., in particolare, il capitolo 4).

La Data di Riferimento, successiva all'apertura della Liquidazione Giudiziale, consente inoltre di tenere conto della situazione del Complesso aziendale e della Partecipazione nell'ambito del mutato contesto concorsuale, nonché dell'operatività del Complesso in capo a PCMI CC in forza del Contratto di Affitto.

In ragione di quanto precede, le analisi valutative, le assunzioni adottate e gli elementi informativi posti a base del procedimento estimativo sono stati sviluppati con riferimento alla suddetta Data di Riferimento.

Alla data di sottoscrizione della presente Relazione, non sono stati segnalati allo scrivente, né sono emersi dall'esame della documentazione disponibile, eventi o circostanze sopravvenute tali da richiedere una modifica delle principali assunzioni poste alla base della valutazione ovvero di incidere in misura significativa sulle conclusioni raggiunte.

1.4 Documentazione esaminata

Per lo svolgimento del lavoro, il Perito ha ottenuto dal Curatore e analizzato i seguenti documenti e/o informazioni:

- visura camerale aggiornata di PCMI S.p.A. in Liquidazione Giudiziale;
- visura camerale aggiornata di PCMI Crediti Collection S.r.l.;



- bilanci di esercizio di PCMI S.p.A. al 31 dicembre 2022 e al 31 dicembre 2023, comprensivi dei relativi allegati;
- situazione contabile di PCMI S.p.A. al 31 dicembre 2024 e al 31 dicembre 2025, con la relativa documentazione informativa di supporto;
- Contratto di Affitto del ramo d'azienda stipulato tra PCMI S.p.A. e PCMI Credit Collection S.r.l. in data 4 aprile 2025 e il successivo atto modificativo e integrativo del 24 febbraio 2026, unitamente ai relativi allegati, contenenti, tra l'altro, l'individuazione dei beni, dei rapporti contrattuali e del personale ricompresi nel Complesso aziendale;
- situazione contabile ed economico-patrimoniale di PCMI Credit Collection S.r.l. al 30 aprile 2026 e al 30 giugno 2026, con la relativa informativa di supporto;
- altra documentazione varia, contabile e non, utile ai fini dello svolgimento dell'incarico.

La documentazione sopra citata resta acquisita agli atti del Perito.

Il Perito ha inoltre preso parte a sessioni di lavoro e interlocuzioni con il Curatore, nel corso delle quali sono state acquisite ulteriori informazioni e sono stati svolti approfondimenti in merito alla documentazione raccolta, all'andamento dell'attività della Società e della propria partecipata nonché agli elementi rilevanti ai fini del procedimento valutativo.

I documenti, i dati e gli elementi informativi sopra richiamati sono stati utilizzati ai fini della presente Relazione così come predisposti e/o forniti dai rispettivi soggetti responsabili e comunicati al Perito che, come meglio indicato nel successivo Paragrafo 1.5, li ha assunti quale base informativa dell'incarico senza dar corso ad autonome attività di revisione contabile o *due diligence*, né ad alcuna verifica indipendente circa la veridicità, correttezza e completezza degli stessi, salvo le analisi di coerenza e ragionevolezza effettuate nell'ambito del procedimento valutativo.

Il Perito ha infine effettuato, ove ritenuto opportuno, ricerche su banche dati specialistiche e utilizzato dati e informazioni desunti da fonti esterne ai fini delle analisi di mercato e delle elaborazioni valutative svolte nella presente Relazione.

1.5 Presupposti e limiti dell'incarico

In merito ai presupposti di svolgimento dell'incarico, si rileva quanto segue.

A) I dati e le informazioni che costituiscono il presupposto quantitativo della presente Relazione ricevuti dal Consulente sono stati assunti sul presupposto della loro completezza, correttezza e accuratezza, così come le informazioni o spiegazioni fornite allo stesso ed utilizzate ai fini della Relazione medesima, e non sono stati sottoposti ad alcuna verifica indipendente.

In particolare, non sono state svolte procedure autonome di revisione contabile sui bilanci e sulle situazioni contabili esaminati, né verifiche o accertamenti (*due diligence*) circa l'eventuale sussistenza di passività potenziali di qualsiasi natura – fiscale, contrattuale, finanziaria, previdenziale o di altra natura – non risultanti dalla documentazione messa a disposizione del Consulente.



B) La Relazione non tiene conto degli effetti derivanti dal possibile verificarsi di eventi di natura straordinaria, imprevisti e/o imprevedibili, quali, a titolo esemplificativo, modifiche sostanziali del quadro normativo o regolamentare ovvero significative variazioni delle condizioni di mercato. Eventi successivi alla Data di Riferimento potrebbero avere un impatto, anche significativo, sui risultati della valutazione.

C) Con riferimento al Complesso aziendale, la valutazione è stata condotta assumendo quale scenario di riferimento la cessione unitaria dello stesso a un operatore terzo, con prosecuzione dell'attività in regime di continuità indiretta.

Il valore stimato riflette, pertanto, le condizioni del Complesso aziendale nella configurazione esistente alla Data di Riferimento, considerato quale entità organizzata e funzionalmente coordinata suscettibile di trasferimento unitario e di prosecuzione dell'attività in capo a un diverso soggetto.

Tale assunzione costituisce un presupposto metodologico della valutazione, coerente con le finalità dell'incarico e con le caratteristiche del Complesso aziendale, e non implica alcuna previsione circa l'effettiva realizzazione della cessione unitaria o la successiva prosecuzione dell'attività, né alcuna garanzia in ordine al prezzo concretamente conseguibile nell'ambito della procedura competitiva.

D) Nella determinazione del valore del Complesso aziendale non sono state considerate sinergie industriali, commerciali, organizzative o finanziarie potenzialmente conseguibili da specifici acquirenti, né benefici soggettivi riconducibili a particolari strategie di integrazione o sviluppo. Il valore stimato esprime la capacità dello stesso di generare benefici economici in capo a un generico operatore di mercato dotato delle competenze e delle risorse necessarie alla prosecuzione dell'attività.

Con riferimento alla Partecipazione, la valutazione è stata sviluppata autonomamente, tenendo conto della situazione economica, patrimoniale e finanziaria di PCMI CC e della circostanza che l'attività dalla stessa esercitata alla Data di Riferimento presuppone la disponibilità del Complesso aziendale in forza del Contratto di Affitto. Tale impostazione è volta, in particolare, ad assicurare la coerenza economica complessiva delle due valutazioni e ad evitare che benefici economici riferibili alla medesima fonte di redditività siano attribuiti contemporaneamente e per intero sia al Complesso aziendale sia alla Partecipazione.

2. La realtà oggetto di valutazione

2.1 Il profilo della Società

2.1.1 Informazioni generali

PCMI S.p.A., costituita in data 16 maggio 2017 e con sede legale in Milano, opera nel settore della gestione e del recupero dei crediti, attività ricompresa nel codice ATECO 82.91.1 – “Attività di agenzie di recupero crediti”.

L'attività caratteristica della Società si è sviluppata attraverso la gestione, il monitoraggio e la riscossione di portafogli di crediti affidati da soggetti terzi, mediante un modello operativo fondato sull'organizzazione e sul coordinamento delle attività di recupero e sulla remunerazione prevalentemente correlata ai risultati conseguiti sui portafogli gestiti. In tale contesto, assumono particolare rilevanza la capacità organizzativa e gestionale, il *know-how* maturato nell'attività di recupero,



la disponibilità di personale e collaboratori specializzati, gli strumenti informatici utilizzati e, soprattutto, i rapporti commerciali e contrattuali con i soggetti affidanti i portafogli.

Nel corso degli esercizi antecedenti l'apertura della Liquidazione Giudiziale, PCMI ha operato su portafogli di crediti di significativa numerosità e consistenza, riferibili a diversi committenti. La natura dell'attività esercitata ha comportato una rilevante incidenza, nella formazione dei risultati economici della Società, dell'andamento delle attività di recupero e della permanenza dei rapporti con i principali committenti, nonché della capacità di mantenere un'adeguata struttura organizzativa a supporto dei portafogli in gestione.

Nel corso del 2024 sono emersi elementi di discontinuità rispetto all'operatività storica, connessi, tra l'altro, all'evoluzione di alcuni rilevanti rapporti commerciali e dei relativi portafogli in gestione. Tali circostanze, unitamente alla progressiva tensione finanziaria della Società, hanno inciso sulla capacità di mantenere la precedente struttura operativa e hanno determinato la necessità di riconsiderare, anche in chiave prospettica, il modello organizzativo e la recuperabilità di alcune poste dell'attivo.

In tale contesto, nel corso del 2025 PCMI ha intrapreso un percorso di ristrutturazione volto alla revisione della propria organizzazione e al perseguimento della continuità dell'attività in forma indiretta. In data 4 aprile 2025, contestualmente all'accesso alla Composizione Negoziata della Crisi, la Società ha stipulato con la propria controllata totalitaria PCMI Credit Collection S.r.l. un contratto di affitto avente ad oggetto il ramo costituito dal complesso organizzato per l'esercizio dell'attività di gestione, monitoraggio e riscossione dei crediti. L'efficacia del contratto era sottoposta alla condizione sospensiva dell'ottenimento, da parte dell'Affittuaria, della licenza prevista dall'art. 115 TULPS per l'esercizio dell'attività, condizione verificatasi in data 18 novembre 2025.

Successivamente alla rinuncia al percorso di Composizione Negoziata, in data 29 luglio 2025 PCMI ha presentato domanda ai sensi dell'art. 44 CCII, con riserva di successivo deposito di una proposta e di un piano di concordato in continuità; proposta e piano sono stati depositati in data 25 novembre 2025. Il rapporto di affitto del ramo è stato quindi oggetto, in data 24 febbraio 2026, di un atto modificativo e integrativo, attraverso il quale le parti hanno ridefinito talune previsioni del contratto originario anche alla luce del percorso di ristrutturazione intrapreso dalla Società.

Nella configurazione risultante da tale accordo, l'affitto del ramo si inseriva in una più ampia prospettiva di conservazione della continuità dell'attività e di successiva possibile cessione del Complesso aziendale. Le parti avevano infatti espressamente qualificato l'affitto come prodromico rispetto alla cessione del ramo, manifestando l'Affittuaria interesse al suo successivo acquisto e facendo comunque salva la possibilità di verificare sul mercato l'esistenza di offerte migliorative.

In forza del Contratto di Affitto, l'esercizio dell'attività è stato quindi trasferito a PCMI CC, alla quale è stata affidata la conduzione del Complesso aziendale e sono stati trasferiti i rapporti di lavoro relativi ai dipendenti addetti al ramo. L'atto modificativo individua, in particolare, quattro dipendenti addetti al ramo d'azienda e identifica il ramo nel complesso aziendale relativo all'attività di gestione, monitoraggio e riscossione dei crediti.



L'organizzazione operativa successivamente sviluppata da PCMI CC si avvale, oltre che di personale dipendente con funzioni prevalentemente di *Loan Manager*, di collaboratori a contratto e di una rete non esclusiva di negoziatori del credito impiegati sui portafogli in gestione e remunerati prevalentemente mediante meccanismi di *success fee* correlati agli importi effettivamente incassati. Alla data del 30 aprile 2026, la documentazione gestionale predisposta dalla società indica complessivamente 5 dipendenti, oltre a collaboratori contrattuali e alla predetta rete di negoziatori del credito.

La scelta di affidare la prosecuzione dell'attività a PCMI CC deve essere letta nell'ambito del più ampio percorso di ristrutturazione intrapreso dalla controllante. La partecipata ha infatti assunto il ruolo di veicolo societario funzionale alla prosecuzione in continuità indiretta dell'attività facente capo al Complesso aziendale, attraverso l'assunzione della relativa gestione operativa in forza del Contratto di Affitto. In tale configurazione, la partecipazione detenuta da PCMI in PCMI CC e il Complesso aziendale, pur costituendo asset giuridicamente distinti, risultano pertanto strettamente connessi sotto il profilo economico e funzionale, essendo l'operatività della partecipata essenzialmente correlata alla gestione del ramo concesso in affitto.

Il percorso di ristrutturazione non ha, tuttavia, trovato compimento nell'ambito degli strumenti inizialmente prospettati e, in data 20 maggio 2026, è stata aperta la Liquidazione Giudiziale di PCMI S.p.A. L'apertura della Procedura ha conseguentemente posto l'esigenza di procedere alla ricognizione e alla valorizzazione degli asset ancora suscettibili di realizzo, tra i quali assumono specifico rilievo, ai fini del presente incarico, il Complesso aziendale concesso in affitto a PCMI CC e la partecipazione rappresentativa dell'intero capitale sociale della medesima società.

Alla Data di Riferimento, pertanto, PCMI conserva la proprietà del Complesso aziendale, mentre la relativa attività operativa è esercitata da PCMI CC in forza del Contratto di Affitto. Tale configurazione assume particolare rilievo ai fini della presente valutazione, in quanto la capacità del Complesso di conservare un valore quale entità funzionante dipende, tra l'altro, dalla consistenza e dall'effettiva trasferibilità degli elementi che ne compongono l'organizzazione e, in particolare, dei rapporti contrattuali e commerciali e dei portafogli in gestione.

2.1.2 I risultati economici e patrimoniali storici

Ai fini dell'analisi dell'evoluzione economica e patrimoniale dell'attività oggetto di valutazione, sono stati esaminati i dati relativi al periodo compreso tra l'esercizio 2022 e il 30 giugno 2026.

L'arco temporale considerato presenta una significativa discontinuità sotto il profilo del soggetto cui è riferibile la gestione dell'attività. In particolare, sino alla data di efficacia del Contratto di Affitto (18 novembre 2025, l'attività di gestione, monitoraggio e riscossione dei crediti è stata esercitata direttamente da PCMI, mentre, a decorrere dalla predetta data, la conduzione del Complesso aziendale è stata assunta da PCMI CC in qualità di Affittuaria. Il Contratto individua, infatti, espressamente in tale data il momento di efficacia dell'affitto e del trasferimento della gestione del ramo.



Conseguentemente, i dati riportati nel presente paragrafo non costituiscono una serie storica omogenea riferita al medesimo soggetto giuridico, bensì rappresentano una base informativa finalizzata a ricostruire l'andamento dell'attività economica sottostante al Complesso aziendale nelle diverse fasi della sua gestione. I dati relativi agli esercizi 2022, 2023, 2024 e 2025 sono infatti riferiti a PCMI, mentre quelli relativi al semestre chiuso al 30 giugno 2026 sono desunti dalla situazione contabile di PCMI CC, che a tale data esercitava l'attività in forza del Contratto di Affitto.

In tale prospettiva, i dati del biennio 2022-2023 consentono di osservare il Complesso aziendale in una fase di piena operatività sotto la gestione diretta di PCMI; quelli relativi agli esercizi 2024 e 2025 riflettono invece la fase di progressiva discontinuità e riorganizzazione che ha preceduto e accompagnato il trasferimento della gestione; infine, i dati al 30 giugno 2026 rappresentano il riferimento contabile più recente disponibile per osservare l'operatività del Complesso nella sua attuale configurazione, sotto la gestione dell'Affittuaria.

La tabella che segue riporta i dati riclassificati dello stato patrimoniale relativi alle suddette annualità:



Complesso aziendale facente capo a PCMI

Stato Patrimoniale riclassificato	2022	2023	2024	2025	30.06.2026
(in €)					
Immobilizzazioni immateriali	543.995	777.914	0	0	393
Immobilizzazioni materiali	34.911	117.222	6.500	7.923	
Immobilizzazioni finanziarie	468.187	454.712	458.612	255.791	
Attivo Immobilizzato	1.047.093	1.349.848	465.112	263.714	393
Crediti commerciali	6.510.280	7.170.298	935.202	816.396	79.765
Crediti Intercompany	129.901	102.811		106	18.685
Debiti Intercompany					(36.417)
Debiti commerciali	(748.291)	(351.739)	(761.121)	(733.348)	(34.740)
<i>Capitale Circolante Netto commerciale</i>	<i>5.891.890</i>	<i>6.921.370</i>	<i>174.082</i>	<i>83.154</i>	<i>27.293</i>
Crediti tributari	9.090	9.090	11.906	11.906	16.604
Altri crediti	267.491	220.073		12.000	3.931
Debiti tributari	(1.441.308)	(1.688.623)	(2.623.464)	(2.730.997)	(50.763)
Debiti contributivi	(451.334)	(499.370)	(148.330)	(182.644)	(6.686)
Debiti verso i dipendenti			(156.860)	(147.312)	(8.373)
Altri debiti	(133.059)	(238.723)	(106.133)	(62.941)	(120)
Ratei e Risconti attivi	46.694	42.492			
Ratei e Risconti passivi	(1.649)				
<i>Altre voci del capitale circolante netto</i>	<i>(1.704.075)</i>	<i>(2.155.061)</i>	<i>(3.022.882)</i>	<i>(3.099.989)</i>	<i>(45.406)</i>
Capitale Circolante Netto	4.187.815	4.766.309	(2.848.800)	(3.016.835)	(18.113)
Fondo Rischi e oneri	(25.000)	(162.146)	(995.658)	(995.658)	
Fondo TFR	(340.696)	(234.001)	(210.009)	(226.138)	
Capitale Investito Netto	4.869.212	5.720.010	(3.589.356)	(3.974.917)	(17.720)
Capitale Sociale	3.250.000	3.250.000	3.250.000	3.250.000	10.000
Riserva Legale	2.305	2.305	2.305	2.305	4.030
Altre Riserve	(687.664)	(945.289)	(991.536)	(10.549.598)	(5.500)
Utile/Perdita dell'esercizio	(257.626)	(46.246)	(9.558.062)	(271.971)	(6.955)
Patrimonio Netto	2.307.015	2.260.770	(7.297.292)	(7.569.263)	1.575
Debiti finanziari	2.743.842	3.639.269	2.719.356	2.680.413	
Disponibilità liquide e assimilate	(181.645)	(180.029)	988.581	913.934	(19.294)
Posizione Finanziaria Netta (PFN)	2.562.197	3.459.240	3.707.937	3.594.346	(19.294)
PFN e Patrimonio Netto	4.869.212	5.720.010	(3.589.356)	(3.974.917)	(17.720)

L'analisi dell'evoluzione patrimoniale evidenzia una marcata discontinuità a partire dall'esercizio 2024. Nel biennio 2022-2023 PCMI presentava un capitale investito netto positivo, rispettivamente pari a circa Euro 4,9 milioni ed Euro 5,7 milioni, caratterizzato in particolare da una rilevante consistenza del capitale circolante netto commerciale. Nello stesso periodo l'attivo immobilizzato risultava pari a circa Euro 1,0 milioni nel 2022 ed Euro 1,3 milioni nel 2023, con una significativa componente rappresentata dalle immobilizzazioni immateriali.

Nel 2024 il quadro patrimoniale registra un radicale cambiamento. Il capitale circolante netto commerciale si riduce da circa Euro 6,9 milioni del 2023 a circa Euro 0,2 milioni, principalmente per effetto della forte contrazione dei crediti commerciali, mentre le altre componenti del capitale circolante



assumono un saldo fortemente negativo, anche per la rilevante esposizione tributaria e contributiva. Parallelamente, si riduce in misura significativa il valore dell'attivo immobilizzato, con sostanziale azzeramento delle immobilizzazioni immateriali.

Tale evoluzione riflette le rilevanti rettifiche operate sulle poste dell'attivo nel corso del 2024, in un contesto caratterizzato dal deterioramento dell'operatività e dalla necessità di riconsiderare la recuperabilità di taluni valori iscritti in bilancio. In particolare, la situazione contabile evidenzia l'integrale rettifica delle immobilizzazioni immateriali riferite al software capitalizzato e alle spese su beni di terzi.

Come meglio evidenziato dall'analisi del conto economico, assumono inoltre particolare rilievo nell'esercizio le svalutazioni operate sulle attività, che incidono in misura determinante sul risultato economico dell'anno.

Nel 2025 permane una situazione patrimoniale fortemente deteriorata, coerentemente con la fase di crisi e di ristrutturazione attraversata da PCMI. Il confronto con i dati al 30 giugno 2026 deve invece essere interpretato tenendo conto del diverso perimetro soggettivo, essendo questi ultimi riferiti a PCMI CC e non alla Concedente; essi assumono, pertanto, rilievo principalmente quale rappresentazione della struttura patrimoniale assunta dall'Affittuaria nell'esercizio del Complesso aziendale.

La tabella che segue riporta i dati riclassificati del conto economico:



Complesso aziendale facente capo a PCMI

Conto Economico riclassificato	2022	2023	2024	2025	30.06.2026
<i>valori in unità di euro</i>					
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	4.294.827	3.868.558	429.839	936.213	342.808
Altri ricavi	576.982	242	40.277	21.335	3
Valore della Produzione	4.871.809	3.868.800	470.116	957.548	342.811
Costi per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	(23.711)	(63.250)	(21.268)	(13.447)	(7.259)
Costi per servizi	(2.357.491)	(1.529.680)	(1.120.577)	(432.063)	(95.962)
Costi per godimento di beni di terzi	(294.884)	(139.566)	(158.656)	(207.302)	(22.200)
Oneri diversi di gestione	(207.649)	(674.504)	(313.323)	(21.849)	(95)
Valore Aggiunto	1.988.074	1.461.800	(1.143.708)	282.887	217.295
Costi per il personale	(1.700.564)	(927.157)	(663.564)	(437.073)	(98.179)
EBITDA Adjusted	287.510	534.643	(1.807.272)	(154.187)	119.115
Fitto Ramo d'azienda	-	-	-	-	(100.000)
EBITDA contabile	287.510	534.643	(1.807.272)	(154.187)	19.115
<i>EBITDA margin</i>	<i>5,90%</i>	<i>13,82%</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>5,58%</i>
Ammortamenti	(331.189)	(144.613)	(322.410)	-	-
Svalutazioni	-	-	(6.967.126)	-	-
EBIT	(43.679)	390.030	(9.096.809)	(154.187)	19.115
<i>EBIT margin</i>	<i>-0,90%</i>	<i>10,08%</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>5,58%</i>
Proventi finanziari	39.523	5.600	-	-	-
Oneri finanziari	(147.101)	(292.546)	(253.611)	(90.517)	(928)
Oneri Straordinari	(10.000)	(12.184)	(207.642)	(27.267)	(25.143)
Risultato ante imposte	(161.257)	90.900	(9.558.062)	(271.971)	(6.955)
Imposte sul reddito	(96.369)	(137.146)	-	-	-
Risultato d'esercizio	(257.626)	(46.246)	(9.558.062)	(271.971)	(6.955)

L'analisi dei risultati economici evidenzia con maggiore immediatezza la discontinuità intervenuta nell'andamento dell'attività. Nel biennio 2022-2023 PCMI operava su volumi di ricavi significativi: i ricavi delle vendite e delle prestazioni risultano pari a circa Euro 4,3 milioni nel 2022 e a Euro 3,9 milioni nel 2023.

Nel 2022 la gestione caratteristica evidenzia un EBITDA positivo pari a circa Euro 288 mila, corrispondente al 5,9% del valore della produzione; gli ammortamenti e la gestione finanziaria conducono, tuttavia, a una perdita netta di circa Euro 258 mila. Nel 2023 si registra un miglioramento della marginalità operativa, con un EBITDA pari a circa Euro 535 mila, corrispondente al 13,8% del valore della produzione, e un EBIT positivo per circa Euro 390 mila; l'incidenza degli oneri finanziari e delle imposte determina comunque la chiusura dell'esercizio con una perdita, seppure contenuta, pari a circa Euro 46 mila.

L'esercizio 2024 segna una netta cesura rispetto al biennio precedente. I ricavi delle vendite e delle prestazioni si riducono a circa Euro 430 mila, evidenziando una drastica contrazione dei volumi di attività. La struttura dei costi non si riduce in misura proporzionale, determinando un EBITDA negativo per circa Euro 1,8 milioni. A tale risultato si aggiungono svalutazioni per circa Euro 7,0 milioni, con conseguente



perdita dell'esercizio pari a circa Euro 9,6 milioni. Il risultato del 2024 deve pertanto essere interpretato alla luce sia della forte contrazione dell'attività caratteristica sia delle rilevanti rettifiche di valore operate nell'esercizio.

Nel 2025 i ricavi delle vendite e delle prestazioni di PCMI risultano pari a circa Euro 936 mila. Il dato, pur superiore a quello dell'esercizio precedente, si colloca in una fase caratterizzata dal percorso di ristrutturazione e dal progressivo trasferimento dell'operatività verso PCMI CC e non appare pertanto direttamente comparabile con i livelli di attività registrati nel biennio 2022-2023. La gestione evidenzia un EBITDA negativo per circa Euro 154 mila e una perdita dell'esercizio pari a circa Euro 272 mila.

A decorrere dal 18 novembre 2025, la gestione del Complesso aziendale è stata assunta da PCMI CC. In considerazione del limitato periodo intercorrente tra la Data di Efficacia del Contratto e la chiusura dell'esercizio, i risultati conseguiti dall'Affittuaria nel 2025 non sono stati ritenuti sufficientemente rappresentativi ai fini dell'analisi della capacità reddituale del Complesso.

Il primo periodo infrannuale sufficientemente esteso e oggettivamente riscontrabile è, pertanto, rappresentato dal semestre chiuso al 30 giugno 2026.

In tale semestre PCMI CC ha conseguito ricavi delle vendite e delle prestazioni pari a circa Euro 343 mila. E in effetti, la documentazione gestionale riferita al 30 aprile 2026, aveva già evidenziato che, a seguito della stabilizzazione del processo di fatturazione intervenuta alla fine del mese di marzo, i ricavi si attestavano su una media mensile di circa Euro 60 mila.

Ai fini della lettura della marginalità del semestre occorre inoltre considerare che PCMI CC sostiene, in qualità di Affittuaria, il canone relativo al Complesso aziendale. Ai fini della presente analisi, il costo per affitto di ramo d'azienda contabilizzato nel semestre, pari a Euro 100 mila, è stato pertanto neutralizzato, in quanto relativo alla disponibilità del medesimo Complesso aziendale oggetto di valutazione. Ne consegue un EBITDA *adjusted*, antecedente al predetto canone, pari a circa Euro 119 mila, rispetto a un EBITDA, successivo al canone, pari a circa Euro 19 mila.

Nel complesso, l'analisi storica evidenzia pertanto tre distinte fasi nell'evoluzione dell'attività: una fase di piena operatività del Complesso sotto la gestione diretta di PCMI nel biennio 2022-2023; una fase di forte discontinuità e deterioramento negli esercizi 2024-2025; e una successiva fase di ripresa dell'operatività sotto la gestione di PCMI CC, i cui effetti risultano osservabili in termini maggiormente significativi nei dati relativi al primo semestre 2026.

2.1.3 Il perimetro del Compendio aziendale oggetto di valutazione

Il Complesso aziendale oggetto della presente valutazione coincide con il ramo d'azienda di proprietà di PCMI concesso in affitto a PCMI CC in forza del Contratto di Affitto stipulato in data 4 aprile 2025, come successivamente modificato e integrato con atto del 24 febbraio 2026.



Il Contratto individua il ramo d'azienda nel complesso aziendale relativo all'attività di gestione, monitoraggio e riscossione dei crediti, corrente in Magenta (MI), Via Fratelli Caprotti n. 5. La relativa gestione è stata trasferita a PCMI CC con efficacia dal 18 novembre 2025.

Più precisamente, ai sensi dell'art. 3 del Contratto di Affitto, il ramo d'azienda è costituito dal complesso dei beni e dei rapporti negoziali necessari per l'esercizio dell'attività e comprende: (i) i beni strumentali, gli arredi, le macchine per ufficio e i sistemi informativi, unitamente alle relative licenze; (ii) i rapporti contrattuali con i fornitori individuati contrattualmente; (iii) i rapporti contrattuali con i clienti e, più in generale, le trattative e i rapporti commerciali relativi al ramo, ivi compresa la gestione dei piani di rientro già stipulati; e (iv) i rapporti di lavoro con i dipendenti addetti al ramo.

Restano invece espressamente esclusi dal perimetro del ramo i debiti, i crediti e le disponibilità liquide di PCMI; in particolare, i crediti e i debiti sorti anteriormente alla Data di Efficacia del Contratto rimangono, rispettivamente, a favore e a carico della Concedente. Ne consegue che il Compendio oggetto della presente stima deve essere considerato quale complesso organizzato di elementi materiali, immateriali, contrattuali e personali funzionalmente coordinati per l'esercizio dell'attività, e non quale mera aggregazione delle singole poste patrimoniali facenti capo a PCMI.

Alla Data di Riferimento il Compendio così individuato risulta gestito da PCMI CC in forza del Contratto di Affitto. Come già illustrato nei precedenti paragrafi, l'Affittuaria svolge attraverso tale organizzazione l'attività di gestione, monitoraggio e riscossione dei crediti, avvalendosi delle risorse umane e organizzative destinate alla relativa gestione. Il Contratto disciplina, peraltro, espressamente il subentro dell'Affittuaria nei rapporti con i fornitori e con i clienti compresi nel perimetro del ramo.

Dalla documentazione esaminata non emerge, alla Data di Riferimento, lo svolgimento da parte di PCMI CC di un'attività aziendale autonoma e distinta rispetto a quella esercitata mediante il Compendio ricevuto in affitto. La costituzione e l'operatività della partecipata risultano infatti funzionalmente inserite nel percorso volto ad assicurare la prosecuzione dell'attività precedentemente esercitata direttamente da PCMI, secondo quanto già illustrato al precedente paragrafo 2.1.1. Tale circostanza non esclude, naturalmente, la presenza in capo a PCMI CC di proprie attività e passività patrimoniali, né di rapporti sorti direttamente in capo alla stessa nel corso della gestione.

Tale configurazione assume specifico rilievo ai fini valutativi. Il Compendio e la Partecipazione costituiscono infatti due distinti beni giuridici appartenenti al patrimonio della Procedura e, come tali, sono oggetto di autonome determinazioni di valore; sotto il profilo economico, tuttavia, essi risultano strettamente interrelati, poiché la capacità operativa attualmente espressa da PCMI CC trova il proprio principale presupposto nella disponibilità e nella gestione del Compendio aziendale. Di tale circostanza si terrà conto nelle successive analisi valutative, anche al fine di evitare duplicazioni nella rappresentazione del valore economico riconducibile alla medesima attività.



3. Metodi di valutazione: cenni teorici e scelta del metodo

Le presenti note metodologiche⁵ si limitano a ricordare alcuni concetti ritenuti essenziali al fine di comprendere le motivazioni fondanti la scelta del metodo di determinazione del valore della Società.

3.1 I metodi di valutazione: cenni teorici generali

La dottrina e la prassi professionale hanno elaborato una varietà di metodologie di stima che, in sintesi, possono essere ricondotte a quattro fondamentali approcci, in relazione alla tipologia di legame che ciascun approccio instaura tra valore d'impresa e sua variabile determinante.

I quattro approcci in discussione sono:

1. l'approccio basato sui flussi di risultato;
2. l'approccio basato sul concetto di "*economic profit*";
3. l'approccio comparativo;
4. l'approccio patrimoniale.

Il primo approccio (flussi di risultato) esprime il valore di un'impresa in funzione dei flussi che presumibilmente essa potrà generare. Nell'ambito di questo approccio rientrano il metodo finanziario (*Discounted Cash Flow*) e il metodo reddituale.

Il secondo approccio si basa sull'idea che il valore di un'iniziativa sia formato da due addendi: il valore dei suoi *assets* e quello dei redditi che superano il rendimento normale degli *asset* stessi (l'*economic profit* è appunto la differenza – se positiva – tra reddito ottenuto e reddito normale in rapporto al settore di appartenenza dell'impresa).

Il terzo, invece, è un approccio di carattere empirico: la valutazione viene realizzata per analogia con i prezzi negoziati sul mercato per imprese simili.

Il quarto approccio, infine, è imperniato sulla stima dei singoli *assets* aziendali (tangibili e immateriali) che formano il capitale investito dell'impresa.

Richiamati gli approcci metodologici utilizzabili più comuni nella prassi valutativa, si precisa che in concreto la scelta del metodo valutativo viene fortemente influenzata, oltre che dalle finalità che animano la stima, anche dalle specifiche caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione, nonché dal particolare contesto in cui essa si trova ad operare. In modo più analitico, potremmo indicare come segue tali specifici fattori: (i) caratteristiche dell'azienda da valutare; (ii) particolarità del settore in cui opera; (iii) complessità ed attendibilità prospettica.

Tanto premesso in termini generali, qui di seguito si descrivono le caratteristiche salienti dei principali metodi di valutazione utilizzati nella prassi.

⁵ L. Guatri, M. Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, 2008, Egea, Milano.



Il metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale individua il valore dell'azienda nella sommatoria del valore appositamente rettificato dei singoli elementi attivi e passivi che costituiscono il patrimonio aziendale.

Al patrimonio netto contabile vengono sommate le rettifiche aventi la finalità, da un lato, di esprimere le poste attive e passive secondo corretti principi contabili e, dall'altro, di tradurre le attività in termini di valori correnti con riferimento al momento della valutazione.

In particolare, il valore contabile degli elementi attivi non monetari (immobilizzi tecnici, rimanenze di magazzino, titoli, partecipazioni, ecc.) viene sottoposto a revisione, al fine di determinare eventuali plusvalenze o minusvalenze latenti, rispetto ai valori contabili, facendo riferimento, a seconda dei casi, ai valori di ricostruzione a nuovo, di sostituzione o ai prezzi di mercato.

Le differenze riscontrate passando dai valori storici a quelli correnti possono dover essere rettificate degli oneri fiscali impliciti, ove si ritenga che tali oneri si rendano dovuti in caso di effettiva dismissione degli elementi del patrimonio.

Un ulteriore ordine di rettifiche a cui viene assoggettato il capitale netto di bilancio consiste nell'attualizzazione del valore dei debiti e crediti che generano interessi attivi o passivi non in linea con i tassi di mercato.

Nell'applicazione dei metodi patrimoniali si assiste anche al tentativo di attribuire un autonomo valore ad alcune essenziali condizioni o fattori della produzione del reddito non incorporate in beni materiali (metodo patrimoniale complesso).

Queste condizioni, o fattori, della produzione sono anche denominati dalla dottrina aziendalistica "risorse intangibili". Ci si riferisce in particolare a quei fattori la cui realizzazione risulta onerosa, non facilmente ottenibile, e senza i quali la formazione del reddito sarebbe gravemente pregiudicata.

Le più note voci di beni immateriali che formano talora oggetto di stima autonoma nelle aziende industriali sono i prodotti, i brevetti di produzione, il *know-how*, il personale, le licenze commerciali, le liste clienti.

Il metodo patrimoniale può essere sintetizzato nella formula seguente: $W = K$, dove W è il valore dell'azienda e K il valore del suo patrimonio inteso come sommatoria degli elementi attivi (A) e passivi (P) del suo patrimonio inclusi gli "*intangible assets*" ($K = \sum A + \sum P$).

Il metodo reddituale

Il metodo reddituale considera l'azienda come un complesso economico unitario, in prospettiva generatore di risultati economici. Esso si basa sull'assunto che il valore dell'azienda/ramo d'azienda dipende dalla sua capacità di generare in prospettiva flussi reddituali.

Detto metodo tiene implicitamente conto non solo dei beni materiali che compongono l'azienda ma anche di quegli elementi immateriali (*know-how*, tecnologia, clientela e ubicazione dell'esercizio, marchi



commerciali, brevetti, etc.) che contribuiscono, forse ancor più concretamente, al realizzo di risultati economici al di sopra della media.

In base al metodo reddituale il valore del capitale economico di un'azienda/ramo d'azienda è determinato "capitalizzando" o "attualizzando" i redditi attesi: nel primo caso si parla di metodo reddituale semplice (o sintetico), e l'orizzonte temporale di riferimento può avere durata limitata o illimitata; nel secondo di metodo reddituale complesso (o analitico). In entrambi i casi, possono essere seguiti approcci di valutazione di tipo *levered* (o *equity side*) o *unlevered* (o *asset side*).

Per ciò che concerne l'individuazione dei flussi reddituali attesi, è evidente che sarebbe più opportuno procedere alla puntuale attualizzazione dei singoli redditi futuri, piuttosto che capitalizzare un "reddito medio atteso". Tuttavia, considerata la difficoltà di prevedere in maniera attendibile i singoli risultati economici attesi per il futuro, si finisce spesso con l'applicare la formula della capitalizzazione di un reddito medio – normale atteso, determinato proiettando nel futuro la situazione economica aziendale storica e tentando di rappresentare un reddito che mediamente l'impresa sia in grado di produrre in futuro.

I redditi futuri possono essere stimati secondo varie ipotesi: (i) supponendo la conservazione dei risultati storicamente ottenuti in tempi recenti (metodo dei risultati storici); (ii) mediante la proiezione dei risultati storici nel futuro, in funzione del probabile comportamento di alcune variabili quali ad esempio: dimensione dell'attività svolta, livello dei prezzi di vendita, grado di produttività del lavoro, incidenza di costi generali o di oneri finanziari, ecc. (metodo di proiezione dei risultati storici); (iii) assumendo i risultati economici espressi nei "piani aziendali" per definiti periodi futuri ordinariamente da uno a cinque anni (metodo dei risultati programmati).

Occorre da ultimo osservare che questo tipo di approccio valutativo trae il suo fondamento dal fatto che l'aspetto reddituale è l'essenziale base logica di qualsiasi stima aziendale, poiché il valore dell'investimento nell'azienda appare strettamente legato alla sua capacità di produrre reddito.

I metodi misti

Il metodo patrimoniale misto unisce i principi essenziali dei procedimenti di valutazione patrimoniali e reddituali, in modo da tenere conto sia dell'elemento di obiettività e verificabilità dell'aspetto patrimoniale sia delle attese reddituali, che costituiscono un elemento fondamentale del valore del capitale economico.

Queste metodologie trovano il loro supporto fondamentale nel concetto di avviamento inteso come il maggior costo sostenuto da chi acquista un'azienda funzionante rispetto all'acquisizione di singoli componenti patrimoniali.

Nella pratica, la determinazione dell'avviamento viene sviluppata mediante l'utilizzo del metodo diretto, il quale è rivolto alla individuazione immediata di tale grandezza come elemento autonomo di valutazione.



L'aspetto fondamentale di questo criterio risiede nella concezione che l'avviamento deriva dalla produzione di redditi aziendali superiori (o inferiori) al reddito medio di impresa del settore, ritenuto adeguato rispetto all'attività svolta e considerato soddisfacente per l'imprenditore.

Secondo tale procedimento, il valore corrente del patrimonio, stimato secondo il ricorso a metodi patrimoniali semplici o complessi, rappresenta il valore base dell'azienda. Tale valore viene rettificato qualora il reddito aziendale medio atteso risulti superiore (o inferiore) al rendimento giudicato "normale" per il settore, con riferimento al capitale di rischio di cui beneficia l'azienda. La differenza tra reddito aziendale e rendimento normale (sovrareddito o sottoreddito) viene attualizzata determinando l'avviamento positivo (detto anche *goodwill*) o negativo (detto *badwill*), da sommare al valore del patrimonio rettificato.

Il metodo finanziario

Il metodo finanziario del *Discounted Cash Flow* individua il valore del capitale economico di un'azienda sulla base dell'attualizzazione dei flussi di cassa che essa genererà in futuro. In particolare, secondo tale metodologia, il valore del capitale economico di una società è pari alla somma di: (i) valore operativo, generalmente risultante dalla somma del valore attuale dei flussi di cassa prodotti dalla gestione in un periodo di proiezione esplicita e del valore attuale delle attività operative dell'azienda al termine di tale periodo (*terminal value* o valore residuo); (ii) valore di mercato di eventuali *surplus asset* non inerenti alla gestione caratteristica o non considerati nella stima dei flussi di cassa operativi prospettici; (iii) consistenza dei debiti esplicitamente onerosi o della liquidità della società alla Data di Riferimento della valutazione.

I flussi di cassa considerati, nella loro formulazione "*unlevered*", sono i flussi di cassa generati dall'attività operativa dell'azienda, al lordo delle componenti finanziarie, mentre nella formulazione "*levered*" i flussi operativi sono al netto delle componenti finanziarie. Essi rappresentano, quindi, le risorse destinate al soddisfacimento di tutti i portatori di mezzi finanziari nell'azienda, ossia gli azionisti ed i finanziatori.

Il valore terminale rappresenta il valore operativo della società al termine dell'orizzonte di previsione, ed esprime la capacità dell'azienda di generare flussi di cassa negli anni successivi al periodo di previsione esplicita.

I flussi individuati nel metodo del *Discounted Cash Flow* sono quelli operativi, destinati alla remunerazione dei fornitori di capitali sia di rischio che di debito. Il tasso di attualizzazione deve quindi essere rappresentativo del rendimento richiesto dai finanziatori della società e dai soci per impiegare i propri capitali nell'azienda; tale tasso è identificato con il costo medio ponderato del capitale ($WACC = \text{Weighted Average Cost of Capital}$).

Il metodo dei multipli di mercato

Il metodo dei multipli di mercato si basa sull'analisi comparativa di aziende simili a quella oggetto di valutazione. Attraverso tale metodo si determina il valore dell'azienda mediante l'utilizzo di moltiplicatori rivenienti dal rapporto tra il valore che il mercato attribuisce ad aziende comparabili rispetto a quella



oggetto di valutazione e grandezze espressive della situazione economico patrimoniale o del business di riferimento.

Tali multipli sono normalmente classificabili in tre macrocategorie: (i) *financial multiples* (o multipli di borsa); (ii) *deal multiples* (relativi a transazioni aventi ad oggetto imprese comparabili); (iii) *business multiples* (riferiti a grandezze tipiche del settore di riferimento).

I *financial multiples* hanno l'obiettivo di individuare le relazioni esistenti tra il valore di mercato delle imprese (EV – *Enterprise value*) e alcune quantità economiche rilevanti (quali ad esempio fatturato, EBITDA, EBIT). La criticità sta in questo caso nell'individuare i multipli più opportuni oltre al periodo di formazione dei flussi di risultato da utilizzarsi per il loro calcolo. Si possono, infatti, utilizzare multipli "correnti" (confrontando i prezzi di borsa con i risultati dell'ultimo bilancio disponibile), multipli "trailing" (confrontando i prezzi di borsa con risultati riferibili ai dodici mesi precedenti la Data di Riferimento assunta ai fini del calcolo degli indici), multipli "leading" (confrontando i prezzi di borsa con i risultati attesi dagli analisti per gli esercizi successivi).

I *deal multiples* si basano sulle informazioni inerenti a transazioni effettuate su aziende comparabili a quella da valutare. Il principale vantaggio di tale approccio risiede nell'esclusione dal processo valutativo di qualsiasi apprezzamento soggettivo, in quanto la valutazione si basa su puri confronti oggettivi. Viceversa, il principale svantaggio di tale metodo risiede invece nella (non infrequente) carenza di un numero ampio di transazioni comparabili e nella difficoltà di ottenere informazioni complete.

I *business multiples* determinano il prezzo del capitale delle imprese rapportandolo a specifici elementi (driver di valore) che caratterizzano il settore in cui opera l'impresa e che sono in grado di catturare alcune specificità tipiche del business di riferimento dell'azienda oggetto di valutazione. La razionalità di tali multipli è subordinata, quindi, al fatto che, all'interno del modello di business considerato, i driver individuati rappresentano le effettive condizioni alla base della generazione di risultati futuri.

3.2 Impostazione metodologica e architettura dell'impianto valutativo

Come anticipato in premessa, la presente valutazione presenta una specificità derivante dalla compresenza di due distinti asset di proprietà della Procedura, costituiti, rispettivamente, dal Complesso aziendale relativo all'attività di gestione, monitoraggio e riscossione dei crediti e dalla Partecipazione totalitaria detenuta da PCMI in PCMI CC, società che, alla Data di Riferimento, esercita la predetta attività in forza del Contratto di Affitto.

Tale configurazione richiede, preliminarmente all'applicazione dei metodi valutativi, di considerare la relazione economica e funzionale esistente tra i due asset e, conseguentemente, di definire un impianto valutativo che, pur mantenendone distinta la determinazione di valore, assicuri la coerenza complessiva delle relative stime.

Secondo quanto illustrato nei precedenti paragrafi, il Complesso aziendale costituisce il complesso organizzato di elementi materiali, immateriali, contrattuali e personali attraverso il quale viene esercitata l'attività. PCMI CC, a sua volta, ne dispone in forza di un diritto di godimento contrattuale e temporalmente delimitato e svolge, attraverso il medesimo Compendio, l'attività precedentemente



esercitata direttamente da PCMI. Dalla documentazione esaminata non emerge, alla Data di Riferimento, lo svolgimento da parte della partecipata di un'attività aziendale autonoma e distinta rispetto a quella esercitata mediante il Complesso ricevuto in affitto.

Il Contratto di Affitto, efficace dal 18 novembre 2025, attribuisce infatti all'Affittuaria la disponibilità e la gestione del Complesso, prevedendone il subentro nei rapporti contrattuali e di lavoro ricompresi nel relativo perimetro. Restano invece in capo a PCMI CC le attività e le passività proprie della società, nonché i rapporti eventualmente sorti direttamente in capo alla stessa nel corso della gestione. Il contratto prevede, in particolare, che i nuovi contratti stipulati direttamente dall'Affittuaria durante la sua vigenza non siano oggetto di automatico ritrasferimento alla Concedente alla cessazione dell'affitto.

La relazione tra i due *asset* deve pertanto essere considerata tenendo distinti, almeno sotto il profilo teorico, il valore economico del Complesso aziendale e il valore dell'*equity* di PCMI CC.

Con riferimento al primo, coerentemente con lo scenario valutativo illustrato in premessa, la stima assume quale configurazione di riferimento la cessione unitaria del Complesso a un operatore terzo, con prosecuzione dell'attività in regime di continuità indiretta. Il valore del Compendio deve pertanto rifletterne la capacità di generare benefici economici nella configurazione esistente alla Data di Riferimento, assumendone la disponibilità diretta da parte dell'acquirente.

In tale prospettiva, l'attuale Contratto di Affitto rappresenta la modalità attraverso la quale il Complesso viene utilizzato alla Data di Riferimento, ma il relativo canone non costituisce un costo operativo intrinseco del Compendio nella prospettiva dell'acquirente che ne acquisisca la proprietà e ne assuma direttamente la gestione. Conseguentemente, ai fini dell'analisi della capacità reddituale del Complesso, i risultati economici rilevati in capo a PCMI CC devono essere considerati al lordo del costo sostenuto per la disponibilità del ramo, ferma restando la necessità di tenere conto di tutti gli altri costi necessari al funzionamento dell'attività.

La Partecipazione deve invece essere valutata assumendo la specifica posizione economico-patrimoniale di PCMI CC alla Data di Riferimento. La relativa stima deve pertanto considerare le attività e le passività proprie della società, i diritti e gli obblighi derivanti dal Contratto di Affitto, la durata residua dello stesso e gli eventuali rapporti o elementi economicamente rilevanti direttamente riferibili alla partecipata.

In tale prospettiva assume particolare rilievo la struttura del corrispettivo previsto per l'affitto del Complesso, costituito da una componente fissa e da una componente variabile parametrata al risultato economico dell'Affittuaria. La documentazione esaminata indica, in particolare, una componente fissa pari a Euro 20 mila mensili e una componente variabile pari al 90% dell'EBT.

Tale struttura contrattuale incide sulla redditività che può residuare in capo a PCMI CC e costituisce, pertanto, uno degli elementi da considerare nella determinazione del valore della Partecipazione.

La distinta valutazione dei due *asset* deve, tuttavia, rispettare un fondamentale criterio di coerenza economica e di non duplicazione del valore. La medesima capacità reddituale generata dal Complesso non può infatti essere valorizzata una prima volta quale componente del valore del Compendio nella prospettiva della sua disponibilità diretta e, successivamente, una seconda volta quale autonoma componente del valore della Partecipazione.



Ciò non comporta, a priori, che la Partecipazione sia priva di autonomo valore economico. L'eventuale valore ulteriore attribuibile all'equity di PCMI CC deve essere verificato sulla base della sua effettiva consistenza patrimoniale e della presenza di diritti, rapporti o benefici economici autonomamente riferibili alla società e non già ricompresi nella capacità economica attribuita al Complesso. È pertanto all'esito di tale verifica, e non quale presupposto iniziale della valutazione, che potrà essere accertata l'esistenza o meno di un valore autonomamente riconoscibile alla Partecipazione.

Alla luce di quanto sopra, l'architettura dell'impianto valutativo è stata pertanto articolata su due livelli distinti ma tra loro coordinati: il Complesso aziendale viene valutato quale entità economica organizzata suscettibile di trasferimento unitario e di prosecuzione dell'attività da parte di un operatore terzo; la Partecipazione viene autonomamente valutata sulla base della posizione economico-patrimoniale di PCMI CC e dei diritti e obblighi alla stessa riferibili, verificando l'eventuale presenza di componenti di valore ulteriori rispetto a quelle già riconosciute al Complesso.

Tale impostazione consente di mantenere distinti i due oggetti dell'incarico e, al contempo, di evitare sovrapposizioni nella determinazione dei rispettivi valori, costituendo il presupposto logico per la successiva individuazione e applicazione dei criteri valutativi ritenuti maggiormente appropriati.

3.3 Il metodo valutativo impiegato

Come illustrato nei precedenti paragrafi, oggetto della presente Relazione è, in primo luogo, la stima del valore attribuibile al Complesso aziendale di proprietà di PCMI relativo all'attività di gestione, monitoraggio e riscossione dei crediti, assumendo quale scenario valutativo di riferimento la sua cessione unitaria a un operatore terzo e la prosecuzione dell'attività in regime di continuità indiretta.

La valutazione è elaborata nell'ambito della Liquidazione Giudiziale di PCMI ed è finalizzata a fornire alla Procedura un'indicazione tecnico-estimativa di riferimento ai fini della migliore valorizzazione del Compendio nell'ambito del successivo processo di realizzo.

La stima deve pertanto esprimere i benefici economici che il Complesso aziendale, nella configurazione esistente alla Data di Riferimento, è suscettibile di generare in capo a un generico operatore di mercato dotato delle competenze e delle risorse necessarie alla prosecuzione dell'attività, senza considerare eventuali sinergie o benefici specificamente riferibili a singoli potenziali acquirenti.

Ciò premesso, considerato quanto illustrato nel precedente paragrafo 3.1, tenuto conto della struttura economico-patrimoniale del Complesso aziendale di PCMI e dello scopo della Relazione, nonché del set informativo disponibile (che non comprende proiezioni economico-finanziarie), lo scrivente ha ritenuto appropriato adottare quale **metodo di riferimento** della stima il **metodo reddituale sintetico (o puro)**, espresso dalla formula della rendita limitata.

Il metodo reddituale in questione è stato declinato nella versione *unlevered*, in coerenza con una struttura del capitale finanziata con soli mezzi propri, mediante la capitalizzazione su un orizzonte temporale ridotto del reddito medio – normalizzato secondo la formula matematica della rendita limitata.

La scelta del metodo reddituale quale criterio di riferimento discende, in particolare, dalle specifiche caratteristiche del Compendio oggetto di valutazione. La relativa capacità di generare risultati economici



dipende, infatti, in misura preponderante dai rapporti contrattuali con i committenti e dai portafogli di crediti affidati in gestione, dalla struttura organizzativa e dal personale, dal know-how e dalle procedure operative, dalle autorizzazioni necessarie allo svolgimento dell'attività nonché, più in generale, dalla capacità dell'organizzazione aziendale di mantenere e sviluppare i rapporti commerciali esistenti.

A fronte della rilevanza di tali componenti, la consistenza dei beni materiali compresi nel perimetro del Complesso risulta del tutto contenuta, essendo costituita essenzialmente da arredi, attrezzature da ufficio e dotazioni informatiche. L'applicazione di un metodo patrimoniale semplice non risulterebbe, pertanto, idonea a rappresentare significativamente il valore economico del Compendio, in quanto ne coglierebbe pressoché esclusivamente la limitata consistenza materiale, senza apprezzare adeguatamente le componenti organizzative e immateriali (dalle quali, come detto, dipende in misura prevalente la sua capacità di generare reddito).

Non si è, infine, ritenuto metodologicamente opportuno applicare, neppure quale autonomo criterio di controllo, il metodo dei multipli di mercato, non essendo stato possibile individuare un campione sufficientemente significativo di società o transazioni comparabili rispetto al Complesso oggetto di stima, avuto riguardo, in particolare, allo stato di Liquidazione Giudiziale, alla specifica attività esercitata, alle dimensioni, al modello operativo e alle ulteriori caratteristiche qualitative e quantitative rilevanti ai fini della comparabilità⁶.

Le considerazioni che precedono attengono specificamente alla valutazione del Complesso aziendale.

Come meglio illustrato nel successivo capitolo 5, la valutazione della Partecipazione in PCMI CC richiede, invece, un distinto approccio, coerente con la diversa natura dell'*asset* oggetto di stima. In particolare, tenuto conto della necessità di evitare la duplicazione della capacità reddituale già attribuita al Complesso aziendale e della sostanziale assenza, in capo alla partecipata, di ulteriori *asset* produttivi autonomamente valorizzabili, il valore della Partecipazione viene determinato assumendo quale riferimento la consistenza patrimoniale netta di PCMI CC alla Data di Riferimento.

4. La stima del valore economico del compendio patrimoniale della Società

4.1 Il metodo reddituale

⁶ È noto che il metodo dei multipli di mercato, sia nella versione dei multipli di borsa sia in quella dei multipli di transazioni comparabili, concepisce il valore di un'impresa in funzione dei prezzi, espressi dai mercati regolamentati ovvero in negoziazioni private, per quote di capitale dell'azienda medesima o di aziende similari o comparabili. Data la natura del metodo in questione, risulta quindi particolarmente critica la comparabilità, da un punto di vista dimensionale, operativo e finanziario, tra le società incluse nel campione di riferimento e quella oggetto di valutazione; la significatività dei risultati è, infatti, estremamente dipendente dalla confrontabilità del campione. Nel contesto delle aziende in crisi, in particolare, va considerato che le transazioni aventi ad oggetto imprese in stato di insolvenza o nell'ambito di procedure concorsuali presentano spesso caratteristiche di "special situation" o di vendita forzata. I prezzi rilevati in tali contesti non sono necessariamente rappresentativi del valore in condizioni ordinarie di mercato e devono essere utilizzati con estrema cautela, distinguendo tra prezzo effettivamente osservato e valore economicamente fondato.

Sulle criticità nell'applicazione del metodo dei multipli di mercato alle aziende in crisi si rimanda a quanto illustrato dai principi di valutazione elaborata dalla prassi professionale di riferimento: OIV, *La valutazione delle aziende in crisi*, Discussion paper n. 1/25, paragrafo 4.2.4; Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabile (CNDCEC) – SIDREA, *Linee Guida per la valutazione di aziende in crisi*, 2016, paragrafo 6.7.



4.1.1 Cenni generali

Il metodo reddituale determina il valore del capitale d'impresa in funzione della capacità del complesso aziendale di generare reddito in prospettiva futura. Tale criterio è utilizzato nella prassi secondo due configurazioni applicative: la versione *sintetica* e quella *analitica*.

Come illustrato nel precedente capitolo, ai fini della determinazione del valore economico del Complesso aziendale di PCMI si è ritenuto appropriato fare ricorso al metodo reddituale sintetico, in considerazione delle caratteristiche dell'attività esercitata, della limitata rilevanza delle componenti patrimoniali materiali e della prevalente incidenza, nella formazione del valore, degli elementi organizzativi, contrattuali e immateriali che concorrono alla produzione del reddito.

Nella configurazione sintetica, il metodo reddituale si fonda sulla determinazione di un reddito medio normale prospettico, rappresentativo della capacità reddituale che il complesso aziendale è ragionevolmente in grado di esprimere in condizioni normali di funzionamento, e sulla successiva capitalizzazione di tale grandezza per un periodo di tempo determinato o, ricorrendone i presupposti, indefinito.

La determinazione del reddito medio normale prospettico muove ordinariamente dall'analisi dei risultati economici storicamente conseguiti, opportunamente depurati dagli effetti di componenti straordinarie, non ricorrenti o comunque non rappresentative della gestione normale. I dati storici non assumono, tuttavia, rilevanza in quanto tali, ma nella misura in cui risultino utili a formulare un giudizio sulla capacità di reddito ragionevolmente riproducibile in prospettiva. A tal fine possono essere considerate, ove disponibili e attendibili, anche informazioni gestionali più recenti, dati infrannuali e previsioni economico-finanziarie.

Nel caso di specie, la determinazione del reddito prospettico normalizzato richiede una specifica attenzione in ragione della marcata discontinuità che caratterizza l'evoluzione storica dell'attività e del mutamento intervenuto nelle relative modalità di gestione.

Come illustrato nel precedente paragrafo 2.1.2, il biennio 2022-2023 è riferibile a una fase di piena operatività del Complesso sotto la gestione diretta di PCMI, caratterizzata da volumi di attività significativamente superiori a quelli successivamente osservati. Gli esercizi 2024 e 2025 risultano, invece, interessati da una fase di forte discontinuità e deterioramento dell'attività, culminata nel percorso di ristrutturazione della Società e nel successivo trasferimento della gestione del Complesso a PCMI CC.

Il Contratto di Affitto ha acquisito efficacia in data 18 novembre 2025; conseguentemente, i risultati conseguiti da PCMI CC nell'esercizio 2025 si riferiscono a un periodo di gestione del Compendio inferiore a un mese e mezzo e non risultano, per tale ragione, sufficientemente rappresentativi di una gestione a regime.

La situazione economica al 30 giugno 2026 costituisce, invece, la prima evidenza riferita a un periodo sufficientemente esteso di gestione del Complesso da parte di PCMI CC e rappresenta, pertanto, il riferimento più recente direttamente osservabile della capacità economica espressa dall'attività nella



configurazione esistente alla Data di Riferimento. Nel primo semestre 2026 PCMI CC ha conseguito ricavi per prestazioni di servizi pari a circa Euro 343 mila.

Tale dato risulta coerente, quanto all'ordine di grandezza dei volumi di attività, con l'informativa gestionale predisposta al 30 aprile 2026, nella quale veniva indicato, a seguito della progressiva stabilizzazione dell'attività, un livello di ricavi medi mensili pari a circa Euro 60 mila.

In tale quadro, si è ritenuto ragionevole assumere quale principale riferimento i risultati economici del primo semestre 2026, integrandone l'analisi con i dati relativi al biennio 2022-2023, ultimo periodo storico caratterizzato da una piena e significativa operatività del Complesso. I dati più recenti sono stati utilizzati per individuare il livello di attività attualmente espresso dal Compendio, mentre quelli del biennio 2022-2023 hanno costituito un ulteriore riferimento per valutarne la struttura economica e, in particolare, la normale incidenza delle principali componenti di costo.

Sulla base di tali elementi si è quindi determinato un reddito medio normale prospettico, assunto quale *proxy* della capacità reddituale sostenibile del Complesso aziendale. Tale risultato, pur non assumendo natura di previsione puntuale, rappresenta una ragionevole indicazione della capacità di reddito attribuibile al Compendio nelle attuali condizioni operative, tenuto conto sia dei risultati concretamente osservati nella gestione più recente sia delle evidenze desumibili dai periodi storici ritenuti maggiormente significativi.

4.1.2 Applicazione del metodo

a) Il reddito operativo netto medio normale atteso (NOPAT)

Come sopra anticipato, ai fini della determinazione del parametro reddituale si è assunto quale principale riferimento l'andamento economico del primo semestre 2026, in quanto rappresentativo della più recente configurazione operativa del Complesso aziendale, integrandone l'analisi con i dati relativi al biennio 2022-2023, ultimo periodo storico caratterizzato da una piena e significativa operatività del Compendio sotto la gestione diretta di PCMI.

In particolare, per quanto riguarda i ricavi, si è fatto principalmente riferimento ai risultati conseguiti nel primo semestre 2026, nel corso del quale PCMI CC ha realizzato ricavi per prestazioni di servizi pari a circa Euro 343 mila.

Tenuto conto dell'andamento osservato e, al contempo, della necessità di adottare un approccio prudenziale in considerazione della possibilità di disdetta dei contratti in essere con un preavviso di 60 giorni, il valore della produzione medio normale prospettico è stato assunto in Euro 650.000 annui, in misura inferiore rispetto a quello risultante dalla proiezione su base annua dei dati più recenti.

Con riferimento ai costi operativi, la normalizzazione è stata effettuata muovendo dalla relativa struttura e dalle incidenze osservate nel primo semestre 2026, opportunamente integrate e confrontate con quelle registrate nel biennio 2022-2023. Tale approccio ha consentito di tenere conto, da un lato, dell'attuale configurazione operativa del Compendio e, dall'altro, delle evidenze desumibili dall'ultimo periodo



storico di piena operatività, evitando di assumere quale riferimento gli esercizi 2024 e 2025, caratterizzati, come già illustrato, da condizioni di significativa discontinuità.

Particolare attenzione è stata riservata al canone di affitto del Complesso aziendale, che nella ricostruzione del conto economico normalizzato è stato dapprima considerato in coerenza con la struttura dei costi sostenuti dall'attuale Affittuaria e successivamente neutralizzato ai fini della determinazione dell'EBITDA *adjusted*. Tale rettifica si rende necessaria in quanto il canone costituisce il corrispettivo sostenuto da PCMI CC per acquisire la disponibilità del medesimo Complesso oggetto della presente valutazione e non rappresenta, pertanto, un costo operativo proprio del Compendio nella prospettiva assunta ai fini della stima.

Per effetto delle normalizzazioni operate, si perviene a un EBITDA *adjusted* medio normale pari a Euro 114.000, corrispondente a un margine del 17,5% sul Valore della produzione.

Tenuto conto della limitata consistenza dei beni strumentali compresi nel Complesso aziendale, gli ammortamenti medio normali sono stati stimati in Euro 3.000 annui, pervenendo così a un reddito operativo (EBIT) pari a Euro 111.000.

Sul reddito operativo così determinato sono state quindi calcolate le imposte teoriche di competenza, utilizzando le aliquote nominali vigenti ai fini IRES e IRAP, per complessivi Euro 30.525.

Ne è scaturito un reddito operativo netto medio normale atteso (NOPAT) pari a Euro 80.475, come riepilogato nella tabella che segue:

Complesso aziendale di titolarità di PCMI - Calcolo del NOPAT

Conto Economico riclassificato (€)	Valori Normalizzati
Valore della produzione	650.000
Costo Materie prime	(16.000)
Costi per servizi	(230.000)
Canone d'affitto	(100.000)
Costi godimento beni terzi	(50.000)
Oneri diversi di gestione	(20.000)
Valore aggiunto	234.000
Costi per il personale	(220.000)
EBITDA	14.000
Storno Canone d'affitto	100.000
EBITDA adjusted	114.000
<i>Ebitda margin adjusted</i>	<i>17,5%</i>
Ammortamenti	(3.000)
EBIT	111.000
<i>Ebit margin</i>	<i>17,1%</i>
Imposte	(30.525)
NOPAT	80.475



Il reddito così determinato non costituisce una previsione puntuale dei risultati futuri, bensì una stima del reddito medio normale prospettico ragionevolmente attribuibile al Complesso aziendale nella configurazione esistente alla Data di Riferimento, elaborata sulla base delle evidenze economiche più recenti e delle risultanze storiche ritenute maggiormente significative.

Considerato, infine, che la valutazione è effettuata nell'ambito di una procedura di Liquidazione Giudiziale e che il livello dei ricavi assunto ai fini della normalizzazione incorpora già un criterio prudenziale rispetto all'andamento più recente dell'attività, al reddito medio normale prospettico non è stato applicato alcun tasso di crescita (g), neppure parametrato al tasso di inflazione atteso.

b) Il tasso di interesse

Considerato che il Complesso aziendale oggetto di valutazione non presenta una propria struttura di indebitamento finanziario, il costo opportunità del capitale viene di fatto a coincidere con il costo dei mezzi propri (K_e), in coerenza con una struttura del capitale assunta, ai fini valutativi, come finanziata interamente mediante *equity*.

Detto costo del capitale è stato stimato utilizzando il modello CAPM ("*Capital Asset Pricing Model*") sintetizzato dal seguente algoritmo:

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

dove:

- R_f è il rendimento delle attività prive di rischio (*risk free*)
- $(R_m - R_f)$ è il premio per il rischio di mercato (*Equity Risk Premium* – ERP)
- β è il coefficiente relativo al rischio "non diversificabile".

Ciò detto, lo scrivente ha determinato i valori attribuiti alle componenti del tasso di interesse come segue:

- il tasso *risk free* è stato determinato sulla base della media dei tassi di rendimento lordi dei BTP decennali registrati nelle aste disponibili riferite ai dodici mesi precedenti alla Data di Riferimento della Relazione, pari al 3,6% (*fonte*: Ministero dell'Economia e delle Finanze)⁷;
- l'ERP è stato assunto pari al 5,7%, ovvero pari al premio per il rischio di mercato stimato per l'Italia⁸;
- ai fini della determinazione del coefficiente Beta *unlevered*, si è fatto riferimento al settore "*Business & Consumer Services*" europeo, ritenuto maggiormente assimilabile all'attività esercitata dal Complesso aziendale, pari a 0,68;

⁷ Tale parametro converge con quello di consenso tratto da P. Fernandez, A. Habibian and A. Fdez Acín, "*Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used in 97 countries in 2026*", IESE Business School, April 13, 2026.

⁸ P. Fernandez, A. Habibian and A. Fdez Acín, "*Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used in 97 countries in 2026*", IESE Business School, April 13, 2026.



- è stato considerato un fattore aggiuntivo di rischio correlato alla dimensione della Società. Tale premio dimensionale ("*Size Premium*") è stato quantificato pari al 3,16% (fonte: Duff&Phelps, 2020);
- è stato inoltre applicato un ulteriore premio aggiuntivo (c.d. *additional risk premium*)⁹ volto a riflettere il maggior grado di rischio connesso alle specifiche caratteristiche del Complesso aziendale e al contesto di Liquidazione Giudiziale in cui versa PCMI, nel quale le prospettive reddituali, sia pure in un'ottica di continuità indiretta, risultano condizionate da fattori di discontinuità operativa, organizzativa e strategica, nonché dall'assenza di un orizzonte gestionale pienamente stabilizzato. Nell'ipotesi di liquidazione con continuità indiretta, infatti, l'acquisto del Compendio aziendale può configurarsi, in misura variabile, come un investimento assimilabile a un progetto *ex novo*, il cui successo dipende dall'intensità degli interventi di integrazione, riorganizzazione e ricostruzione delle condizioni di autonoma redditività posti in essere dall'acquirente. Ne consegue la necessità di riconoscere una remunerazione incrementale del capitale investito, coerente con il maggiore grado di rischio specifico dell'investimento e con un approccio valutativo improntato a criteri di prudenza¹⁰.

Ai fini della quantificazione di tale componente, il Consulente ha assunto quale riferimento iniziale un premio addizionale del 6%, coerente con le evidenze storiche riportate in letteratura in materia di *hurdle rate* in relazione al mercato statunitense ed europeo¹¹. Nel caso specifico, si è poi ritenuto opportuno incrementare tale parametro del 50%, corrispondente a ulteriori 3 punti percentuali, in considerazione del particolare rischio di stabilità e conservazione dei flussi reddituali prospettici del Complesso. Assume specifico rilievo, a tale riguardo, la circostanza, rappresentata al Consulente dal Curatore, che i rapporti contrattuali con i committenti possano essere risolti mediante semplice preavviso e senza applicazione di penali: tale caratteristica determina una significativa esposizione del Complesso al rischio di contrazione, anche in tempi relativamente brevi, dei volumi di attività e dei correlati margini economici assunti a riferimento ai fini della presente valutazione.

⁹ Tale approccio è coerente con quanto dettato dai Principi Italiani di Valutazione i quali, in presenza di fattori specifici di rischio, suggeriscono di integrare la stima del tasso ottenuta attraverso il CAPM con un *additional risk premium* (cfr. in particolare PIV III.2.3 e PIV III.2.4).

¹⁰ Sotto il profilo concettuale, l'introduzione di tale componente di rischio aggiuntiva trova fondamento nell'analogia con il cosiddetto *hurdle risk*, ampiamente richiamato in letteratura in relazione alla valutazione di progetti di investimento di nuova formazione. In tali fattispecie, il tasso di rendimento richiesto (*hurdle rate*) risulta sistematicamente superiore al costo del capitale, al fine di compensare l'elevata probabilità di insuccesso economico dell'investimento. Sul punto si rinvia a M. Bini, *La valutazione delle aziende in crisi*, Egea, 2025, pag. 309 e seguenti.

¹¹ Gli *hurdle rate* negli USA sono stati in media negli ultimi trentacinque anni superiori del 6% rispetto al costo del capitale percepito dalle imprese e questo premio per il rischio è risultato relativamente costante nel tempo, non commisurato alla dimensione dell'azienda, né al settore di appartenenza. Verifiche compiute più di recente confermano l'uso di *hurdle rate* superiori al costo del capitale percepito anche da parte di imprese europee. Gli studi da ultimo aggiornati riportano per l'Europa, in relazione ad imprese di dimensioni comparabili con il Compendio patrimoniale oggetto di stima, una misura degli *hurdle rate* del 6% (fonte: <https://aswathdamodaran.substack.com/p/data-update-5-for-2026-risk-and-hurdle>, sotto la voce "*Risk and Hurdle Rates*", February 5, 2026). Dati recenti riferiti specificatamente all'Italia mostrano una remunerazione addizionale media pari al 4,3% (fonte: costofcapital.org).



Alla luce di tali elementi, il premio per il rischio aggiuntivo è stato determinato nella misura complessiva del 9,00%.

In esito ai calcoli effettuati, il tasso di interesse (K_e) utilizzato per la valutazione e determinato rispetto ai parametri sopra specificati, è risultato quindi essere pari al 19,66%, come di seguito indicato:

Compendio PCMI - Calcolo del Costo del Capitale		
Risk free rate	R_f	3,60%
Equity risk premium	$(R_m - R_f)$	5,70%
Beta factor <i>unlevered</i>		0,68
Size premium		3,16%
Additional risk (execution)		9,00%
Cost of Equity	(k_e)	19,66%

c) La durata dell'orizzonte temporale

In linea generale, la determinazione dell'orizzonte temporale dipende dalla realtà oggetto di osservazione e dalla sua prevedibile evoluzione nel contesto di riferimento.

Nel caso di aziende in crisi, l'orizzonte temporale da assumere nella stima viene ricondotto a un arco temporale limitato che coincide idealmente con il lasso di tempo necessario ad implementare un percorso di risanamento (che, nel caso di continuità indiretta, sarà verosimilmente attuato dall'eventuale acquirente). In assenza di specifici dati di budget riferiti al Compendio aziendale oggetto di valutazione, la dottrina professionale individua tale orizzonte temporale in un intervallo compreso tra 3 e 5 anni¹².

Nel caso di specie, il Consulente ha ritenuto appropriato assumere un orizzonte temporale pari a 3 anni, corrispondente al limite inferiore del predetto intervallo. Tale scelta trova fondamento, in primo luogo, nella limitata visibilità prospettica dell'attività oggetto di valutazione, tenuto conto dell'assenza di un piano economico-finanziario aggiornato specificamente riferibile al Complesso aziendale nella configurazione assunta ai fini della presente stima e del contesto di discontinuità nel quale dovrà essere realizzata la prosecuzione dell'attività da parte dell'eventuale acquirente.

In tale quadro assume rilievo anche la natura non stabilizzata dei rapporti commerciali sui quali si fonda l'operatività del Complesso. In particolare, sulla base delle informazioni acquisite nel corso dell'incarico, i rapporti con i committenti possono essere risolti senza applicazione di penali, circostanza che limita la possibilità di formulare, sulla base informativa disponibile, assunzioni sufficientemente attendibili circa la permanenza dei livelli di attività normalizzati su un orizzonte temporale significativamente più esteso.

Alla luce di quanto sopra, si è pertanto ritenuto che un orizzonte temporale di 3 anni rappresenti un periodo ragionevole e prudentiale ai fini della capitalizzazione del reddito medio normale stimato, senza estendere la capitalizzazione a risultati economici successivi a tale periodo, rispetto ai quali la base

¹² Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabile (CNDCEC) – SIDREA, *Linee Guida per la valutazione di aziende in crisi*, 2016, paragrafo 7.7.1.



informativa disponibile non consente di formulare assunzioni dotate di un adeguato grado di attendibilità.

d) La determinazione del valore del Compendio patrimoniale della Società

Secondo la metodologia reddituale adottata, il valore del Compendio patrimoniale della Società è stato determinato capitalizzando al tasso del 19,66% il reddito operativo medio normale netto (NOPAT) di Euro 80.475,00 su un orizzonte temporale di 3 anni.

I calcoli effettuati hanno restituito un valore del Compendio in parola pari a Euro 175.923,00, come riassunto nella tabella che segue:

PCMI - Valore economico Compendio aziendale	Euro
<i>valori in unità di euro</i>	
Reddito netto medio normale (NOPAT)	80.475
tasso interesse (ke)	19,66%
durata rendita	3
an/i	2,118
Valore economico (Equity value)	170.417

Attraverso l'applicazione della metodologia valutativa reddituale, pertanto, la valutazione del Compendio patrimoniale di PCMI risulta essere pari a Euro 170.417,00, che qui si arrotondano a **Euro 170.000,00 (centosettantamila/00)**.

5. La stima del valore della partecipazione in PCMI Credit Collection S.r.l.

Come già evidenziato nei precedenti paragrafi, PCMI detiene una partecipazione rappresentativa del 100% del capitale sociale di PCMI CC, società che, alla Data di Riferimento, esercita l'attività di gestione, monitoraggio e riscossione dei crediti mediante il Complesso aziendale ricevuto in affitto da PCMI.

La Partecipazione costituisce un *asset* giuridicamente distinto dal Complesso aziendale; la sua valutazione deve, tuttavia, tenere conto della stretta interrelazione economica e funzionale esistente tra i due beni, evitando che le medesime componenti di valore siano considerate più volte nell'ambito del complessivo processo estimativo.

Ai fini valutativi, si riporta di seguito la situazione patrimoniale di PCMI CC alla data del 30 giugno 2026:

PCMI CC

Situazione Patrimoniale al 30/06/2026

valori in unità di Euro

Attivo		Passivo	
A) Crediti verso Soci	5.500	Patrimonio netto	
B) Immobilizzazioni		A.I) Capitale	10.000
B.I) Immobilizzazioni immateriali	393	A.IV) Riserva legale	35
B.II) Immobilizzazioni materiali	0	A.VI) Altre riserve	1.157
B.III) Immobilizzazioni finanziarie	0	A.VIII) Utile portato a nuovo	2.839
Totale Immobilizzazioni (B)	393	A.IX.1) Utile d'esercizio	-6.955
		Totale Patrimonio Netto (A)	7.075
C) Attivo Circolante			
C.I) Rimanenze	-	B) Fondi per rischi e oneri	-
		C) TFR	-
C.II) Crediti	118.985		
1) verso clienti	79.765		
5-bis) crediti tributari	16.604	D) Debiti	
5 quater) Verso altri	22.616	5) verso altri finanziatori (PCMI)	28.427
		7) verso fornitori	42.730
C.IV) Disponibilità liquide	19.294	12) debiti tributari	50.763
		13) debiti previdenziali	6.686
		14) altri debiti	8.493
Totale Attivo Circolante (C)	138.280	Totale Debiti (D)	137.099
D) Ratei e risconti	0	E) Ratei e risconti	0
Totale Attivo (A+B+C)	144.173	Totale Passivo (A+B+C+D+E)	144.173

La situazione patrimoniale predetta evidenzia un patrimonio netto contabile pari a Euro 7.075, a fronte di un totale attivo di Euro 144.173.

La struttura patrimoniale di PCMI CC risulta caratterizzata dalla sostanziale assenza di immobilizzazioni proprie di rilievo, essendo costituita prevalentemente da poste di capitale circolante originatesi nell'ambito della gestione corrente dell'attività esercitata attraverso il Complesso aziendale. In particolare, l'attivo è rappresentato principalmente da crediti commerciali e di altra natura e da disponibilità liquide, a fronte dei correlati debiti derivanti dalla gestione.

Tale configurazione risulta coerente con le previsioni del Contratto di Affitto, in forza del quale, a decorrere dalla relativa Data di Efficacia, gli effetti attivi e passivi conseguenti alla conduzione del Complesso aziendale fanno capo all'Affittuaria. PCMI CC non presenta, pertanto, una significativa consistenza di immobilizzazioni produttive proprie, risultando la sua operatività essenzialmente fondata sulla disponibilità e sulla gestione del Complesso aziendale di proprietà di PCMI.

Sotto il profilo reddituale, occorre inoltre considerare che la capacità di generazione dei redditi derivante dall'attività attualmente esercitata da PCMI CC è stata già assunta a riferimento ai fini della determinazione del valore economico del Complesso aziendale.



Come illustrato nel precedente capitolo 4, ai fini dell'applicazione del metodo reddituale, i risultati stimati in capo al Complesso, attualmente condotto dalla partecipata, sono stati opportunamente considerati al lordo del costo sostenuto per la disponibilità del medesimo Complesso, mediante la neutralizzazione del relativo canone di affitto. L'attribuzione alla Partecipazione di un ulteriore valore fondato sulla capitalizzazione della medesima capacità reddituale determinerebbe, pertanto, una duplicazione della stessa componente economica.

Si è, altresì, tenuto conto della circostanza che il Contratto di Affitto distingue i rapporti originariamente compresi nel Complesso aziendale dai nuovi contratti eventualmente stipulati direttamente dall'Affittuaria nel corso della gestione, prevedendo per questi ultimi il mancato automatico subentro della Concedente alla cessazione dell'affitto.

Sulla base della documentazione e delle informazioni disponibili, tuttavia, non sono emersi elementi idonei a consentire l'individuazione e l'attendibile quantificazione di un autonomo valore immateriale della partecipata tale da assumere rilievo significativo rispetto al valore dell'attività esercitata mediante il Complesso aziendale.

Alla luce di quanto precede, tenuto conto della modesta consistenza patrimoniale di PCMI CC, della natura prevalentemente circolante delle poste che la compongono e della sostanziale assenza di *asset* produttivi propri autonomamente valorizzabili, si è ritenuto di assumere quale riferimento ai fini della stima della Partecipazione il patrimonio netto contabile della partecipata alla Data di Riferimento, pari a Euro 7.075.

Non è stata invece attribuita alla Partecipazione alcuna ulteriore componente reddituale autonoma, in quanto la capacità di generazione dei redditi derivante dall'attività esercitata mediante il Complesso aziendale risulta già considerata nella valutazione di quest'ultimo.

Pertanto, avuto riguardo alla natura necessariamente estimativa della valutazione e alla modesta entità della consistenza patrimoniale rilevata, il valore della Partecipazione totalitaria detenuta da PCMI in PCMI CC viene determinato, in cifra arrotondata, in **Euro 7.000,00 (Euro settemila/00)**.

6. Conclusioni

Con riferimento alla natura e alle finalità dell'incarico ricevuto, sulla base della documentazione esaminata, delle informazioni addizionali ricevute e dei criteri metodologici illustrati nella presente Relazione, il Consulente ha proceduto alla stima dei due distinti *asset* oggetto dell'incarico, costituiti dal Complesso aziendale di proprietà di PCMI e dalla Partecipazione rappresentativa del 100% del capitale sociale di PCMI CC.

Le due valutazioni sono state condotte autonomamente, tenendo tuttavia conto della stretta interrelazione economica e funzionale esistente tra i due *asset* e adottando criteri volti a evitare la duplicazione delle medesime componenti di valore.

A) Con riferimento al **Complesso aziendale**, è stato assunto quale scenario valutativo di riferimento quello della sua cessione unitaria a un potenziale soggetto terzo e della prosecuzione dell'attività in regime di continuità indiretta. Ai fini della relativa determinazione è stato adottato il **metodo reddituale**



sintetico, il quale ha condotto alla determinazione di un valore pari a **Euro 170.000,00 (Euro centosettantamila/00)**.

B) Con riferimento alla **Partecipazione** in PCMI CC, l'analisi ha evidenziato una consistenza patrimoniale netta di entità modesta, prevalentemente riconducibile alle poste del capitale circolante generatesi nell'ambito della gestione del Complesso aziendale, nonché la sostanziale assenza di *asset* produttivi propri autonomamente valorizzabili. Non è stata attribuita alla Partecipazione un'autonoma componente reddituale, in quanto la capacità di generazione dei redditi dell'attività esercitata dalla partecipata mediante il Complesso aziendale risulta già considerata nella valutazione di quest'ultimo e una sua ulteriore valorizzazione avrebbe comportato una duplicazione della medesima componente economica. Il valore della **Partecipazione** è stato pertanto determinato in **Euro 7.000,00 (Euro settemila/00)**.

Alla luce delle valutazioni autonomamente effettuate sui due distinti *asset*, il **valore complessivamente attribuibile al Complesso aziendale e alla Partecipazione totalitaria** detenuta da PCMI in PCMI CC risulta pertanto pari a **Euro 177.000,00 (Euro centosettantasettemila/00)**.

Tale valore complessivo risulta, peraltro, sostanzialmente determinato dal valore economico del Complesso aziendale, considerato che la Partecipazione presenta una consistenza patrimoniale autonoma di entità modesta e non esprime, per le ragioni illustrate nella presente Relazione, un'ulteriore capacità reddituale autonomamente valorizzabile rispetto a quella già considerata nella stima del Complesso.

La valutazione è stata elaborata nell'ambito della Liquidazione Giudiziale di PCMI S.p.A. ed è finalizzata a fornire alla Procedura un'indicazione tecnico-estimativa di riferimento ai fini della migliore valorizzazione dei due *asset* in esame nell'ambito del successivo processo di realizzo.

La presente stima non costituisce una previsione circa l'effettiva realizzabilità della continuità aziendale, né una garanzia in ordine al prezzo che potrà essere concretamente conseguito dalla Procedura, rappresentando esclusivamente una valutazione tecnico-estimativa formulata sulla base delle condizioni, delle informazioni e delle assunzioni illustrate nella presente Relazione.

I valori sopra determinati devono, pertanto, essere tenuti distinti dai prezzi concretamente realizzabili nell'ambito della successiva procedura di vendita, i quali potranno risentire delle condizioni del mercato, del grado di interesse manifestato dai potenziali acquirenti, delle modalità e dei tempi del processo competitivo nonché, più in generale, delle condizioni negoziali esistenti al momento della cessione.

Milano, 7 ottobre 2026

Il Consulente del Curatore della Liquidazione Giudiziale di PCMI S.r.l.

Dott. Massimiliano Poppi

