

** *** **

TRIBUNALE di TREVISO
Seconda Sezione Civile
Procedure Concorsuali

** *** **

LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE
BIG & TALL S.R.L.
(R.G. n. 38/2023)

con sede in Quinto di Treviso (TV), Via Brondi n. 16/F, C.F.: 03706800269

** *** **

PERIZIA DI STIMA DI RAMO D'AZIENDA
IN ESERCIZIO PROVVISORIO

Silea (TV), lì 15/12/2023

Liquidazione Giudiziale n.38/2023 di BIG & TALL S.R.L.

Perizia di Stima di Ramo di Azienda in Esercizio Provvisorio

Pag. 1 di 28



INDICE

PREMESSE	pag.	3
- <i>L'incarico</i>	<i>pag.</i>	<i>3</i>
- <i>Precisazioni, limiti e condizioni della stima</i>	<i>pag.</i>	<i>4</i>
- <i>L'oggetto della stima</i>	<i>pag.</i>	<i>5</i>
- <i>Informazioni, dati e documenti utilizzati</i>	<i>pag.</i>	<i>7</i>
INFORMAZIONI GENERALI SULLA SOCIETA'	pag.	8
LA DATA DI RIFERIMENTO DELLA VALUTAZIONE	pag.	9
IL METODO DI VALUTAZIONE.....	pag.	10
- <i>Il contesto valutativo.....</i>	<i>pag.</i>	<i>10</i>
- <i>La configurazione di valore</i>	<i>pag.</i>	<i>10</i>
- <i>Il metodo di valutazione</i>	<i>pag.</i>	<i>11</i>
IL CALCOLO DEL VALORE DEL RAMO D'AZIENDA	pag.	14
- <i>Il patrimonio netto rettificato.....</i>	<i>pag.</i>	<i>15</i>
- <i>La determinazione dell'avviamento</i>	<i>pag.</i>	<i>16</i>
- <i>Il periodo di analisi e il tasso di attualizzazione</i>	<i>pag.</i>	<i>17</i>
- <i>Il reddito medio atteso normalizzato</i>	<i>pag.</i>	<i>17</i>
- <i>Il costo del capitale proprio.....</i>	<i>pag.</i>	<i>21</i>
- <i>Il tasso privo di rischio</i>	<i>pag.</i>	<i>21</i>
- <i>Il premio per il rischio di mercato e il rendimento di mercato</i>	<i>pag.</i>	<i>22</i>
- <i>Il coefficiente Beta</i>	<i>pag.</i>	<i>22</i>
- <i>Il tasso di attualizzazione e il wacc</i>	<i>pag.</i>	<i>22</i>
- <i>L'avviamento</i>	<i>pag.</i>	<i>23</i>
- <i>Il confronto per la stima dell'avviamento</i>	<i>pag.</i>	<i>23</i>
- <i>"Worst case scenario" per il reddito</i>	<i>pag.</i>	<i>24</i>
LE INDENNITÀ DI SCIoglIEMENTO DEI CONTRATTI	pag.	24
- <i>Contesto normativo dell'indennità europea</i>	<i>pag.</i>	<i>25</i>
- <i>La stima delle indennità.....</i>	<i>pag.</i>	<i>26</i>
IL VALORE COMPLESSIVO DEL RAMO D'AZIENDA	pag.	28
CONCLUSIONI	pag.	28



** *** **

**PERIZIA di STIMA del RAMO di AZIENDA di
BIG & TALL S.R.L.
in esercizio provvisorio**

su incarico del Curatore della
LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE (R.G. n.38/2023) di BIG & TALL S.R.L.
con sede in Quinto di Treviso (TV), Via Brondi n. 16/F, C.F.: 03706800269

** *** **

PREMESSE

L'incarico

Con sentenza n.63/2023 depositata il 20/04/2023, il Tribunale di Treviso ha dichiarato la Liquidazione Giudiziale n.38/2023 (di seguito anche L.G.) di BIG & TALL S.R.L., con sede in Quinto di Treviso (TV), Via Brondi n. 16/F, C.F.: 03706800269, nominando Curatore il dott. Massimo Vendramin, con studio in Casier (TV), Via Roma n. 49/F.

BIG & TALL S.R.L. (di seguito anche B&T) esercitava dal 2002 (e tutt'ora svolge, come in appresso precisato, a seguito di autorizzazione all'esercizio provvisorio) attività di agente di commercio (e, negli anni antecedenti la Liquidazione, anche di distributore) sul territorio italiano di abbigliamento *oversize* (cc.dd. "taglie forti") sulla base di vari contratti di agenzia stipulati con preponenti estere.

Con provvedimento del 06/06/2023, su istanza del Curatore, è stato autorizzato ex art. 211, comma 3, CCII l'esercizio provvisorio dell'impresa sino al 31/05/2024, anche al fine di permettere la prosecuzione dei rapporti contrattuali (in particolare di 15 contratti d'agenzia), garantire la continuità dell'azienda e preservarne il valore in vista di una sua cessione.

Dal combinato disposto di cui agli artt. 214 e 216 CCII, la vendita del complesso aziendale (o di suoi rami) deve essere effettuata, tramite procedure competitive, sulla base di stime.

In tale ambito, il sottoscritto dott. Andrea Cazzador, domiciliato per la presente presso lo Studio Associato Papparotto Van den Borre in Silea (TV), Via Treviso n. 61 (mail:

cazzador@celdaco.it – tel: 0422 363491), iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Treviso al n.A1076 e all'Albo dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Treviso al n.359-Sezione Commerciale, ha ricevuto dal Curatore dott. Vendramin l'incarico di stimare il ramo d'azienda in esercizio provvisorio al fine della vendita competitiva dello stesso.

Precisazioni, limiti e condizioni della stima

Il sottoscritto dichiara, anzitutto, di non trovarsi in situazioni di incompatibilità previste da norme analogicamente applicabili e, in particolare, di non trovarsi in una situazione di conflitto di interessi nei confronti della società in Liquidazione Giudiziale e/o di suoi soci, dipendenti e creditori in genere.

Scopo del presente paragrafo è di indicare i criteri, le condizioni, le limitazioni e i presupposti seguiti in relazione alle finalità dell'incarico ricevuto e poste alla base dello stesso e del presente elaborato.

La presente relazione è predisposta a beneficio del Curatore.

Le considerazioni e i risultati espressi nella stessa costituiscono pertanto (fra i vari possibili) un elemento informativo a supporto e uso della Curatela nell'ambito del processo di liquidazione del ramo aziendale in esame e per indire le relative procedure competitive ex art. 216 CCII. Resta, quindi, del Curatore la responsabilità di valutare (oltre agli altri aspetti) convenienza e fattibilità di tale processo di cessione.

La presente non è destinata a scopi o soggetti diversi da quanto sopra indicato e/o precisato nella stessa e non si assumono, pertanto, responsabilità in relazione ad altri scopi e/o nei confronti di altri soggetti cui il presente documento sia consegnato e/o che ne siano venuti in possesso.

La presente si basa su documenti, dati e informazioni raccolti e forniti allo scrivente dal Curatore e/o da BIG & TALL S.R.L. (sino al 30/11/2023 per i dati contabili/gestionali) e si fonda sul presupposto che i dati e le informazioni siano corretti e veritieri e che non siano intervenuti fatti, anche straordinari, dei quali non si è avuta conoscenza, tali da alterare le conclusioni raggiunte. Si precisa che non sono state effettuate attività di revisione e/o *due diligence* in merito a documenti, dati e informazioni forniti (in particolare per quanto agli aspetti giuridici dei contratti di agenzia e a quelli contabili/gestionali). La presente è valida solo in relazione ai dati e alle informazioni ottenuti ed utilizzati e agli scopi sopra stabiliti (vendita nell'ambito di una procedura concorsuale) e, pertanto, non potrà rappresentare, in nessun modo,

attestazioni e/o conferme di quanto ivi indicato e/o fornito allo scrivente. Le conclusioni espone nel presente documento sono basate sul complesso delle valutazioni effettuate e in esso contenute e nessuna parte dell'elaborato può essere utilizzata disgiuntamente dal documento nella sua interezza.

Come evidenziato anche nel prosieguo, si precisa altresì che:

- date le peculiarità dei vari contratti d'agenzia stipulati in lingue straniere con mandanti estere e delle possibili diverse disposizioni - legislative e/o contrattuali - applicabili e variabili nel tempo, quanto espresso nella presente si basa su alcune ipotesi e su presupposti, in particolare sulla "*conditio sine qua non*" di applicabilità dell'art. 2558 C.C. e del trasferimento all'acquirente, unitamente al ramo d'azienda venduto, dei contratti di agenzia oggetto d'esercizio provvisorio e del subentro dell'acquirente nei relativi diritti/obblighi, escludendo ipotesi di diversi accordi fra le parti e di applicazione di disposizioni legislative e/o contrattuali che non determinino detto trasferimento/subentro;
- nell'ambito dell'attività di agenzia oggetto di analisi, esercitata tramite una società di capitali con socio/amministratore unico, assume particolare rilevanza la presenza e l'opera, anche gestionale, di quest'ultimo (sig. Franco Peri);
- in considerazione dell'esercizio provvisorio e della data di riferimento della presente, sono stati richiesti aggiornamenti (sino al 30/11/2023 per quanto ai dati contabili/gestionali) sull'andamento aziendale (in particolare delle provvigioni) al fine di supportare le considerazioni e le stime effettuate;
- la stima di un ramo aziendale è influenzata da vari fattori (criteri di valutazione adottati, descrizione fornita dell'asset analizzato, status giuridico, decorso del tempo, etc.) e il valore complessivo espresso nella presente risente dell'inevitabile discrezionalità che una stima comporta;
- gli eventuali interessati all'acquisto dovranno, comunque, esprimere un proprio giudizio sulla consistenza e sul valore del ramo aziendale, potendo questi essere influenzati dal tempo e da fattori non considerati e/o non considerabili.

L'oggetto della stima

Oggetto di stima è il ramo d'azienda per il quale è stato autorizzato l'esercizio provvisorio. Esso è inerente all'attività di agente di commercio sul territorio italiano di abbigliamento cc.dd. "taglie forti" sulla base di vari contratti di agenzia stipulati in lingue straniere con mandanti estere, che sono proseguiti in forza di detto esercizio provvisorio e dei quali non consta lo scioglimento della Curatela.

Il perimetro del ramo aziendale oggetto di valutazione comprende in sintesi:

- A) 15 (quindici) contratti di agenzia;
- B) un'autovettura;
- C) dei beni mobili (attrezzature, arredi e macchine elettroniche d'ufficio).

Nello specifico, trattasi di:

- Quindici contratti di agenzia con le seguenti aziende estere mandanti site in:
 - GRECIA (4): Eleria Cortes; Ioannis Stathopolous S.M.P.C.; Leon Batis S/ A; G. Monedas & SIA EE;
 - GERMANIA (5): Biggi M Mode GmbH; Casamoda Heinrich Katt GmbH & Co. KG; Ospig GmbH & Co. KG; Streich Mode GmbH; Verpass Bekleidungsfabrik GmbH & Co. KG;
 - DANIMARCA (5): All Size Company A/S; Bitte Kay Rand & Co. A/S; BTX Group-Brandtex A/S; Pardon Clothing A/S; NU A/S;
 - SPAGNA (1): Trovels S.A..
- Un'autovettura per trasporto persone Mercedes-Benz Classe V - targa FL002TS - diesel - data immatricolazione 20/09/2017.
- Due poltroncine nere girevoli.
- Monitor LG con tastiera e mouse.
- Modem TP-Link.
- Gruppo continuità Nemo 2.0.
- PC Cooler Master.
- PC LG 32.466.
- Memoria esterna Silicon Power.
- Monitor Samsung.
- Due tastiere e mouse.
- Due 2 PC LG.
- Display Apple Thunderbolt A1407.
- Carrellino blu con ruote.
- Trasportino rosso con ruote.
- Mobiletto marrone con ruote e 3 cassetti.
- Scaffale metallico a 6 ripiani con ruote.
- Smartphone Apple iPhone 11 Pro.
- Multifunzione K/Minolta Bizub C-284E.
- Stampante Brother HL-4150CDN.
- N.8 faretti led su piedistallo PAD050.4LSG.
- N.37 stand appendiabiti su ruote.
- N.11 stand appendiabiti senza ruote in alluminio satinato.
- N.4 treppiedi neri per lampade.

In relazione ai 15 contratti di agenzia, l'amministratore unico di B&T (sig. Peri) ha precisato che i marchi di abbigliamento collegati agli stessi sono i seguenti:

Mandante	Marchi abbigliamento
ELERIA CORTES	ELERIA CORTES
IOANNIS STATHOPOLOUS S.M.P.C.	ESTETICA
LEON BATIS S/A	OZAI NKU
G. MONEDAS & SIA EE	MAT FASHION
BIGGI M MODE GMBH	SEE YOU
CASAMODA HEINRICH KATT GMBH & CO. KG	CASAMODA + VENTI
OSPIG GMBH & CO. KG	RED POINT
STREICH MODE GMBH	DORIS STREICH
VERPASS BEKLEIDUNGSFABRIK GMBH & CO. KG	VERPASS
ALL SIZE COMPANY A/S	NORTH 56.4
BITTE KAY RAND & CO. A/S	BITTE KAI RAND
BTX GROUP-BRANDTEX A/S	CISO
PARDON CLOTHING A/S;	CHALOU + SEMPRE PIU'
NU A/S	ZOEY
TROVELS S.A.	ALEMBIKA - LUUKAA

La Curatela ha, inoltre, comunicato l'intendimento di cedere, unitamente al ramo aziendale, anche le anagrafiche e i dati in suo possesso su mandanti e clienti (che, però, non costituiscono e non sono stati oggetto di analisi nella presente).

Non risultano, invece, compresi nel ramo d'azienda (salvo diversi accordi) disponibilità liquidate, crediti/debiti o altro. Si informa che la Curatela ha comunicato di aver sciolto, ex CCII, i contratti di lavoro subordinato e di sub-agenzia dei quali Big & Tall S.r.l. si avvaleva anteriormente alla Liquidazione Giudiziale.

A seguito del sopralluogo effettuato dallo scrivente in data 17/10/2023, alla presenza del Curatore e del sig. Franco Peri, presso i locali (utilizzati in *coworking*) di Villorba (TV), Via Roma n. 131, ove attualmente viene svolta l'attività in esercizio provvisorio, si rileva che la stessa è esercitata sostanzialmente per mezzo della sola opera del socio/amministratore unico (sig. Franco Peri), in spazi di circa 50 mq all'interno dei quali si effettua anche l'attività amministrativa e di stoccaggio dei campionari di abbigliamento, con l'utilizzo dell'autovettura e dei cespiti succitati e con l'ausilio di collaborazioni occasionali per l'effettuazione di *show room* e per le sistemazioni del vestiario.

Informazioni, dati e documenti utilizzati

Considerata l'autorizzazione all'esercizio provvisorio e le informazioni fornite, la

presente stima si basa principalmente su:

- estratto sentenza dichiarazione Liquidazione Giudiziale n.38/2023 del 20/04/2023;
- visura ordinaria BIG & TALL S.r.l.;
- istanza e autorizzazione all'esercizio provvisorio d'impresa;
- estratto programma di liquidazione;
- contratti di agenzia oggetto di esercizio provvisorio (tredici su quindici, essendo i due contratti, riferibili a Eleria Cortes e NU A/S, non disponibili);
- perizia beni mobili e mobili registrati Aste 33 S.r.l. di Treviso del 13/09/2023;
- bilanci d'esercizio dal 31/12/2018 al 31/12/2021 di BIG & TALL S.r.l.;
- situazioni contabili dal 31/12/2018 al 31/12/2022 di BIG & TALL S.r.l.;
- dati gestionali di BIG & TALL S.r.l. sul fatturato delle mandanti relativo alla merce ordinata/consegnata alle/dalle mandati (a seguito di intermediazione di B&T e oggetto di provvigione alla stessa) dalla stagione di vendita Primavera/Estate 2019 (P/E 2019) alla stagione Primavera/Estate 2024 (P/E 2024), con dati aggiornati sino al 30/11/2023;
- budget costi;
- contratto *coworking* immobile di Villorba del 01/02/2023;
- sopraluoghi, colloqui, mail, informazioni, dati con/da Curatore e amministratore unico di B&T (sig. Franco Peri);
- dati e informazioni extracontabili, di mercato, statistici e/o altri, ritenuti utili all'assolvimento dell'incarico e rinvenibili presso banche dati e/o siti liberamente accessibili di enti/istituzioni.

INFORMAZIONI GENERALI SULLA SOCIETA'

BIG & TALL S.r.l. viene costituita nel 2002, con un capitale sociale di Euro 10.000, dal sig. Peri Franco e da una compagine societaria diversa dall'attuale.

Nel 2012, le quote societarie vengono acquisite dal sig. Peri Franco, da sua moglie e da suo figlio, mentre nel 2022 l'intero capitale sociale viene trasferito al sig. Peri Franco.

Per quanto all'amministrazione, dal 2009 la stessa è attribuita unicamente al sig. Peri Franco (in carica anche alla data di Liquidazione Giudiziale) mentre non risulta esservi mai stata nomina di un organo di controllo.

Oggetto sociale principale e attività svolta (presso la sede di Quinto di Treviso, Via Brondi n.16/F, sino alla data di L.G.) risultano esser stati quelli di agenzia per conto terzi (soprattutto mandanti estere) di abbigliamento e accessori sul territorio italiano

(in particolare di vestiario *oversize*, cc.dd. " taglie forti", prevalentemente di genere femminile, ma anche maschile), nonché l'attività di import/export e distribuzione di tali beni.

Per l'esercizio di detta attività, oltre che dell'opera del socio/ amministratore unico sig. Peri Franco, la società si è avvalsa (anteriormente alla L.G.) anche di dipendenti e di sub-agenti.

In estrema sintesi, dalle informazioni fornite dall'amministratore unico e dalla Curatela, Big & Tall S.r.l. nel corso degli anni ha sviluppato il proprio business e il fatturato acquisendo vari mandati di agenzia per il territorio italiano da più preponenti estere collegate a marchi stranieri di abbigliamento *oversize* (soprattutto femminile).

Nel corso di tale sviluppo, anche a seguito dell'insorta esigenza di meglio gestire i rapporti e le problematiche tra mandanti estere e acquirenti italiani (in particolare su tempistiche di pagamento, comunicazioni in diverse lingue straniere, reclami su prodotti, gestione merce, etc.) B&T ha affiancato, all'attività di agente, anche quella di distributore per l'Italia dei *brand* della maggior parte delle mandanti.

L'affiancamento (all'incirca dal 2011/2012) dell'attività di distribuzione a quella di agenzia (rispetto allo svolgimento solo di quest'ultima) ha imposto però a B&T una maggior struttura aziendale, con un incremento di costi fissi, oltre a riflessi di tipo fiscale (in particolare per quanto alla gestione dell'IVA).

In tale lasso temporale, al crescere del fatturato è, quindi, diminuita la marginalità e aumentata (anche a causa di problematiche nell'incasso dei crediti) l'esposizione debitoria, inducendo B&T, nel 2020 circa, a ridurre quasi integralmente l'attività di distribuzione per ridedicarsi principalmente a quella di agenzia.

Nel 2020/2021 circa, la pandemia da covid-19, il lockdown e la conseguente contrazione di fatturato, hanno tuttavia aggravato la posizione finanziaria di B&T che, nonostante la successiva ripresa del business e un maggior focus sull'attività di agente, non è riuscita ad evitare la dichiarazione di Liquidazione Giudiziale di aprile 2023.

Successivamente a quest'ultima declaratoria, il Curatore è stato autorizzato all'esercizio provvisorio dell'impresa sino al 31/05/2024.

LA DATA DI RIFERIMENTO DELLA VALUTAZIONE

Considerate la dichiarazione di Liquidazione Giudiziale (20/04/2023), l'autorizzazione all'esercizio provvisorio dell'impresa (06/06/2023), l'attuale durata dello stesso (31/05/2024) e le informazioni disponibili, la presente stima è stata effettuata con riferimento alla data del 30/04/2023, acquisendo altresì informazioni

sino al 30/11/2023 sull'andamento dell'esercizio provvisorio avente principalmente ad oggetto la stagione di vendita P/E 2024 (i cui dati, alla chiusura della presente, sono stati forniti in via provvisoria).

IL METODO DI VALUTAZIONE

Il contesto valutativo

La presente stima è stata richiesta dal Curatore, nell'ambito della Liquidazione Giudiziale di Big & Tall S.r.l., ai fini delle procedure competitive da attuarsi per la cessione del ramo d'azienda in esercizio provvisorio e per l'individuazione di un relativo valore di riferimento (prezzo base d'asta). La vendita avverrà in un contesto di liquidazione concorsuale ("forzata") tramite procedura competitiva ex artt. 214 e 216 CCII, con caratteristiche che divergono da quelle ordinarie o di una cessione fra soggetti in bonis.

La configurazione di valore

Precisate finalità e contesto valutativo, in base ai Principi Italiani di Valutazione (P.I.V.), per la stima di aziende si possono scegliere varie configurazioni di valore:

- valore di mercato (prezzo al quale un asset potrebbe essere negoziato tra soggetti indipendenti di mercato);
- valore d'investimento (benefici che offre un asset al soggetto che lo detiene per investimento);
- valore negoziale equitativo (prezzo al quale un asset può essere negoziato tra soggetti indipendenti, bilanciando equamente i loro interessi e tenendo conto degli specifici vantaggi/svantaggi delle parti);
- valore convenzionale (discende dall'applicazione di specifici criteri fissati dalla legge, da regolamenti, dai principi contabili o dai contratti);
- valore di smobilizzo (prezzo ritenuto realizzabile alla chiusura dell'investimento);
- valore intrinseco (prevista esclusivamente per le aziende, "esprime l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi").

Nel caso di specie, sulla base delle informazioni a disposizione, considerati la procedura concorsuale e l'esercizio provvisorio d'impresa, si ritiene di poter pervenire ad una più accurata stima del valore del ramo d'azienda di cui all'incarico conferito

partendo da una configurazione di valore di tipo intrinseco, effettuando poi considerazioni in funzione dei potenziali benefici collegati alle indennità di scioglimento dei contratti di agenzia (che dipendono anche da fattori esogeni e/o dall'operato/scelte di terzi) e considerando, altresì, le modalità in cui avverrà la cessione e le esigenze del cedente (liquidazione giudiziale, assenza di garanzie, procedure competitive, tempistiche, etc.).

Altre configurazioni di valore (di mercato, di smobilizzo, convenzionale, di investimento, etc.) non appaiono invece idonee, essendo una delle parti (cedente) assoggettata a procedura concorsuale, dovendo considerare gli assets in funzionamento (esercizio provvisorio) e non essendovi criteri esogeni integralmente utilizzabili alla fattispecie.

Il metodo di valutazione

Sintetizzando, i vari criteri estimativi indicati da dottrina e prassi prevalenti in tema di valutazione di complessi aziendali possono essere suddivisi (in funzione dell'aspetto che enfatizzano) principalmente in:

- metodi patrimoniali;
- metodi reddituali;
- metodi finanziari;
- metodi misti;
- metodi empirici.

Metodi patrimoniali

Tendono ad esprimere il valore aziendale in funzione del patrimonio netto reale, partendo dai dati contabili.

Tramite la valutazione dei singoli elementi contabili dell'attivo e del passivo e con la loro riespressione a valori di mercato (tenendo in eventuale considerazione anche ulteriori fattori quali poste non monetarie, poste differite, carichi fiscali latenti, etc.), il patrimonio netto contabile viene opportunamente rettificato per cercare di esprimere il suo valore reale.

Detti criteri possono ulteriormente suddividersi in semplici (che considerano all'attivo solo le poste materiali, non valorizzando assets immateriali) oppure complessi (in cui vengono considerati anche elementi immateriali e/o intangibili, quali marchi, brevetti, etc.).

La valutazione patrimoniale è generalmente considerata: analitica (considera i singoli elementi del patrimonio aziendale); a valori correnti e di riacquisto degli assets (ossia di mercato); meno soggettiva di altre (non stimando flussi e/o non effettuando altre considerazioni); indicata per aziende fortemente patrimonializzate e con scarsa

incidenza degli aspetti reddituali e finanziari.

Metodi reddituali

Esprimono il valore in funzione della capacità dell'impresa di generare reddito e/o delle attese dei redditi che si potranno ritrarre, indipendentemente dalla consistenza del patrimonio.

Il valore aziendale (capitale economico) è, pertanto, basato sui redditi prodotti e/o sul valore attuale di quelli prospettici calcolato con un orizzonte temporale limitato o indefinito.

Tale metodologia appare indicata nella stima di complessi aziendali con prevalenza degli aspetti economici su quelli patrimoniali.

Metodi finanziari

Considerano il complesso aziendale come un investimento e lo stimano tramite l'attualizzazione (ad un determinato tasso) dei flussi di cassa (anche attesi e prospettici) della gestione, determinando il ritorno in termini monetari del capitale proprio investito in una data attività.

Tali metodiche possono produrre risultati molto variabili, in quanto oltre alla stima dei flussi di cassa, dipendono dal tasso di attualizzazione scelto, dal tempo e dal momento storico (che può presentare maggiori oscillazioni in ambito finanziario).

Metodi misti (patrimoniali-reddituali)

Coniugano i principi essenziali dei summenzionati criteri patrimoniali/reddituali, partendo dal patrimonio netto rettificato (calcolato col metodo patrimoniale, per attribuire maggiore obiettività) e sommando le stime reddituali (anche future, attualizzate) per la determinazione del "capitale economico".

Essi, quindi, tendono a considerare anche la capacità dell'azienda oggetto di stima di generare profitti, quantificando un avviamento positivo/negativo (*goodwill/badwill*) da portare ad incremento/decremento del patrimonio netto rettificato. In tale ambito, il metodo maggiormente diffuso consiste nella stima autonoma e diretta dell'avviamento, quale risultante del valore attuale dei redditi attesi (da sommarsi al patrimonio netto rettificato col criterio patrimoniale).

Metodi empirici

Esprimono il valore aziendale applicando ad alcune grandezze e/o caratteristiche dell'impresa analizzata (quali fatturato, ebit, ebitda, etc.) dei parametri e/o coefficienti forfetari o comparativi (ad esempio i c.d. "multipli") desunti da analisi di mercato, da statistiche, da competitors, da transazioni con caratteristiche analoghe a quella di stima, ottenendo così il valore dell'azienda.

Essendo i "multiples" spesso riferiti a società quotate, di grandi dimensioni od operanti

in mercati/settori non sempre paragonabili a quello esaminato (ad esempio esteri), l'applicazione di tale metodica richiede l'individuazione di riferimenti aventi medesime/simili caratteristiche e/o l'eventuale adattamento (*adjustment*) dei coefficienti e, spesso, viene utilizzata come analisi di confronto (comparativa) e più rapida (ma solo apparentemente in termini di tempistiche di calcolo) dei valori ottenuti con altre metodiche.

** *** **

I principali metodi sopra brevemente delineati, ciascuno con caratteristiche (in generale) estimative, presentano peculiarità, criticità, pro/contro e conducono a risultati, talvolta, divergenti. Valutare un'azienda consiste, in sintesi, in un processo di stima volto ad addivenire ad un valore tramite la scelta della configurazione di valore e l'utilizzo di uno o più metodi specifici. Il criterio più appropriato non deriva pertanto da una teorica selezione del migliore, ma dal caso di specie e dalle informazioni disponibili.

Considerate queste ultime e l'esercizio provvisorio dell'impresa, in relazione all'incarico ricevuto e cui deve assolvere il presente elaborato, lo scrivente ritiene più opportuna l'adozione di un metodo "misto" patrimoniale/reddituale con stima autonoma dell'avviamento, al cui risultato si è aggiunto un *surplus* (in funzione delle potenziali indennità di scioglimento dei contratti di agenzia).

In tale ottica, pertanto:

- si è individuato dapprima un patrimonio netto rettificato (K), attraverso la riespressione a valori correnti degli elementi costituenti l'azienda in esercizio provvisorio;
- si è stimata la redditività aziendale attesa da detta azienda in un dato orizzonte temporale. Posto l'esercizio provvisorio e il mantenimento della continuità aziendale, il fattore reddituale (in aggiunta al patrimoniale) permette di determinare un avviamento, ossia un maggior (o minor in caso di avviamento negativo) valore di un'impresa rispetto al proprio patrimonio;
- si è aggiunto, a quanto sopra, un *quid* rappresentativo del potenziale beneficio derivante dalle indennità di scioglimento dei rapporti di agenzia, ritenendo le stesse degne di considerazione estimativa (seppur parziale, per quanto in appresso precisato).

La scelta del metodo sopra descritto appare preferibile rispetto ad altri criteri (reddituali, finanziari, empirici) in considerazione:

- della tipologia di operazione di riferimento (cessione di ramo d'azienda in esercizio provvisorio in ambito concorsuale);

- dell'ottica valutativa (ossia di continuazione dell'attività, con prospettive future per l'acquirente e non esclusivamente liquidatoria);
- del riferimento temporale e con dati in evoluzione (a seguito dell'esercizio provvisorio);
- della parziale utilizzabilità dei dati storici, riferibili anche ad altri mandati e ad attività (distribuzione) non più esercitate nel ramo d'azienda in esercizio provvisorio;
- della mancanza di dati e budget finanziari;
- delle dimensioni (micro impresa), delle caratteristiche e della comparabilità dell'attività (agente di commercio nel settore abbigliamento "taglie forti" di produzione estera).

Schematicamente, quindi, la procedura adottata si è articolata nelle seguenti fasi:

- 1) identificazione degli elementi patrimoniali;
- 2) rettifica e riespressione di tali poste a valori corretti;
- 3) determinazione della redditività;
- 4) determinazione del *surplus*;
- 5) stima del valore finale aziendale.

Come sopra precisato, quanto esposto nella presente si basa su ipotesi e limiti, fra i quali si ricorda che:

- l'azienda viene valutata in esercizio provvisorio, in ipotesi di continuità aziendale, effettuando anche considerazioni e stime su variazioni gestionali come specificato nel prosieguo;
- non sono state svolte *due diligence* o procedure di revisione contabile e/o legale (non richieste dal mandato), nemmeno dei contratti di agenzia (tutti in diverse lingue straniere), né è stata verificata l'esistenza di passività potenziali (fiscali, previdenziali, legali, etc.), facendo affidabilità sui dati e le informazioni ricevuti;
- la valutazione non tiene conto di eventi straordinari e/o non prevedibili;
- il contenuto della presente relazione, basandosi su elementi di previsione, non può essere interpretato o assunto come garanzia sul futuro andamento aziendale.

IL CALCOLO DEL VALORE DEL RAMO D'AZIENDA (W)

Nel metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento, scelto per la valutazione, si sono espressi i componenti patrimoniali a valori correnti e si è calcolato l'avviamento separatamente, prendendo a riferimento il reddito medio normalizzato atteso su di un orizzonte temporale di quattro anni. A ciò, si è aggiunto un *plus* per valorizzare il potenziale beneficio collegato alle indennità di scioglimento

dei rapporti di agenzia.

Matematicamente, la valutazione può rappresentarsi tramite la seguente formula:

$$W = K + A + S$$

dove:

W = valore complessivo stimato dell'azienda;

K = patrimonio netto rettificato a valori correnti;

A = avviamento determinato in via autonoma;

S = *surplus* da applicare al valore aziendale per potenziale beneficio collegato allo scioglimento dei rapporti di agenzia.

Il patrimonio netto rettificato (K)

Per quantificare il patrimonio netto rettificato (K) sono stati considerati gli *assets* materiali facenti parte del perimetro aziendale oggetto d'esercizio provvisorio e cessione da parte della Liquidazione Giudiziale n.38/2023. Non risultano esservi altri elementi a costituire il ramo d'azienda e, quindi, non sono stati considerati fattori quali disponibilità liquide, crediti, debiti, etc..

Il ramo d'azienda, oggetto di esercizio provvisorio, risulta costituito dai seguenti beni materiali:

- Un'autovettura per trasporto persone Mercedes-Benz Classe V - targa FL002TS - alimentazione diesel - data immatricolazione 20/09/2017;
- Due poltroncine nere girevoli;
- Monitor LG con tastiera e mouse;
- Modem TP-Link;
- Gruppo continuità Nemo 2.0;
- PC Cooler Master;
- PC LG 32.466;
- Memoria esterna Silicon Power;
- Monitor Samsung;
- Due tastiere e mouse;
- Due 2 PC LG;
- Display Apple Thunderbolt A1407;
- Carrellino blu con ruote;
- Trasportino rosso con ruote;
- Mobiletto marrone con ruote e 3 cassette;

- Scaffale metallico a 6 ripiani con ruote;
- Smartphone Apple iPhone 11 Pro;
- Multifunzione K/Minolta Bizub C-284E;
- Stampante Brother HL-4150CDN;
- N.8 faretti led su piedistallo PAD050.4LSG;
- N.37 stand appendiabiti su ruote;
- N.11 stand appendiabiti senza ruote in alluminio satinato;
- N.4 treppiedi neri per lampade.

Detti *assets* sono stati oggetto di valutazione, per conto del Curatore, da parte di ASTE 33 S.r.l. di Treviso (società specializzata nell'ambito delle vendite competitive per procedure concorsuali) che, con perizia del 13/09/2023, ha attribuito agli stessi un valore complessivo di Euro 34.080, di cui Euro 32.000 riferibili al veicolo Mercedes-Benz Classe V ed Euro 2.080 (a corpi) per i restanti cespiti.

In considerazione dell'esercizio provvisorio e pur essendo recente la valorizzazione di Aste 33 S.r.l., a quest'ultima è stato chiesto un aggiornamento dei succitati valori anche al 30/11/2023, in particolare per quanto all'autovettura, ottenendo conferma degli stessi senza necessità di variazioni.

Il patrimonio netto rettificato (K) è stato, quindi, determinato in:

ATTIVO RAMO AZIENDA	2023	Rettifiche (+/-)	Valore rettificato (K)
Autovettura Mercedes-Benz Classe V	32.000,00	0,00	32.000,00
Altri beni materiali (a corpi)	2.080,00	0,00	2.080,00
TOTALE EURO	34.080,00	0,00	34.080,00

K = 34.080 Euro.

La determinazione dell'avviamento (A)

In sintesi e in termini generali, pur essendovi complessità e diversità anche a livello dottrinale sulla definizione di avviamento, quest'ultimo può essere descritto come un insieme eterogeneo di elementi, conoscenze, fattori, condizioni, etc., che permette ad un'azienda, in un dato istante temporale, di essere già in grado di generare *business* e di essere già economicamente operativa.

In base al suddetto metodo valutativo scelto, il calcolo dell'avviamento può essere espresso matematicamente con la seguente formula:

$$A = \frac{R}{k_e} - K$$

dove:

n = numero di periodo esaminati;

i' = tasso di attualizzazione dei redditi;

R = reddito medio normalizzato atteso dell'azienda;

k_e = costo capitale proprio;

K = patrimonio netto rettificato.

Il periodo di analisi (n) e il tasso di attualizzazione (i')

La durata (n) del periodo di analisi per l'attualizzazione dei redditi futuri è stata determinata in 4 anni, anche alla luce delle indicazioni dottrinali, di prassi e del C.N.D.C.E.C. in tema di valutazione di aziende in crisi (che individuano un periodo da 3 a 5 anni).

Tale orizzonte temporale appare inoltre coerente con le informazioni fornite dalla Curatela e dall'amministratore unico di Big & Tall S.r.l. (sig. Franco Peri) in merito al periodo per il quale quest'ultimo potrebbe essere disponibile a fornire supporto a favore dell'acquirente nell'ambito del ramo d'azienda da cedere.

Per il tasso (i') di attualizzazione, considerate le metodologie proposte da dottrina/prassi maggioritarie (C.A.P.M. o Regola di Stoccarda) e le linee guida del C.N.D.C.E.C. per le aziende in crisi, si è scelto il metodo del C.A.P.M. (*Capital Asset Pricing Model*) in base al quale, in sintesi, il rendimento di un investimento dipende sia da un rischio di sistema (ineliminabile), sia da un rischio di mercato (eliminabile), cui deve corrispondere un maggior premio per la scelta del rischio.

Il reddito medio atteso normalizzato (R)

Il reddito atteso è il reddito che, in condizioni normali, un'azienda dovrebbe poter generare (c.d. "reddito sostenibile"). Per "condizioni normali" e relativo reddito deve intendersi un risultato di gestione stimato senza considerare alcuni fattori e, quindi, scevro (in positivo/negativo) ad esempio da: elementi straordinari; annualità non rappresentative del normale andamento; attività non caratteristiche e/o occasionali; economie di scala e/o efficienze derivanti da terzi (in particolare dagli acquirenti), etc..

Stimare un reddito futuro è complesso e dipende da molteplici fattori, cui corrispondono diverse opzioni e relativi effetti. Per l'individuazione del reddito futuro sono adottabili diverse metodiche: della conservazione dei risultati storici; della

proiezione dei risultati futuri; dei risultati programmati su budget o su altri piani; dell'innovazione. Nel caso in esame, in merito ai dati storici, si è dovuta considerare anche la diversità fra il ramo d'azienda in esercizio provvisorio da cedersi (composto solo da alcuni *assets* e da alcuni contratti di agenzia) e l'azienda "storica" (esercente attività di distribuzione, oltre a quella di agente, e caratterizzata da maggiori mandati e da una struttura di ricavi/costi non sempre comparabile all'attuale).

In tale ottica, sulla base delle informazioni fornite, il reddito atteso è stato quantificato basandosi:

- su dati storici, precisandosi che, come confermato dal sig. Peri Franco:
 - le provvigioni spettanti a B&T per la sua intermediazione vengono calcolate dalle mandanti sul fatturato della merce consegnata dalle stesse alla clientela e da quest'ultima effettivamente pagata (e non sul fatturato della merce ordinata alle preponenti);
 - il fatturato della merce consegnata corrisponde (mediamente) a circa un 85% di quello dell'ordinata, mentre il fatturato di merce non pagata alle mandanti è circa il 3% di quello della consegnata;
 - nell'attività analizzata, operante nel settore dell'abbigliamento, in ogni annualità vengono effettuate due stagioni volte alla vendita di vestiario (una, tra giugno-novembre circa, per i capi della Primavera/Estate c.d. "P/E" ed una, tra dicembre-maggio circa, per i capi dell'Autunno/Inverno c.d. "A/I").
- su valori (provvisori) del fatturato della merce ordinata alle mandanti e, altresì, di quello della consegnata dalle stesse nel corso dell'esercizio provvisorio (incentratosi principalmente sulla stagione di vendita "P/E 2024"), al fine di verificare l'andamento e la produttività del ramo in esame;
- sul budget di costi stimati per l'esercizio provvisorio e su un budget di costi per una gestione futura di 4 anni del ramo d'azienda oggetto di analisi.

Nelle stime, come precisato in appresso, si è considerato anche:

- una minor rappresentatività dei dati riferibili alle stagioni "A/I 2020" e "P/E 2021", in quanto interessate dalla fase più acuta della pandemia da covid-19 e dalle conseguenti disposizioni che hanno determinato limitazioni all'attività e contrazioni delle vendite;
- la possibile non prosecuzione di alcuni mandati di agenzia, sulla base delle informazioni fornite dall'amministratore unico sig. Franco Peri.

Come premesso, anche in considerazione delle peculiarità dei vari contratti d'agenzia in lingue straniere stipulati con mandanti estere e delle possibili diverse disposizioni – legislative e/o contrattuali – applicabili e/o variabili nel tempo, si ricorda che il reddito atteso è stato stimato sulla "*conditio sine qua non*" di applicabilità dell'art. 2558

C.C. e del trasferimento all'acquirente, unitamente al ramo d'azienda, dei contratti di agenzia oggetto d'esercizio provvisorio e del subentro dell'acquirente nei relativi diritti/obblighi (escludendo ipotesi di diversi accordi fra le parti e/o di applicazione di disposizioni legislative e/o contrattuali che non determinino detto trasferimento/subentro).

Si evidenzia che i dati dei bilanci d'esercizio e delle situazioni contabili dei periodi antecedenti alla Liquidazione Giudiziale includono anche attività non relative all'esercizio provvisorio e non comparabili allo stesso. Con le informazioni disponibili si è dovuto pertanto estrapolare una "potenzialità" provvigionale del ramo d'azienda da cedersi. Schematizzando, a partire dalla stagione "P/E 2019", sulla base delle informazioni fornite da B&T e per ogni mandato:

- è stato individuato il fatturato di vendita prodotto dalle preponenti che costituisce base imponibile di calcolo delle provvigioni teoricamente spettanti a B&T ("merce consegnata e pagata"). Si precisa che, per le stagioni dalla "P/E 2019" alla "P/E 2022", i dati del fatturato relativo alla merce ordinata e consegnata alle/dalle preponenti sono stati comunicati come definitivi, pertanto, detta base imponibile è stata assunta pari al fatturato del "consegnato" al quale è stata applicata una riduzione del 3% in considerazione del dato comunicato come rappresentativo della media storica dei mancati pagamenti. A partire dalla stagione "A/I 2022", invece, solo i dati di "ordinato" sono stati comunicati come definitivi (con un "consegnato" in via provvisoria), pertanto la base imponibile è stata assunta pari al fatturato relativo alla merce ordinata alle preponenti, al quale è stata applicata una riduzione del 15% (rappresentativa della differenza storica media fra merce ordinata e consegnata) e un'ulteriore diminuzione del 3% per considerare le insolvenze;
- alle basi imponibili, come sopra calcolate, è stata applicata la percentuale provvigionale prevista da ogni contratto (dal 12% al 16%), ottenendo il volume teorico di provvigioni annuo;
- è stato quindi effettuato un confronto fra i quinquenni costituiti dalle stagioni:
 - A) da "P/E 2019" ad "A/I 2023" (sostanzialmente sino alla data di dichiarazione della Liquidazione Giudiziale);
 - B) da "A/I 2019" a "P/E 2024" (per considerare anche l'andamento dell'esercizio provvisorio).

Ciò precisato, le provvigioni individuabili dal fatturato (calcolato come sopra) delle preponenti sono risultate le seguenti.

Stima provvigioni in Euro per stagione										
PE 2019	AI 2019	PE 2020	AI 2020	PE 2021	AI 2021	PE 2022	AI 2022	PE 2023	AI 2023	PE 2024
Dati comunicati come definitivi e basati su "consegnato"							Dati comunicati come provvisori e basati su "ordinato"			
164.836,04	161.400,90	142.237,32	116.600,63	135.042,28	131.921,79	195.668,15	169.844,47	177.582,90	171.233,41	144.868,68

Stima provvigioni in Euro per annualità sino a dichiarazione di Liquidazione Giudiziale									
PE 2019	AI 2019	PE 2020	AI 2020	PE 2021	AI 2021	PE 2022	AI 2022	PE 2023	AI 2023
326.236,94		258.837,96		266.964,07		365.512,63		348.816,30	
Annualità n-4		Annualità n-3		Annualità n-2		Annualità n-1		Annualità n	

Stima provvigioni in Euro per annualità compreso esercizio provvisorio									
AI 2019	PE 2020	AI 2020	PE 2021	AI 2021	PE 2022	AI 2022	PE 2023	AI 2023	PE 2024
303.638,22		251.642,91		327.589,94		347.427,37		316.102,09	
Annualità N-4		Annualità N-3		Annualità N-2		Annualità N-1		Annualità N	

I redditi attesi (in un orizzonte temporale di 4 anni) sono stati quindi stimati come segue, precisandosi che:

- nel simulare i ricavi si è considerata anche la minor rappresentatività dei periodi su cui ha maggiormente inciso la pandemia da covid-19;
- i ricavi massimi sono stati prudenzialmente stimati anche in base all'andamento delle ultime stagioni (compresa quella in esercizio provvisorio) e ai tassi di crescita previsti per i prossimi anni nel settore abbigliamento (*DamodaranOnline 2023*);
- nel budget dei costi sono stati considerati vari oneri fra i quali: un compenso amministratore (rappresentativo della funzione svolta dal sig. Peri); la retribuzione di un dipendente a tempo pieno per adempimenti amministrativi e vari; il compenso di un sub-agente per alcune zone d'Italia; l'affitto di un immobile; le utenze; le consulenze; i costi di *show room* e trasferte; i costi di un'autovettura; la pubblicità tramite *social*; il campionario; i costi vari di gestione; l'ammortamento degli assets materiali del ramo d'azienda.

Andamento economico	N1	N2	N3	N4
Ricavi da provvigioni (+)	305.000,00	310.000,00	315.000,00	320.000,00
Costi (-)	-255.616,00	-259.256,00	-263.190,30	-267.410,10
Risultato d'esercizio ante imposte	49.384,00	50.744,00	51.809,70	52.589,90
Imposte sul reddito (-27,9%)	-13.778,14	-14.157,58	-14.454,91	-14.672,58
Risultato d'esercizio atteso in Euro	35.605,86	36.586,42	37.354,79	37.917,32

Per la normalizzazione di detti redditi attesi si è depurata la sola fiscalità, avendo già escluso (o considerato parzialmente) elementi non caratteristici, occasionali, finanziari e/o straordinari.

Andamento economico	N1	N2	N3	N4
Risultato d'esercizio atteso	35.605,86	36.586,42	37.354,79	37.917,32
Imposte sul reddito	13.778,14	14.157,58	14.454,91	14.672,58
Risultato d'esercizio atteso normalizzato in Euro	49.384,00	50.744,00	51.809,70	52.589,90

Il reddito medio atteso normalizzato è stato quindi stimato in:

$$R = 51.132 \text{ Euro.}$$

Il costo del capitale proprio (k_e)

Il costo del capitale proprio è la sommatoria tra:

- il rendimento di un progetto privo di rischio, ad esempio il rendimento di un investimento in titoli di stato a lunga scadenza, precisandosi che un rischio di sistema (ineliminabile) vi è sempre;
- una maggiorazione, quale premio per il rischio dell'investimento analizzato, che a sua volta è influenzata da un coefficiente Beta (β), rappresentativo della reattività (scostamento positivo/negativo) del rendimento dell'investimento rispetto alle variazioni del relativo mercato.

Matematicamente, la più comune formula di rappresentazione del costo del capitale proprio è la seguente:

$$k_e = R_f + \beta_a * (R_m - R_f)$$

dove:

R_f = rendimento investimento a lungo termine privo di rischio;

R_m = rendimento mercato azionario;

β = coefficiente di reattività di mercato;

β_a = coefficiente di reattività adattato al mercato e all'azienda.

Il tasso privo di rischio (R_f)

Per l'individuazione del tasso privo di rischio generalmente si fa riferimento al rendimento dei titoli di stato a lungo termine (ad esempio, ai rendimenti dei BTP decennali).

Dal confronto fra banche dati specialistiche (*Sole24Ore*, *DamodaranOnline*, *Market-Risk-Premia*), considerate anche la recente crescita inflazionistica e le politiche

macroeconomiche volte ad arginare tale tendenza, il tasso privo di rischio è stato individuato nel:

$$R_f = 2,32 \%$$

Il premio per il rischio di mercato e il rendimento di mercato (R_m)

Il C.A.P.M. richiede l'individuazione di un rendimento addizionale (premio) volto a compensare la scelta di investire sul mercato anziché su di un investimento privo di rischio (tranne quello sistemico ineliminabile).

A tal fine, con riferimento ad aprile 2023, dal confronto fra dati disponibili su *DamodaranOnline* e *Market-Risck-Premia*, il premio per scegliere il mercato è stato assunto pari al 7,42%.

Il rendimento di mercato (R_m) o rendimento atteso per il maggior rischio è, pertanto, la sommatoria fra tasso privo di rischio e premio del mercato:

$$R_m = 2,32 \% + 7,42 \% = 9,74 \%$$

Il coefficiente Beta (β)

Il coefficiente Beta esprime la variabilità del rendimento atteso da un investimento in un settore rispetto alla variabilità del mercato.

Dai dati *DamodaranOnline* (anno 2023 - zona West Europe - settore Abbigliamento) il coefficiente Beta (β) è pari a 1,10.

Per considerare anche realtà di minori dimensioni e una maggior rischiosità, tale Beta è stato aumentato del 5%, ottenendo un coefficiente Beta aggiustato (β_a) pari a 1,155.

** *** **

Ciò posto, in base alla succitata formula, il costo del capitale proprio risulta:

$$k_e = R_f + \beta_a * (R_m - R_f) = 2,32 \% + 1,155 * (9,74 \% - 2,32 \%) = 10,89 \%$$

Il tasso di attualizzazione (i') e il wacc

Il reddito medio normalizzato atteso, rappresentando un elemento di rischio, deve essere attualizzato ad un tasso, diverso da quello privo di rischio, onde evitare sovrastime.

A tal fine, nel C.A.P.M. il tasso medio ponderato del costo del capitale (*wacc*) rappresenta il tasso, comprensivo di rischio, per finanziare un investimento utilizzando sia mezzi propri (di rischio), che capitale di terzi, ed è rappresentabile tramite la formula:

$$wacc = k_e * E / (D+E) + k_d * (1 - t) * D / (D+E)$$

dove:

E = capitale proprio;

D = capitale di terzi;

k_e = costo del capitale proprio;

k_d = costo del capitale di terzi;

t = aliquota fiscale.

DamodaranOnline (anno 2023 - zona West Europe - settore Abbigliamento) pubblica un rapporto D/E del 14,89% e quindi, arrotondando, un E = 87 e un D = 13.

Per il costo del debito (capitale di terzi), si è fatto riferimento ai dati *Banca Italia* dai quali, per aprile 2023 e settembre 2023, si rileva un costo dell'indebitamento bancario a lungo termine delle società rispettivamente del 4,15% e del 4,28%, con una media quindi del 4,22%.

Per il carico fiscale sono state considerate le vigenti aliquote italiane.

Il tasso di attualizzazione (i'), calcolato tramite *wacc*, risulta pari a:

$$wacc = i' = 9,87\%$$

L'avviamento (A)

Alla luce degli elementi sopra individuati, l'avviamento (A) è stato pertanto stimato in:

$$A = a_n \gamma_{i'} (R - k_e * K) = a_4 \gamma_{9,87\%} (51.132 - 10,89\% * 34.080) = 150.741 \text{ Euro.}$$

Il confronto per la stima dell'avviamento

Si è effettuata una simulazione di calcolo dell'avviamento anche tramite il metodo reddituale puro con formula della durata limitata ($V = R * ((1+i')^n - 1) / (i' * (1+i')^n)$),

da cui si ottiene un valore di avviamento pari ad Euro 162.539, sostanzialmente coerente con quanto sopra diversamente determinato, in quanto il metodo reddituale puro (non considerando il patrimonio netto e il relativo costo) tende ad una sovrastima della componente economica.

"Worst case scenario" per il reddito

In ottica prudenziale, è stata effettuata un'ulteriore simulazione del reddito medio atteso in assenza di alcuni mandati, sulla base di indicazioni di rischio fornite dall'amministratore unico di B&T in merito ad alcuni contratti di agenzia che potrebbero non proseguire a seguito della cessione del ramo d'azienda per possibile non convenienza di una o entrambe le parti (in particolare i contratti con: Casamoda; Nu AS per Zoey; Eleria Cortes; Pardon Clothing A/S per Chalou e Sempre Più).

Dall'analisi è emerso che le provvigioni stimabili, al netto di quelle ritraibili dalle posizioni evidenziate, ammontano in media (sui due lustri comparati, senza considerare le stagioni condizionate da covid-19) ad Euro 294.186 (sino alla A/I 2023) e ad Euro 293.025 (sino alla P/E 2024) con massimi provvigionali rispettivamente di Euro 326.634 ed Euro 316.089. In base a tali dati e ipotizzando una crescita delle provvigioni nel periodo stimato di 4 esercizi sino ai massimi indicati, è stato quindi rideterminato il reddito medio normalizzato atteso (R) in Euro 48.632 e l'avviamento (A) in Euro 142.794.

LE INDENNITÀ DI SCIoglIMENTO DEI CONTRATTI DI AGENZIA

Ultimo elemento da analizzare per addivenire alla stima di un valore complessivo del ramo d'azienda in esercizio provvisorio, è rappresentato dalle potenziali indennità di scioglimento collegate ai contratti di agenzia proseguiti a seguito dell'autorizzazione a tale esercizio e che dovrebbero costituire oggetto di cessione e trasferimento all'acquirente.

Poiché tali indennità (non certe nell'*an* e nemmeno nel *quantum*) rappresentano un possibile beneficio per l'acquirente e considerato che spesso, nelle prassi commerciali del relativo settore, possono costituire "merce" di scambio fra i vari agenti che si succedono, alle stesse si è ritenuto opportuno attribuire una valorizzazione.

Come detto, tale potenziale non deve intendersi intrinseco nel ramo d'azienda bensì (essendo aleatorio e variabile per quanto precisato anche nel prosieguo) va inteso come

un *surplus* (S) dei valori (K+A), sopra già espressi, in funzione di un possibile beneficio derivante all'acquirente.

Come premesso e già evidenziato anche in tema di reddito atteso, si ricorda nuovamente (anche per le indennità di fine mandato) che quanto espresso nella presente si fonda sulla "*conditio sine qua non*" di applicabilità dell'art. 2558 C.C. e del trasferimento all'acquirente, unitamente al ramo d'azienda, dei contratti di agenzia oggetto d'esercizio provvisorio e del subentro dell'acquirente nei relativi diritti/obblighi (escludendo ipotesi di diversi accordi fra le parti e/o di applicazione di disposizioni legislative e/o contrattuali che non determinino detto trasferimento/subentro).

Contesto normativo dell'indennità europea

Con la Direttiva CEE n.86/653 del 18/12/1986, per i vari Stati europei membri è stata emanata una nuova disciplina sull'indennità di scioglimento del contratto di agenzia commerciale.

In estrema sintesi, secondo tale disciplina (artt. 17 e 18), all'atto della cessazione del contratto di agenzia, il preponente è tenuto a corrispondere all'agente un'indennità se ricorrono congiuntamente le seguenti condizioni:

- 1) l'agente abbia procurato nuovi clienti o abbia sviluppato gli affari con quelli esistenti e il preponente riceva ancora sostanziali vantaggi dagli affari con tali clienti;
- 2) il pagamento dell'indennità sia equo tenuto conto di tutte le circostanze del caso, in particolare delle provvigioni che l'agente perde.

Viceversa, l'indennità non è dovuta quando:

- A) il preponente risolve il contratto per un'inadempienza imputabile all'agente che, per la sua gravità, giustifichi la non prosecuzione;
- B) l'agente recede dal contratto, salvo che il recesso sia giustificato da circostanze attribuibili al preponente o da circostanze attribuibili all'agente (quali età, infermità o malattia) per le quali non può più essergli ragionevolmente chiesta la prosecuzione dell'attività;
- C) ai sensi di un accordo con il preponente, l'agente cede a un terzo i diritti e gli obblighi derivanti dal contratto di agenzia.

L'importo dell'indennità non può superare una cifra equivalente ad un'indennità annua calcolata sulla base della media annuale delle retribuzioni (da intendersi nel senso più ampio del termine, anche se non denominate provvigioni) riscosse dall'agente negli ultimi cinque anni e, se il contratto è di durata minore, sulla media di

tale periodo.

Tali disposizioni, per quanto all'Italia, sono state recepite tramite l'art. 1751 C.C., che prevede analoga disciplina.

La stima delle indennità (S)

In tale contesto, ai sensi dell'art. 17, par. 2, Direttiva 86/653/CEE, sono state prese a riferimento le medesime provvigioni calcolate come sopra già precisato per la stima dei redditi attesi.

Stima provvigioni in Euro per stagione										
PE 2019	AI 2019	PE 2020	AI 2020	PE 2021	AI 2021	PE 2022	AI 2022	PE 2023	AI 2023	PE 2024
Dati comunicati come definitivi e basati su "consegnato"							Dati comunicati come provvisori e basati su "ordinato"			
164.836,04	161.400,90	142.237,32	116.600,63	135.042,28	131.921,79	195.668,15	169.844,47	177.582,90	171.233,41	144.868,68

In base alla durata di ciascun mandato è stata, quindi, calcolata la media delle provvigioni degli ultimi 5 anni (o del minor periodo) raffrontando i quinquenni da "P/E 2019" ad "A/I 2023" (sostanzialmente sino alla data di dichiarazione della Liquidazione Giudiziale) e da "A/I 2019" a "P/E 2024" (per considerare anche l'andamento dell'esercizio provvisorio). I dati sono stati anche comparati con le medie forfetarie quinquennali per tali periodi (cioè senza considerare la durata di ciascun mandato) e con la media delle provvigioni risultanti dalle situazioni contabili di B&T per i quinquenni dal 2018 al 2022 e dal 2019 al 2023 (ove la potenzialità provvigionale era commistionata all'attività di distribuzione).

Considerato che i contratti sono stipulati fra controparti di diverse nazionalità e situate in vari Stati e che la normativa europea indica solo l'importo massimo dell'indennità di scioglimento dei rapporti di agenzia, per il calcolo della stessa si è provveduto (in ipotesi di un disaccordo) in ossequio a quanto previsto dalla Direttiva del Consiglio delle Comunità Europee 86/653/CEE del 18/12/1986 e dalla Relazione del 23/07/1996 sulle modalità applicative del relativo art. 17-paragrafo 2 (ritenendo invece improbabile l'applicazione degli Accordi Economici Collettivi-AEC italiani).

Come previsto dalle varie fasi della relazione della Commissione Europea:

- a) è stato verificato (ove possibile) ed è stata chiesta conferma all'amministratore unico di B&T in merito all'incremento di clientela o fatturato;
- b) sono state individuate le provvigioni degli ultimi 12 mesi;
- c) il periodo di durata dei vantaggi al proponente è stato ipotizzato in 3 anni;

- d) è stata effettuata la decurtazione percentuale annua delle provvigioni per considerare il tasso di migrazione di clientela;
- e) la somma così ottenuta è stata attualizzata al costo del debito bancario;
- f) è stata effettuata un'ulteriore riduzione (almeno del 20%) per considerare l'aspetto dell'equità;
- g) l'importo così calcolato è stato, quindi, confrontato con l'indennità massima prevista dall'art. 17, par. 2, della Direttiva 86/653/CEE, ossia un'indennità annua pari alla media delle provvigioni delle ultime 5 annualità.

Da quanto sopra, è emerso che il limite da utilizzarsi per la determinazione dell'indennità complessivamente spettante (per lo scioglimento di tutti i rapporti di agenzia) è sostanzialmente quello di cui al succitato art. 17 (un'annualità pari alla media delle provvigioni degli ultimi 5 anni). Prudenzialmente, quindi, è stata identificata una media fra i valori dei periodi e delle comparazioni sopra evidenziate e successivamente la stessa è stata ridotta (aspetto equità) ed attualizzata per 3 annualità.

Il valore così calcolato è stato, infine, svalutato del 50% in funzione di quanto segue:

- l'interruzione contrattuale potrebbe avvenire per scelta (attualmente non prevedibile) di una o dell'altra parte del rapporto e, quindi, anche da parte dell'agente senza le giuste cause di legge e per causa a lui imputabile, con conseguente perdita del diritto all'indennità;
- l'indennità è meramente potenziale sia nell'*an*, che nel *quantum*;
- l'indennità è variabile anche in funzione del tempo e del volume delle provvigioni;
- l'indennità spetta solo al verificarsi di determinate condizioni (incremento clientela/fatturato, permanenza vantaggi preponente, recesso da parte della mandante senza giusta causa, etc.) previste dalla Legge e/o dipendenti da scelte di mandante e/o agente;
- l'indennità dipende da elementi attualmente anche non ponderabili;
- potrebbero verificarsi controversie sulle disposizioni (italiane-estere-comunitarie) applicabili ai vari contratti e al calcolo delle indennità.

Sulla base di quanto sopra e delle varie ipotesi precisate, il *surplus* da aggiungere a titolo di potenziale beneficio collegato alle indennità di scioglimento dei rapporti di agenzia è stato mediamente stimato e arrotondato in:

S = 98.000 Euro.

IL VALORE COMPLESSIVO DEL RAMO D'AZIENDA

Alla luce di quanto sopra evidenziato e sulla base delle considerazioni, delle condizioni e delle ipotesi espresse, si ritiene che **il valore complessivo del ramo d'azienda in esercizio provvisorio sia stimabile in complessivi:**

$$W = K + A + S = 34.080 + 150.741 + 98.000 = 282.821 \text{ Euro.}$$

che viene prudenzialmente arrotondato in complessivi Euro 280.000 (duecentottantamila).

CONCLUSIONI

Concludendo, ai sensi degli artt. 214 e 216 CCII, in base alle valutazioni effettuate e con i limiti, le condizioni e le ipotesi espressi nella presente relazione e posti a base della stessa, **il valore del ramo d'azienda di BIG & TALL S.r.l.**, di cui all'incarico conferito, avente ad oggetto l'attività di agenzia di abbigliamento e accessori, **attualmente in esercizio provvisorio** da parte del Curatore della Liquidazione Giudiziale n.38/2023 (R.G. Tribunale di Treviso) **viene stimato in complessivi Euro 280.000 (duecentottantamila)**, comprensivi di quanto evidenziato in merito alle eventuali indennità di scioglimento dei rapporti di agenzia.

Tale valorizzazione appare coerente anche qualora le preponenti, a seguito della cessione del ramo d'azienda e per causa loro imputabile, scioglano tutti i contratti di agenzia trasferiti all'acquirente che pertanto, decorso il termine di preavviso, rimarrebbe privo della redditività aziendale stimata (reddito medio normalizzato atteso). In tale ipotesi, allo stesso spetterebbero, per fatto imputabile alle mandanti, le indennità di scioglimento dei contratti di agenzia (in misura non attualizzata e non svalutata del 50%), a cui sommarsi il valore patrimoniale (K) degli assets materiali.

** *** **

Ritenendo di aver assolto all'incarico ricevuto, si resta a disposizione degli Organi della Procedura Concorsuale per eventuali ulteriori informazioni e/o chiarimenti.

La presente relazione è composta da 28 (ventotto) pagine.

Silea (TV), lì 15/12/2023

dott. Andrea Cazzador

Silea (TV), lì 04/04/2024

Preg. Dott.
VENDRAMIN MASSIMO
Curatore della
Liquidazione Giudiziale
n. 38/2023 di
BIG & TALL S.R.L.
C.F.: 03706800269

Oggetto: perizia del 15/12/2023 senza contratti "CASAMODA" e "ALLSIZE"

Preg. Curatore Dott. Vendramin Massimo,

faccio seguito alla Sua richiesta di conoscere quale sarebbe stato il valore della perizia (datata 15/12/2023 e da me redatta in merito al ramo d'azienda di BIG & TALL S.R.L. in Liquidazione Giudiziale ed in Esercizio Provvisorio) senza considerare i contratti con "CASAMODA HEINRICH KATT GMBH & CO.KG" e "ALL SIZE COMPANY A/S" (che, come da Lei riferito, si sono medio tempore risolti), fermo il resto di quanto espresso in detto elaborato peritale.

Si evidenzia, innanzitutto, che le conclusioni esposte nella succitata perizia (come precisato anche nella stessa) sono basate su un complesso di valutazioni e condizioni fra loro collegate, pertanto, nessuna parte dell'elaborato può essere utilizzata disgiuntamente dal documento nella sua interezza. Anche l'estrapolazione da detta perizia di valori al variare di condizioni poste alla base della stessa, richiederebbe nuove valutazioni/considerazioni e la redazione di un nuovo elaborato peritale.

Ciò posto, ai fini della Sua richiesta, è possibile ipotizzare quanto segue in assenza dei due contratti in oggetto ("CASAMODA" e "ALLSIZE"):

A) le provvigioni per annualità si sarebbero stimate in:

Stima provvigioni in Euro per annualità sino a dichiarazione di Liquidazione Giudiziale (senza contratti "CASAMODA" e "ALLSIZE")									
PE 2019	AI 2019	PE 2020	AI 2020	PE 2021	AI 2021	PE 2022	AI 2022	PE 2023	AI 2023
242.851,90		207.132,39		220.228,98		297.972,18		296.093,67	
Annualità n-4		Annualità n-3		Annualità n-2		Annualità n-1		Annualità n	

Stima provvigioni in Euro per annualità compreso esercizio provvisorio sino a 30/11/23-PE2024 (senza contratti "CASAMODA" e "ALLSIZE")									
AI 2019	PE 2020	AI 2020	PE 2021	AI 2021	PE 2022	AI 2022	PE 2023	AI 2023	PE 2024
240.454,06		202.674,61		268.156,94		288.256,18		281.553,47	
Annualità N-4		Annualità N-3		Annualità N-2		Annualità N-1		Annualità N	

- B) il reddito medio atteso normalizzato si sarebbe potuto stimare in $R = 34.507$, precisandosi che, in base alle indicazioni fornite dal sig. Peri, con minori mandati appare ragionevole effettuare almeno una variazione in diminuzione del budget dei costi utilizzato in perizia (nello specifico, una riduzione dei costi stimati di subagenzia);
- C) l'avviamento sarebbe stato determinato in Euro 97.894;
- D) il surplus da aggiungere a titolo di potenziale beneficio collegato alle indennità di scioglimento dei rapporti di agenzia si sarebbe potuto stimare e arrotondare in $S = 80.000$ Euro.
- E) **IL VALORE COMPLESSIVO DEL RAMO D'AZIENDA si sarebbe potuto stimare (in assenza dei contratti "CASAMODA" e "ALLSIZE", con almeno una riduzione del budget dei costi di subagenzia e fermo il resto già espresso nella perizia datata 15/12/2023) in complessivi $W = K + A + S = 34.080 + 97.894 + 80.000 = 211.974$ Euro e, prudenzialmente, arrotondare in complessivi Euro 210.000 (duecentodiecimila).**

Si intendono integralmente richiamate anche in questa sede le "*Precisazioni, limiti e condizioni della stima*" indicate nella perizia del 15/12/2023, ricordando altresì che quanto espresso nella presente costituisce un elemento informativo a supporto e uso esclusivo della Curatela per la liquidazione del ramo aziendale di cui sopra e per la relativa procedura competitiva di vendita in ambito concorsuale.

Cordiali saluti.

Silea (TV), lì 04/04/2024

dott. Andrea Cazzador