RELAZIONE DI STIMA

VALUTAZIONE DEL VALORE ECONOMICO DELLA QUOTA DEL 70% DEL CAPITALE SOCIALE

su incarico del Curatore della procedura relativa al socio Scultz Mattia

SOCIETÀ AGRICOLA MUSSELS FARM S.R.L.

Sede legale in Venezia-Mestre, Via Ciro Menotti n. 26/2

capitale sociale di nominali euro 10.000,00, versato euro 2.500,00

Codice fiscale, partita IVA e n. Registro Imprese 04582450278

REA-VE n. 430115

Perito stimatore
Sandro Nordio

Dottore Commercialista - Revisore Contabile - Ordine dei dottori Commercialisti ed esperti Contabili per la giurisdizione del Tribunale di Venezia iscrizione n° 691 - Registro dei revisori legali dei conti dal 18 febbraio 2000, G.U. n. 14 del 31/12/1999, al n. 113921.

RELAZIONE DI STIMA

1. INQUADRAMENTO GENERALE DELL'INCARICO E PERIMETRO DI STIMA

1.1. Oggetto e scopo della perizia

Il sottoscritto dott. **Sandro Nordio**, nato a Chioggia il 23/03/1969, con studio in Mestre, Via Antonio da Mestre 19/A – 30174 Venezia, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili per la giurisdizione del Tribunale di Venezia al n. 691 e al Registro dei revisori legali dei conti dal 18 febbraio 2000 (G.U. n. 14 del 31/12/1999) al n. 113921, è stato incaricato dal dott. Vittorio Comerci, in qualità di Curatore della liquidazione giudiziale n. 70/2026 – Tribunale di Venezia relativa al socio **Scultz Mattia**, di stimare il valore economico della quota di partecipazione pari al **70% del capitale sociale** (quota nominale di euro 7.000,00) della **Società Agricola Mussels Farm S.r.l.**, con incarico del 19 ottobre 2026.

La stima è finalizzata a fornire alla procedura un riferimento di valore per la cessione della quota. La configurazione di valore adottata è il **valore di mercato** della partecipazione, inteso come il prezzo al quale la quota potrebbe essere scambiata alla data di riferimento tra un acquirente e un venditore indipendenti, informati e non obbligati, tenuto conto delle limitazioni alla circolazione previste dallo statuto.[1]

1.2. Soggetto emittente e parti coinvolte

Voce	Dati
Denominazione	Società Agricola Mussels Farm S.r.l.
Sede legale	Venezia-Mestre (VE), Via Ciro Menotti n. 26/2
Codice fiscale e partita IVA	04582450278
REA	VE-430115
Costituzione	atto del 20/12/2019, iscrizione del 07/01/2020; durata fino al 31/12/2050
Attività	ATECO 03.21.00 (acquacoltura marina); inizio attività dichiarato il 22/07/2026; qualifica di impresa agricola dal 09/09/2026
Capitale sociale	euro 10.000,00 sottoscritto, versato per euro 2.500,00
Soci	Scultz Mattia: quota nominale 7.000,00 € (70%), versati 1.750,00 €; [redacted]: quota nominale 3.000,00 € (30%), versati 750,00 €
Amministrazione	Amministratore unico [redacted], nominato il 19/06/2026
Statuto	clausole di prelazione, gradimento e recesso

[1] OIV – Organismo Italiano di Valutazione, Principi Italiani di Valutazione (PIV), 2015; IVSC, International Valuation Standards, edizione in vigore dal 31 gennaio 2025, in particolare IVS 102 (Bases of Value), IVS 104 (Data and Inputs) e IVS 210 (Intangible Assets), §§ 60.29–60.32 (Greenfield Method).

1.3. Data di riferimento della stima

La data di riferimento della stima è il **31 ottobre 2026**. A tale data il titolo concessorio risulta rilasciato (Decreto n. 18467 del 14/09/2026) e il disciplinare risulta sottoscritto (14/10/2026). I flussi del piano decorrono dal 1° gennaio 2027 e sono riportati alla data di riferimento con un'attualizzazione aggiuntiva di due mesi.

1.4. Standard e principi professionali adottati

La stima è redatta in conformità ai Principi Italiani di Valutazione (PIV) e agli International Valuation Standards in vigore dal 31 gennaio 2025. Il valore della concessione è stimato con il metodo **Greenfield** (IVS 210, §§ 60.29–60.32), che determina il valore dell'attività immateriale sulla base di proiezioni dei flussi di cassa nelle quali essa è l'unica attività posseduta alla data di riferimento, mentre tutte le altre attività devono essere acquistate, realizzate o prese in locazione (§ 60.29); il metodo è indicato per le attività immateriali di natura "abilitante" (§ 60.31). Gli investimenti necessari sono valorizzati al costo di sostituzione con beni di utilità equivalente (§ 60.30).

Coerentemente con la configurazione di valore di mercato, il piano è costruito sull'**uso più conveniente** della concessione dal punto di vista dei partecipanti al mercato, che può differire dall'uso programmato dall'attuale proprietà.[2]

1.5. Documentazione esaminata, fonti informative e limiti dell'incarico

Sono stati esaminati i seguenti documenti:

- visura ordinaria della società estratta il 09/09/2026;
- nota della Regione del Veneto – U.O. Genio Civile Venezia prot. 0524382 del 22/09/2026, di notifica del Decreto n. 18467 del 14/09/2026;
- Disciplinare di concessione Rep. n. 1600041000/28, sottoscritto digitalmente il 08/10/2026 dal concessionario e il 14/10/2026 dall'Amministrazione (pratica 532.N – ID SID 2024B006373);
- nota della Regione del Veneto prot. 0570592 del 20/10/2026, di trasmissione del disciplinare e assegnazione dei termini perentori;
- report di settore, studi tecnico-economici e banche dati pubbliche indicati nelle note.

La società non ha depositato bilanci e non dispone di serie storiche economiche. Non sono disponibili il progetto tecnico allegato all'istanza, una situazione contabile alla data

[2] IVS 102, Appendix A10.04 e A90.01–A90.06: il valore di mercato riflette l'uso più conveniente (highest and best use), cioè l'uso fisicamente possibile, legalmente consentito e finanziariamente sostenibile che, dal punto di vista dei partecipanti al mercato, produce il valore più elevato; se diverso dall'uso attuale, rilevano i costi di conversione.

di riferimento né preventivi di fornitori. Le grandezze del piano sono pertanto costruite su **parametri standard di settore** riferiti a un unico sistema di allevamento, documentati nelle note, e su ipotesi del valutatore indicate come tali. Il sottoscritto ha assunto la veridicità dei documenti ricevuti e non ha svolto verifiche in sito. Data la natura delle informazioni disponibili, il risultato del piano è esposto in un intervallo e il valore conclusivo è frutto di un giudizio motivato al capitolo 10.

2. INQUADRAMENTO GIURIDICO, PATRIMONIALE E DELLO STATO DELL'ARTE

2.1. Situazione economico-patrimoniale di partenza

Il capitale sociale di euro 10.000,00 risulta versato per euro 2.500,00: i residui euro 7.500,00 costituiscono un credito della società verso i soci. La società non ha depositato bilanci, non ha ricavi e non possiede, per quanto risulta, beni materiali propri, salvo i corpi morti in calcestruzzo già presenti nello specchio acqueo e acquisiti con l'istanza di concessione, il cui numero e stato non sono documentati e che pertanto non sono valorizzati.

Voce	Importo (€)	Nota
Cassa, crediti e beni esistenti	–	non rilevabili
Crediti verso soci per versamenti dovuti	7.500,00	visura
Debiti esistenti	–	non rilevabili
Canoni demaniali 2025 e 2026 da versare	(6.409,06)	2025: nota prot. 570592/2026
Imposta di registro 2% e bollo	(977,36)	961,36 € + 16,00 €
K′ – patrimonio netto rettificato	**113,58**	

La cauzione provvisoria di euro 6.409,06 sarà svincolata con la costituzione della garanzia definitiva; se versata in contanti costituisce un credito da aggiungere al K′.

2.2. Analisi giuridico-amministrativa del titolo concessorio

La concessione demaniale marittima è stata rilasciata con Decreto n. 18467 del 14/09/2026 della U.O. Genio Civile Venezia ed è regolata dal Disciplinare Rep. n. 1600041000/28.[3]

Elemento	Contenuto
Oggetto	specchio acqueo di 500.000 mq (50 ha) nel mare territoriale tra Jesolo Lido ed Eraclea Mare, oltre le tre miglia dalla foce del Piave, per mantenere un impianto di molluschicoltura
Durata	15 anni, dal 01/01/2025 al 31/12/2039 (art. 2); durata residua alla data di stima: 13,2 anni
Rinnovo	escluso; un nuovo rilascio richiede istanza ed evidenza pubblica (art. 4)
Canone	€ 3.204,53 annui, rivalutato ISTAT (artt. 3 e 8)

[3] Disciplinare di concessione Rep. n. 1600041000/28 (pratica 532.N), artt. 1-8; nota Regione del Veneto prot. 0570592 del 20/10/2026.

Elemento	Contenuto
Strutture esistenti	corpi morti in c.a. presenti in sito e acquisiti con l'istanza; manutenzione e rimozione finale a carico del concessionario (art. 1, lett. i)
Cauzione	garanzia fideiussoria definitiva di € 50.000,00, valida fino al 31/12/2049 (art. 7)
Cessione	concessione personale; subingresso e affidamento a terzi solo previa autorizzazione (art. 6)
Destinazione	molluschicoltura, senza limitazione a una specie; la proprietà prevede l'allevamento dell'ostrica concava

La destinazione a **molluschicoltura** consente sia l'ostricoltura programmata dalla proprietà sia la mitilicoltura, che costituisce l'attività tipica degli impianti long-line in mare aperto nell'Alto Adriatico. La cessione della quota non costituisce subingresso nella concessione, che resta in capo alla società.

2.3. Condizioni risolutive e adempimenti propedeutici al perfezionamento del titolo

La nota prot. 0570592 del 20/10/2026 assegna i seguenti termini perentori:

- registrazione del disciplinare entro il 13/11/2026 (imposta di registro € 961,36);
- versamento del canone 2025 (€ 3.204,53) entro 10 giorni dal ricevimento della nota;
- entro il 14/03/2027: garanzia fideiussoria definitiva di € 50.000,00, istanza al Comando Zona Fari e Segnalamenti Marittimi di Venezia, regolarizzazione contributiva (DURC), documentazione del punto 8 dell'Allegato B alla D.G.R. n. 1115/2024;
- entro il 31/03/2027: prima relazione annuale sulla produttività dell'impianto.

Il mancato adempimento comporta la decadenza di diritto (art. 47 Cod. Nav. e art. 5 del disciplinare), che può essere dichiarata anche per non uso di due anni consecutivi. Questo rischio di natura **amministrativa** è considerato una sola volta, mediante una probabilità di mantenimento del titolo del **90%**; i rischi biologici e di avvio sono considerati nel tasso e negli scenari, l'illiquidità nella sintesi finale.

3. ANALISI DEL MERCATO SETTORIALE E DETERMINAZIONE DELL'USO PIÙ CONVENIENTE

3.1. Il mercato dei molluschi bivalvi nel Bacino Adriatico

Nel 2025 la produzione veneta di mitili di mare ha superato le 11.000 tonnellate, in crescita del 49,1%.[4] In Italia il segmento mitili ha prodotto nel 2022 60,5 mila tonnellate per 53,6 milioni di euro, pari a 0,886 €/kg, con 1.073 addetti equivalenti.[5] I prezzi alla

[4] Veneto Agricoltura, Osservatorio economico, report sulla pesca in Veneto 2025 (askanews, 14 ottobre 2026).
[5] STECF – Scientific, Technical and Economic Committee for Fisheries, The 2024 Aquaculture Economic Report (STECF 24-14), JRC140767, 2025.

produzione delle cozze sfuse pronte per la depurazione sono indicati tra 1,00 e 1,20 €/kg.[6] Il segmento mitili long-line presenta il margine più elevato della mitilicoltura europea, in media il 24% nel 2022; in Italia il margine netto è stato del 32% nel 2020.[7] Il mercato delle ostriche è strutturalmente importatore: la produzione italiana 2025 è stimata in circa 600 tonnellate, di cui 200 in Veneto, a fronte di un consumo di circa 10.000 tonnellate; il prezzo alla produzione è indicato tra 3 e 4 €/kg e il prodotto importato dalla Francia è valutato 4,37 €/kg.[8]

3.2. Ciclo biologico, sistemi di allevamento e uso più conveniente della concessione

L'impianto è posto oltre tre miglia dalla costa, in mare aperto. Il sistema di allevamento deve quindi essere unico e adatto a un sito esposto: per questo **non sono utilizzati** i parametri dei sistemi a ceste galleggianti ribaltabili, per i quali la fonte tecnica richiede espressamente una baia riparata.[9]

Ostricoltura (uso programmato dalla proprietà). L'unica esperienza documentata in condizioni analoghe è la prova su long-line al largo di Goro, con ceste sommerse a –3 metri: partendo da ostriche già pre-ingrassate di 3,57 grammi, dopo 251 giorni solo il 60,9% degli esemplari (72,5% in peso) superava la taglia commerciale di 80 grammi, con una mortalità del 29,8%.[10] In Francia la mortalità sull'intero ciclo, partendo da seme di piccola taglia, è del 59–68%.[11] Un piano coerente con tali evidenze deve quindi considerare il costo del seme pre-ingrassato, la sola produzione commerciabile e un sistema non meccanizzato. Con questi parametri il piano ostricolo presenta un valore operativo negativo di circa 4,3 milioni di euro a fronte di investimenti per circa 4,2 milioni (foglio "Ostriche_uso_previsto"): non è finanziariamente sostenibile e non costituisce l'uso più conveniente.

Mitilicoltura long-line (uso più conveniente). La mitilicoltura in sospensione è l'attività tipica degli impianti offshore dell'Alto Adriatico, è consentita dal titolo, si basa sulla captazione naturale del seme e dispone di dati economici di settore omogenei per specie e sistema. È pertanto assunta come uso più conveniente ai fini del valore di mercato. Un acquirente orientato all'ostricoltura dovrebbe sostenere costi e rischi

[6] Il Pesce n. 2/2023, "Il mercato italiano delle cozze": cozze sfuse pronte per la selezione e la depurazione 1,00–1,20 €/kg; cozze in corde 0,50–0,75 €/kg.
[7] STECF, Economic Report on the EU aquaculture (STECF-22-17).
[8] Il Post, "Ora in Veneto si punta sulle ostriche", 13 ottobre 2026 (dati Legacoop Veneto); Camera dei Deputati, XIII Commissione, memoria Legacoop del 15 aprile 2025; BMTI, "Ostrica – analisi economica e prospettive di consumo".
[9] BIM – Bord Iascaigh Mhara, "FlipFarm System", 2024: «A sheltered bay with good water exchange is essential».
[10] Turolla E., "Allevamento in sospensione dell'ostrica concava su sistemi long-line al largo di Goro (FE)", Il Pesce n. 3/2006.
[11] CAPENA, Projet SIPEN, bilancio 2023: mortalità sull'intero ciclo 2021-2023 del 68% per il seme triploide e del 59% per il diploide.

superiori, che il mercato non remunererebbe.

Parametro (scenario base)	Valore	Fonte
Resa a regime	17,5 t per ettaro di concessione	Golfo di Trieste 2008
Produzione a regime	875 t/anno	50 ha
Ciclo	circa 12 mesi; regime dal 4° anno	STECF 24-14
Prezzo alla produzione (prezzi 2027)	1,00 €/kg	Il Pesce 2/2023; STECF: 0,886 €/kg
Produttività	100 t per addetto	Irlanda 98; Grecia 147; Italia 56

La resa di 17,5 t/ha è il valore osservato nel Golfo di Trieste ed è superiore alla resa di circa 10 t/ha per ettaro coltivato indicata per gli impianti long-line adriatici:[12] è quindi un parametro favorevole, la cui incidenza è esaminata al capitolo 9.

4. SCELTA DELLA METODOLOGIA DI VALUTAZIONE

4.1. Inapplicabilità dei metodi tradizionali

Il metodo patrimoniale semplice non è significativo, perché il patrimonio contabile non esprime il valore della concessione; i metodi reddituali e dei multipli presuppongono risultati storici o grandezze correnti che la società non possiede.

4.2. Elezione del modello Greenfield

Secondo IVS 210, § 60.32, il metodo richiede di: (a) proiettare ricavi, costi, investimenti e capitale circolante di un'impresa che possiede solo la concessione, compreso il periodo di avvio; (b) stimare tempi e importi degli investimenti negli altri beni necessari; (c) attualizzare i flussi a un tasso appropriato. Gli investimenti non si sommano quindi al valore della concessione ma entrano nel piano come uscite di cassa.

4.3. Metodo primario: Discounted Cash Flow a orizzonte finito

Il metodo principale è un DCF sui flussi operativi (FCFF) 2027-2039, senza valore terminale perpetuo, poiché il rinnovo è escluso. Nel 2039 sono considerati il recupero del capitale circolante, il valore residuo dei mezzi e il costo di rimessa in pristino. Il capitale economico è dato da **W = EV + K′**, con EV assunto non inferiore a zero.

4.4. Verifiche

Il First Chicago Method e il metodo dei redditi differenziali utilizzano lo stesso piano dei ricavi e non costituiscono riscontri indipendenti: sono impiegati come **verifiche di coerenza** e per delimitare l'intervallo dei risultati, senza essere mediati con il metodo

[12] Università di Trieste: nel Golfo di Trieste la produzione 2008 di 3.550 t proviene da 203 ettari di concessioni; Il Pesce, "Il mitilo", 2004: resa degli impianti long-line di circa 10 t per ettaro di superficie coltivata.

principale. Il costo dell'iter autorizzativo è riportato a fini informativi: i costi sostenuti non garantiscono un valore economico equivalente del titolo e non costituiscono un valore minimo.

5. IL PIANO ECONOMICO-FINANZIARIO (BUSINESS PLAN GREENFIELD PROSPETTICO)

5.1. Piano degli investimenti iniziali

Voce	Base	Importo (€)
Infrastruttura long-line (ancoraggi, cime, galleggianti)	50 ha × 32.200 €/ha + 4%	1.674.400
Imbarcazione da lavoro 15 m e attrezzature (selezionatrice, mezzi)	355.500 € + 4%	369.720
Totale investimenti		**2.044.120**

I costi unitari derivano dalla letteratura economica sulle farm long-line di mitili, rivalutati al 2026,[13] e rappresentano il costo di sostituzione di beni di utilità equivalente specifici per l'allevamento in sospensione. Non è applicata alcuna riduzione per i corpi morti esistenti, il cui numero e stato non sono documentati: l'eventuale risparmio costituisce un elemento favorevole non quantificato. Nello scenario pessimistico il costo dell'infrastruttura è maggiorato del 25% per l'esposizione del sito. La garanzia definitiva è una fideiussione: il suo costo è la commissione annua.

5.2. Piano operativo e costi di esercizio

Voce	Parametro base	Fonte
Seme	captazione naturale sulle strutture	prassi della mitilicoltura long-line
Personale	1 addetto ogni 100 t, minimo 2; 33.000 €/addetto	STECF 24-14; Theodorou et al.
Materiali, carburante ed energia	101 €/t	Theodorou et al. (46,3 + 28 €/t × 1,37)
Manutenzione	1,75% dell'investimento dal 2° anno	Theodorou et al.
Assicurazioni	0,2% dell'investimento	Theodorou et al.
Amministrazione e spese generali	18.000 €/anno	Theodorou et al.
Controlli sanitari	10.000 €/anno	stima
Ormeggio e magazzino	8.000 €/anno	stima
Canone e commissione fideiussione	3.204,53 €/anno + 1,5% di 50.000 €	disciplinare; stima
Rimessa in pristino (2039)	10% dell'infrastruttura	disciplinare, art. 4

[13] Theodorou J.A. et al., Journal of Shellfish Research 33(3), 2014, pp. 695–708 (farm long-line di Mytilus galloprovincialis, dati 2008); importi rivalutati con coefficiente 1,37 ricavato dall'indice FOI Istat (raccordi tra basi della CCIAA di Verona, luglio 2026).

5.3. Ricavi attesi a regime e rampa di crescita

Il 2027 è dedicato alla posa dell'impianto e alla captazione del seme; la produzione raggiunge il 50% del regime nel 2028, il 90% nel 2029 e il regime di 875 tonnellate dal 2030. Costi e prezzi sono indicizzati al 2% annuo.

Valori in euro	2027	2028	2029	2030	2035	2039
Produzione (t)	–	438	788	875	875	875
Ricavi	–	446.250	819.315	928.557	1.025.202	1.109.712
Costi di esercizio	100.043	273.730	436.134	484.862	535.249	746.749
EBITDA	**(100.043)**	**172.520**	**383.181**	**443.695**	**489.953**	**362.963**
Ammortamenti	151.552	151.552	151.552	151.552	151.552	151.552
EBIT	**(251.595)**	**20.968**	**231.629**	**292.143**	**338.401**	**211.411**
Margine EBIT	0,0%	4,7%	28,3%	31,5%	33,0%	19,1%
Imposte	–	–	241	70.114	81.216	50.739
FCFF	**(2.144.163)**	**118.970**	**338.173**	**360.471**	**406.324**	**516.722**
FCFF attualizzato	(1.973.443)	96.684	245.944	237.781	164.524	141.596

A regime il margine EBIT è di circa il 32-34%. Il dato è riferito alla stessa specie e allo stesso sistema del segmento mitili long-line, ma non è direttamente sovrapponibile ai margini di settore, che sono espressi come margine di profitto o netto: è quindi un indicatore di plausibilità e non una conferma del piano.

5.4. Fabbisogno finanziario e fonti di copertura

Il fabbisogno massimo, pari al flusso di cassa cumulato minimo, è di circa **€ 2.144.163** e si manifesta nel 2027; il flusso cumulato torna positivo nel 2034. Con una struttura obiettivo del 30% di debito, la copertura richiederebbe circa € 643.249 di mutui e € 1.500.914 di capitale di rischio. Contributi FEAMPA, non considerati, ridurrebbero il fabbisogno.

6. PARAMETRI FINANZIARI DI SCONTO E DETERMINAZIONE DEL TASSO (WACC)

6.1. Costo del debito e struttura finanziaria obiettivo

Il costo del debito è pari al tasso privo di rischio maggiorato di 250 punti base; al netto dell'effetto fiscale è pari al 5,39%. La struttura obiettivo è del 30% di debito (D/E = 0,43).

6.2. Stima del costo del capitale proprio

Il costo del capitale proprio è determinato con la formula **Ke = Rf + βL × ERP + premio specifico**:

– Rf: 4,59%[14];

[14] BTP 4% 1° ottobre 2036: rendimento lordo 4,59% al 12 ottobre 2026 (Borsa Italiana, riportato da Money.it).

– βL: beta unlevered 0,49 rilevato a 0,65[15];

– ERP: 4,23%; il rischio Paese è incorporato nel BTP;

– premio specifico: 5,0%, per il rischio biologico e di avvio. Il premio **non comprende l'illiquidità**, considerata una sola volta nella sintesi finale.

Ne risulta Ke = **12,34%**.

6.3. Costo medio ponderato del capitale

Componente	Valore
WACC fase operativa (dal 2029)	**10,25%**
Maggiorazione anni di cantiere	3,0%
WACC anni di cantiere (2027-2028)	**13,25%**

7. VALUTAZIONE DELL'ENTERPRISE VALUE E DELL'EQUITY VALUE AL 100%

7.1. Attualizzazione dei flussi di cassa operativi

Anno	FCFF	WACC	FCFF attualizzato
2027	(2.144.163)	13,25%	(1.973.443)
2028	118.970	13,25%	96.684
2029	338.173	10,25%	245.944
2030	360.471	10,25%	237.781
2031	378.107	10,25%	226.220
2032	384.954	10,25%	208.898
2033	391.937	10,25%	192.909
2034	399.059	10,25%	178.149
2035	406.324	10,25%	164.524
2036	413.735	10,25%	151.945
2037	421.293	10,25%	140.333
2038	429.003	10,25%	129.612
2039	516.722	10,25%	141.596
Totale	**2.414.586**		**141.151**

Il valore attuale dei flussi operativi (Enterprise Value) nello scenario base è pari a **€ 141.151**.

7.2. Valore di smobilizzo finale al 2039

Il valore attuale netto delle componenti finali del 2039 (recupero del circolante e valore residuo dei mezzi, al netto della rimessa in pristino) è di circa € 10.870. Escludendo integralmente i recuperi finali, il valore operativo sarebbe di circa € 84.397: il risultato dipende quindi principalmente dalla redditività dell'allevamento e non dalle ipotesi di smobilizzo.

[15] A. Damodaran, Betas by Sector (Global), gennaio 2026, Farming/Agriculture: beta unlevered corretto per la cassa 0,49; premio per il rischio azionario implicito 4,23%.

7.3. Dal valore operativo al capitale economico

Voce	Importo (€)
Enterprise Value – valore della concessione	141.151
K′ – patrimonio netto rettificato	114
Capitale economico al 100% – scenario base	141.264
Probabilità di mantenimento del titolo	90%
Capitale economico probabilizzato – scenario base	**127.149**

La garanzia definitiva non è dedotta, perché costituita in forma fideiussoria; i decimi non versati sono un credito della società, mentre l'obbligo di versare la parte relativa alla quota ceduta è considerato al capitolo 8.

7.4. Verifiche e intervallo dei risultati

Scenari (First Chicago). Il piano è stato sviluppato anche in uno scenario pessimistico (resa 12,5 t/ha, prezzo 0,886 €/kg, produttività media italiana di 56 t/addetto, infrastruttura +25%, ritardo di 12 mesi) e in uno ottimistico (resa 20 t/ha, prezzo 1,10 €/kg, 120 t/addetto):

Scenario	Valore operativo (€)	Peso
Pessimistico	(2.390.214)	25%
Base	141.151	50%
Ottimistico	1.367.652	25%
Valore atteso	**(185.065)**	

Il valore atteso è negativo: la distribuzione dei risultati è asimmetrica, perché nello scenario sfavorevole la perdita sull'investimento è superiore al guadagno dello scenario favorevole. Con questi pesi il valore della concessione sarebbe nullo.

Redditi differenziali. Applicando ai ricavi del piano il margine medio dei mitili long-line (24%), al netto delle imposte e della remunerazione dei beni materiali, il valore attuale dei redditi differenziali è di € 363.707. Il risultato è superiore a quello del metodo principale perché applica il margine medio di settore anche agli anni di avvio, nei quali il piano presenta margini molto inferiori; utilizza inoltre gli stessi ricavi del piano.

Costo dell'iter autorizzativo. I costi stimati di progettazione, studi, istruttoria, canone di occupazione anticipata e registrazione ammontano a circa € 47.000. Il dato ha valore informativo: i costi sostenuti non attribuiscono al titolo un valore economico equivalente.

Uso programmato dalla proprietà. Il piano ostricolo con parametri coerenti con il sito presenta valore operativo negativo (paragrafo 3.2).

L'intervallo dei risultati del capitale economico va quindi da un valore sostanzialmente nullo (valore atteso degli scenari, uso ostricolo) a € 127.149 (scenario base probabilizzato), fino a € 363.820 secondo i redditi differenziali.

8. VALUTAZIONE SPECIFICA DELLA QUOTA DEL 70%

8.1. Determinazione della quota pro-quota

La quota è determinata in proporzione al capitale economico adottato al capitolo 10.

8.2. Analisi della posizione di controllo

La quota del 70% attribuisce il controllo dell'assemblea. Non si applica un premio di maggioranza: la vendita avviene nell'ambito della procedura, lo statuto prevede prelazione e gradimento e il controllo è già considerato nel metodo Greenfield, che attribuisce all'acquirente la piena disponibilità della concessione.

8.3. Illiquidità

Per evitare di penalizzare due volte lo stesso rischio, l'illiquidità non è inclusa nel premio specifico del tasso né applicata come sconto separato sulla quota: è considerata una sola volta nella determinazione del capitale economico adottato (capitolo 10).

8.4. Sintesi

Voce	Importo (€)
Capitale economico al 100% adottato	50.000
Quota del 70%	**35.000**

9. ANALISI DI SENSIBILITÀ E SCENARI

Le tabelle riportano il valore operativo della concessione nello scenario base al variare dei parametri principali.

9.1. WACC e prezzo di vendita

Δ WACC / prezzo €/kg	0,886	0,950	1,000	1,050	1,100
WACC -2 p.p.	(126.006)	167.919	397.534	626.280	855.026
WACC -1 p.p.	(228.645)	47.622	263.441	478.318	693.194
WACC base	**(322.068)**	**(62.006)**	**141.151**	**343.297**	**545.444**
WACC +1 p.p.	(407.191)	(162.026)	29.493	219.937	410.381
WACC +2 p.p.	(484.827)	(253.376)	(72.573)	107.097	286.768

9.2. Resa e prezzo di vendita

Resa t/ha / prezzo €/kg	0,886	0,950	1,000	1,050	1,100
12,5	(854.441)	(660.557)	(513.329)	(367.269)	(222.145)
15,0	(584.138)	(359.762)	(185.613)	(11.464)	162.577
17,5	**(322.068)**	**(62.006)**	**141.151**	**343.297**	**545.444**
20,0	(61.465)	235.237	466.261	697.286	928.310
22,5	198.794	531.469	791.371	1.051.274	1.311.176

9.3. Produttività del lavoro e resa

t/addetto / resa t/ha	12,5	15,0	17,5	20,0	22,5
56	(1.378.717)	(1.148.724)	(942.581)	(758.624)	(580.172)
80	(761.743)	(477.598)	(198.788)	79.427	356.465
100	**(513.329)**	**(185.613)**	**141.151**	**466.261**	**791.371**
120	(350.509)	8.647	366.658	723.984	1.081.309
147	(201.841)	186.845	573.756	960.668	1.347.579

9.4. Ritardo della prima raccolta e punti di pareggio

Un ritardo di 12 mesi porta il valore operativo a € (209.441); di 24 mesi a € (538.209). Fermi gli altri parametri, il valore si annulla con una resa inferiore a **16,4 t/ha**, un prezzo inferiore a **0,965 €/kg**, una produttività inferiore a **91 t/addetto** o un costo dell'infrastruttura superiore a **35.138 €/ha**.

Il valore dello scenario base dipende quindi da parametri collocati nella parte favorevole degli intervalli di settore: resa pari al massimo osservato in Adriatico, prezzo superiore alla media italiana STECF, produttività prossima ai valori di Irlanda e Grecia. Variazioni contenute di ciascuno di essi annullano il valore.

10. CONCLUSIONI ED ATTESTAZIONE DEL PERITO

10.1. Giudizio finale di sintesi

Risultato	Capitale economico 100% (€)	Natura
Valore atteso degli scenari (First Chicago)	114	verifica, stesso piano
Scenario base probabilizzato (metodo principale)	127.149	metodo principale
Redditi differenziali (margine di settore)	363.820	verifica, stesso piano
Uso programmato (ostricoltura)	–	non sostenibile
Capitale economico adottato	**50.000**	**giudizio del valutatore**

Il metodo principale, nello scenario base probabilizzato, conduce a un capitale economico di € 127.149; il valore atteso degli scenari è nullo. I risultati non vengono mediati, perché dipendono dallo stesso piano e una media ne sopravvaluterebbe la robustezza.

Il sottoscritto ritiene di assumere un valore nella parte inferiore dell'intervallo, per le seguenti ragioni: il valore dello scenario base si fonda su parametri collocati nella parte favorevole degli intervalli di settore e si annulla con variazioni contenute di ciascuno di essi; il valore atteso degli scenari è negativo; l'uso programmato dalla proprietà non è sostenibile e l'acquirente dovrebbe convertire l'iniziativa e sostenere un investimento di circa 2 milioni di euro in assenza di dati sul sito; la partecipazione è illiquida e la sua cessione avviene nell'ambito della procedura con vincoli statutari alla circolazione. Il valore adottato riflette queste considerazioni, inclusa l'illiquidità, e non è il risultato di

una media o di un singolo calcolo.

Sulla base delle analisi svolte, il sottoscritto stima il **capitale economico della Società Agricola Mussels Farm S.r.l.** alla data del 31 ottobre 2026 in **euro 50.000 (cinquantamila/00)** e il **valore della quota rappresentativa del 70% del capitale sociale** in **euro 35.000 (trentacinquemila/00)**.

La stima presuppone il puntuale adempimento delle prescrizioni del titolo concessorio entro i termini indicati al paragrafo 2.3.

10.2. Asseverazione e dichiarazione di indipendenza

Il sottoscritto dichiara di non trovarsi in alcuna situazione di incompatibilità o di conflitto di interessi rispetto alla società, ai soci e alla procedura, di aver svolto l'incarico con indipendenza di giudizio e secondo i principi richiamati, e che le conclusioni esposte riflettono il proprio convincimento professionale sulla base della documentazione esaminata e delle ipotesi dichiarate.

10.3. Data e firma

Venezia, 28 ottobre 2026

Dott. Sandro Nordio

11. ALLEGATI ALLA PERIZIA

- **Allegato A**: visura camerale della Società Agricola Mussels Farm S.r.l.;
- **Allegato B**: Decreto Regione del Veneto n. 18467 del 14/09/2026 e note prot. 0524382 del 22/09/2026 e prot. 0570592 del 20/10/2026;
- **Allegato C**: Disciplinare di concessione Rep. n. 1600041000/28 del 14/10/2026.