

TRIBUNALE CIVILE E PENALE DI VENEZIA

SEZIONE FALLIMENTARE

* * *

**OGGETTO: PERIZIA DI STIMA DELL'AZIENDA DELLA
SOCIETA' COLUMBIA S.P.A.**

IN CONCORDATO PREVENTIVO (n. 22/2016)

Giudice Delegato: **dott.ssa Silvia Bianchi**

Commissario Giudiziale: **dott.ssa Lorenza Danzo**

dott. Alessio Riato
tel. 049 8775811
cell. 338 2091240
email: alessio.riato@legalitax.it
PEC: alessio.riato@legalmail.it

INDICE

| | |
|---|----|
| 1. PREMESSA..... | 2 |
| 2. OGGETTO E FINALITÀ DELL'INCARICO..... | 3 |
| 3. DOCUMENTAZIONE ESAMINATA | 9 |
| 4. AFFIDABILITÀ DELLE INFORMAZIONI UTILIZZATE | 11 |
| 5. LIMITI DELLA VALUTAZIONE..... | 11 |
| 6. BREVE STORIA E DESCRIZIONE DELLA SOCIETÀ..... | 14 |
| 7. <i>PERFORMANCE</i> STORICHE DELLA SOCIETÀ E PROSPETTIVE DI RISANAMENTO 15 | |
| 8. I METODI DI VALUTAZIONE E LA LORO SCELTA..... | 26 |
| 8.1 LA NOZIONE DI CAPITALE ECONOMICO..... | 26 |
| 9. SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE..... | 31 |
| 10. APPLICAZIONE DEL METODO REDDITUALE | 34 |
| 11. APPLICAZIONE DEL METODO PATRIMONIALE..... | 34 |
| 12. CONCLUSIONI..... | 44 |

1. Premessa

Il sottoscritto, Alessio Riato, nato a Mestre – Venezia (VE), il 26 novembre 1976, domiciliato in Mestre – Venezia (VE), Via Antonio da Mestre 19, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti di Venezia, Iscritto nel Registro dei Revisori Legali al n. 134821, ai sensi dell'art. 30 del D.P.R. 6 marzo 1998 n. 99, con provvedimento 13/10/04 pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana del 29/10/2004 n. 86 - IV Serie Speciale, in data 10 marzo 2017 ha ricevuto l'incarico dalla società COLUMBIA S.p.A., con sede in Mirano

(VE), Via Cavin di Sala 388, capitale sociale di euro 3.000.000 interamente versato, codice fiscale e numero di iscrizione al Registro Imprese di Venezia 00779800267, REA VE-171287, in persona del legale rappresentante (in seguito la “Società” o “Columbia”), di verificare il valore dell’azienda operante nell’ambito dell’attività di *design*, sviluppo, produzione e commercializzazione di abbigliamento a marchio “and” ai fini della predisposizione della domanda di concordato preventivo in corso di definizione (in seguito la “Domanda”).

2. Oggetto e finalità dell’incarico

2.1 Oggetto dell’incarico

L’incarico ha per scopo la valutazione dell’azienda commerciale ed industriale nel suo complesso operante nell’ambito dell’attività di *design*, sviluppo, produzione e commercializzazione di abbigliamento a marchio “and”, condotta dalla società Columbia presso la sede legale di Mirano (VE), presso il magazzino di Salzano (VE), presso i punti vendita dislocati sul territorio nazionale sia gestiti direttamente che da terzi (c.d. “affiliati”), in seguito l’”Azienda”. Il business della Società risulta in particolare focalizzato sulla “camicia uomo-donna”, ancorché siano state nel tempo sviluppate anche altre linee di abbigliamento sia per uomo che per donna.

È opportuno evidenziare che con contratto di affitto d’azienda del 9 settembre 2016 (avente effetto dal 12 settembre 2016) Columbia ha concesso in affitto alla società DNA S.r.l.¹, il ramo d’azienda relativo ai punti vendita (diretti ed affiliati) specificatamente individuati e dislocati in varie località nazionali.

Dalla data suindicata, pertanto, la Società ha mantenuto la gestione “diretta” del solo ramo aziendale relativo alle attività di *design*, sviluppo, produzione e commercializzazione a clienti terzi di abbigliamento (diversi quindi dai punti vendita diretti o affiliati).

Alla luce di quanto sopra si sono pertanto venuti a configurare due rami d’azienda così delineati:

¹ La società DNA S.r.l. è socio di minoranza di Columbia S.p.A. e parte del Gruppo imprenditoriale di cui Columbia S.p.A. fa parte. Le azioni di Columbia S.p.A. appartengono per il 98,5% alla società “APE DI MIR S.r.l.” e, per il residuo 1,5% alla società “DNA S.r.l.” (già “BG S.r.l.”); entrambe le società fanno riferimento alla

- i) ramo di azienda relativo alla gestione dei punti vendita (di seguito “**Ramo Commerciale**”), attualmente condotto in affitto d’azienda da soggetti terzi;
- ii) ramo di azienda relativo al confezionamento di capi di abbigliamento e vendita a clienti terzi (di seguito “**Ramo Industriale**”),
di seguito anche definiti singolarmente i “**Rami d’Azienda**”.

In particolare, ai fini della presente valutazione peritale, il Ramo Commerciale si compone e si esaurisce nei seguenti elementi, tenuto anche conto di quanto previsto nel contratto di affitto d’azienda:

- a) Punti vendita ricompresi nell’Allegato 1/A del contratto di affitto d’azienda del 9/09/2016;
- b) Autorizzazioni amministrative, intendendosi per tali tutte le autorizzazioni, licenze, permessi, e concessioni rilasciate in relazione all’esercizio del Ramo Commerciale;
- c) Avviamento inerente il Ramo Commerciale (sulla base della situazione patrimoniale al 31/12/2016, l’intero avviamento è iscritto per un valore contabile lordo di euro 2.184.420, ammortizzato per euro 1.333.907);
- d) Documentazione pertinente il Ramo Commerciale, ivi inclusi, a titolo meramente esemplificativo, i contratti, la corrispondenza commerciale, i listini, la documentazione tecnica relativa ai prodotti, sia in forma cartacea che in formato digitale, con esclusione della documentazione societaria;
- e) Cespiti, ossia i beni strumentali, mobili e mobili registrati, gli impianti e macchinari e le altre immobilizzazioni materiali di cui all’Allegato 1/B del contratto di affitto di azienda;
- f) Diritti di proprietà intellettuale, e precisamente i marchi, brevetti e modelli, copyright, nomi di dominio, know-how, design, segreti industriali, siti internet e ogni altro diritto di proprietà intellettuale di proprietà di Columbia S.p.A. ed utilizzato nel Ramo Commerciale;
- g) Contratti di lavoro con i lavoratori subordinati e contratti di lavoro intermittente di cui all’Allegato 1/C del contratto di affitto d’azienda;
- h) Contratti relativi al Ramo Commerciale e funzionali allo stesso, unitamente ai relativi crediti per depositi cauzionali;

- i) Ordini relativi ai prodotti destinati alla rivendita attraverso il Ramo Commerciale, limitatamente a quelli pervenuti alla Data di Riferimento del presente elaborato peritale.

Il ramo si avvale del supporto del ramo industriale appartenente a Columbia, che fornisce alcuni servizi ausiliari; DNA S.r.l. inoltre, si è impegnata ad acquistare i prodotti da commercializzare esclusivamente da Columbia. I rapporti di fornitura, in particolare sono regolati da un contratto di somministrazione sottoscritto in data 05 settembre 2016.

È opportuno precisare che la “rete commerciale” facente parte del Ramo Commerciale è costituita (ad oggi) da 29 punti vendita suddivisi in:

- 14 punti vendita “diretti” ovvero gestiti direttamente da Columbia (fino al 12 settembre 2016 e successivamente da DNA S.r.l.); presso i 14 punti vendita risultano occupati complessivamente 39 dipendenti;
- 15 punti vendita “affiliati” ovvero condotti in locazione o affitto di azienda da Columbia (fino al 12 settembre 2016 e successivamente da DNA S.r.l.) e a loro volta concessi in affitto d’azienda a soggetti terzi.

Alla data di sottoscrizione del contratto di affitto di azienda risultavano attivi anche i seguenti ulteriori punti vendita, cessati nel corso della procedura:

- Ancona (“diretto”, cessato a febbraio 2017);
- Cividale del Friuli (“affiliato”, cessato a febbraio 2017);
- Milano Porta Romana (“diretto”, cessato a febbraio 2017);
- Oderzo (“diretto”, cessato a febbraio 2017);
- Pistoia (“diretto”, cessato a febbraio 2017).

Con riferimento a tali punti vendita, alla data di redazione della presente relazione risultano pertanto cessati i rapporti di lavoro precedentemente in essere oltre che risolti i relativi contratti di locazione/affitto d’azienda.

È inoltre già stata pianificata da DNA S.r.l., in accordo con Columbia, la chiusura del punto vendita di Legnago (“affiliato”) per maggio 2017, in quanto ritenuto non remunerativo.

I punti vendita “affiliati” di Pescara e Torino (“8 Gallery”) risultano gli unici condotti in affitto d’azienda da Columbia (fino al 12 settembre 2016 e successivamente da DNA S.r.l.) e “sub affittati” a terzi.

Con riferimento ai punti vendita "affiliati" sono stati esaminati i vari contratti di affitto d'azienda. Di prassi l'azienda riferita a ciascun punto vendita è stata concessa in affitto d'azienda da Columbia senza alcun dipendente in carico.

Nell'ambito dei singoli contratti di affitto d'azienda, l'affiliato si è impegnato a restituire l'azienda senza personale dipendente in carico².

Si riporta nel seguito un elenco dei punti vendita attivi alla data odierna³:

| Località | Indirizzo | Subaffitto | mq ven. | mq tot. | Diretto / affiliato |
|-------------------------|-------------------------------|------------|---------|---------|------------------------|
| ALBA (CN) | VIA VITTORIO EMANUELE II N. 8 | | 37 | 40 | GANGI BARBARA |
| BASSANO DEL GRAPPA (VI) | VIA ROMA N. 44 | | | 48 | DIRETTO |
| BITONTO | VIA TRAIETTA 18 | | 38 | 40 | PAMELA GESUITO |
| BOLOGNA | VIA INDIPENDENZA 30/E | | 46 | 98,58 | DIRETTO |
| BOLZANO | VIA L.DA VINCI 1/G | | 53 | 140 | DIRETTO |
| BRUNICO | VIA CENTRALE 9 | | 49,6 | 49,6 | RAIMONDO CRISTINA |
| CASTELFRANCO V.TO | VIA SAN PIO X | | 55 | 70 | FRASSON BARBARA |
| CHIOGGIA | C.SO DEL POPOLO 1229 | | 25 | 35 | DIRETTO |
| CHIVASSO | VIA TORINO 24 | | 100 | 110 | CDTA |
| CIVITANOVA MARCHE | VIA DUCA DEGLI ABRUZZI 32 | | 62 | 66 | DIRETTO |
| FANO | C.SO MATTEOTTI N. 60 | | | 59 | TASSI MARA |
| JESI | C.SO MATTEOTTI 18 | | | 39 | SOVERCHIA MARISA |
| LUCCA | VIA BUIA N. 32 | | 53 | 53 | EN DI FONTANINI ENRICA |
| MESTRE | P.ZZA FERRETTO 81 | | 33 | 38 | DIRETTO |
| MILANO B.AIRES | C.SO BUENOS AIRES 55 | | 60 | 80 | DIRETTO |
| MONTEBELLUNA | C.SO MAZZINI 150 | | 43 | 60 | DIRETTO |
| PADOVA | VIA 8 FEBBRAIO 1848 5 | | 140 | 142 | AMIKE SNC |
| PALERMO | VIA ROMA N. 223 | | 27 | 48 | GMG RETAIL SRL |
| PESARO | VIA ROSSINI 50 | | 70 | 124 | DIRETTO |
| PESCARA | VIA UMBERTO 1 | | 37 | 78 | MIRAGNANI |
| PORDENONE | C.SO VITTORIO EMANUELE 22/C | | 39 | | DIRETTO |
| POZZALLO | C.SO VITTORIO VENETO 25 | | 45 | 45 | PARISI ROSA |
| ROVERETO | VIA MAZZINI 53 | | 33 | | DIRETTO |
| ROVIGO | VIA U.MADDALENA 7 | | 42 | 49 | DIRETTO |
| SENIGALLIA | C.SO 2 GIUGNO 77 | | | 50 | TASSI MARA |
| SETTIMO TORINESE | VIA ITALIA N. 58 | | 40 | 50 | CDTA |
| BIONINGO S. GIUSEPPE | VIA NIZZA 28/B | | 38 | 45 | CINRA SRL |
| TRENTO | VIA OSS MAZZURANA 52 | | 32 | 40 | PERONI DEBORA |
| TREVISO | VIA CALMAGGIORE 3 | | 51 | 51 | DIRETTO |
| TRIESTE | P.ZZA BORSA 8 | | 42 | 77 | BARDIN SAMANTHA |
| VICENZA | CORSO PALLADIO N.52 | | 111 | 146 | DIRETTO |
| VALENZA | CORSO GARIBALDI N. 61 | | 61 | 65 | CDTA |

Il Ramo Industriale si compone e si esaurisce nei seguenti elementi:

- attrezzature, impianti, macchinari, macchine d'ufficio, mobili e arredi presenti presso la sede della Società di Mirano;
- attrezzature, impianti, macchinari, macchine d'ufficio, mobili e arredi presenti presso la sede della Società di Salzano;
- attrezzature varie presso magazzino di Salzano;

² Non può, tuttavia, escludere che all'atto della risoluzione di un contratto di affitto d'azienda di un soggetto "affiliato" vi siano rapporti di lavoro subordinato in essere da gestire - qualora l'affiliato non abbia provveduto a tale cessazione - o potenziali contenziosi relativi al personale dipendente non adeguatamente gestiti dal singolo affiliato.

³ Nel prospetto riepilogativo è stato già escluso anche il punto vendita di Legnago, in quanto la chiusura risulta già programmata e, sulla base delle indicazioni della Società, non più reversibile.

- d) reparto design e stile;
- e) reparto commerciale;
- f) reparto prototipi;
- g) reparto magazzino e logistica;
- h) reparto acquisti;
- i) reparto amministrazione, centro elaborazione dati e finanza;
- j) contratti di lavoro subordinato in essere con n. 44 addetti.

* * *

Si precisa che i due Rami d'Azienda risultano solo parzialmente⁴ identificabili in contabilità sulla base di specifici centri di costo. Da un punto di vista funzionale, i due Rami d'Azienda, ancorché potenzialmente caratterizzati da una certa autonomia funzionale, risultano, nell'ambito della realtà Columbia, fortemente legati ed interdipendenti. Non è inoltre possibile misurare e verificare le *performance* economiche dei singoli Rami d'Azienda, sulla base dei dati contabili disponibili, non risultando di fatto disponibile una vera e propria contabilità gestionale ed imponendosi così la necessità di procedere a significative "rielaborazioni" extracontabili.

Sotto il profilo funzionale, va segnalato che il Ramo Industriale comprende, salvo diversa destinazione nell'ambito della domanda di concordato, gli immobili industriali, commerciali e direzionali siti in Mirano e Salzano.

Nel Ramo Industriale, Columbia, intende, inoltre, ricompresa la parte di organizzazione aziendale che gestisce la vendita all'ingrosso dei prodotti finiti e lo smaltimento dell'inventario presso i due Outlet della Società, ubicati a Salzano e Riva del Garda.

Per contro, il Ramo Commerciale si occupa di collocare presso i negozi al dettaglio e vendere al pubblico "*retail*" i capi realizzati e forniti dal Ramo Industriale.

* * *

Restano espressamente esclusi dall'oggetto della presente valutazione peritale, in quanto non compresi nei Rami d'Azienda o stimati da altri soggetti, le seguenti voci:

⁴ La contabilità Columbia attribuisce a specifici centri di costo i soli dati relativi ai punti vendita "diretti". Con riferimento ai punti vendita "affiliati" risultano immediatamente identificabili i costi/ricavi di locazione/affitto di ramo d'azienda. Le vendite di tali punti vendita sono rappresentate in contabilità tra i ricavi generati a seguito delle vendite agli operatori "affiliati". In alcuni casi la Società dispone dei dati di ricavo del singolo punto vendita "affiliato" in quanto periodicamente comunicati dall'operatore "affiliato" stesso.

- a) i beni immobili della Società, tenuto conto delle stime già effettuate dal Geometra Giovanni Zulian e della possibilità di dismettere gli immobili separatamente dall'azienda o dai rami d'azienda;
- b) tutti i crediti e le disponibilità liquide, con esclusione dei soli depositi cauzionali attivi relativi ai contratti di locazione di pertinenza del Ramo Commerciale;
- c) tutti i debiti e le passività; compresi anche i debiti relativi al personale dipendente in essere alla data di deposito della Domanda, nonché quelli maturati e maturandi in corso di procedura sia in capo a Columbia sia in capo a DNA S.r.l.;
- d) le giacenze presenti a magazzino, intendendosi:
 - i) sia quelle esistenti presso i vari punti vendita (diretti ed affiliati) alla data di effetto del contratto di affitto d'azienda DNA S.r.l.;
 - ii) sia quelle esistenti presso il magazzino di Salzano e gli outlet;
 - iii) sia quelle movimentate in corso di procedura ed esistenti alla data odierna.

Rimane escluso dal perimetro aziendale di Columbia anche il marchio "and", il quale risulta di proprietà della società Ape Di Mir S.r.l., socio di Columbia, concesso in uso a Columbia sulla base di specifico contratto di royalty⁵.

Posto che il perimetro dei due rami d'azienda dedotti nella valutazione è stato definito dalla Società, il sottoscritto estimatore, ottenute le necessarie informazioni dai responsabili della stessa, ha verificato che gli elementi attivi e passivi ed i rapporti oggetto di valutazione costituissero un complesso organizzato, coordinato e funzionante di fattori produttivi; ha verificato, inoltre, che ciascuno dei due rami aziendali fosse comprensivo di tutti gli elementi essenziali all'esercizio delle rispettive attività cui i rami sono funzionalmente destinati.

2.1 Finalità dell'incarico

La Società in data 26 settembre 2016 ha depositato presso il Tribunale Ordinario di Venezia domanda di concordato preventivo "con riserva", ai sensi degli articoli 160 e 161, sesto comma, della L.F.

⁵ Si precisa a tale riguardo che i valori addebitati a Columbia a titolo di royalty risultano nel periodo 2015-2016 molto contenuti e pari ad euro 38.000 medi, pari a circa lo 0,4% dei ricavi complessivi.

Il Tribunale, con decreto del 27 settembre 2016 (depositato in cancelleria il 30 settembre 2016) ha concesso il termine di 120 giorni, successivamente prorogato di 60 giorni, per la presentazione della proposta, il piano e la documentazione integrativa della Domanda di concordato preventivo.

Sulla base della Domanda e della documentazione esaminata in corso di incarico, la procedura di concordato preventivo prospettata si qualifica come “mista” prevedendo da un lato la continuazione dell’attività d’impresa (diretta o indiretta) sia di tipo liquidatorio prevedendo la dismissione di *asset* ritenuti non strategici.

Nell’ambito del contratto di affitto del Ramo Commerciale risulta, inoltre, già formalizzata da parte di DNA S.r.l. una proposta di acquisto del medesimo ramo per l’importo di euro 300.000.

Inoltre, risulta in corso di formalizzazione, sempre da DNA S.r.l., un’offerta d’acquisto anche per il Ramo Industriale, che manifesterà pertanto il proprio interesse ad acquistare l’azienda nel suo complesso.

Le offerte d’acquisto pervenute risultano fondate sulla continuità dell’attività dei due rami d’azienda interessati.

Il presente elaborato peritale è predisposto, pertanto, al fine di verificare il valore dell’Azienda e dei suoi rami nell’ambito della procedura di concordato preventivo proposta da Columbia.

Il sottoscritto ha ritenuto di procedere nel modo che segue:

- a) è stato preliminarmente verificato il valore “in continuità” dell’azienda nel suo insieme, cercando al contempo di effettuare alcune valutazioni sul valore “in continuità” dei singoli rami;
- b) è stato successivamente verificato il valore dell’azienda e anche dei singoli dei singoli rami in un’ottica prettamente “liquidatoria”.

3. Documentazione esaminata

Il sottoscritto ha preso visione di varia documentazione fornita dalla Società e da DNA S.r.l. per il tramite del dott. Massimo dalla Bona. Sono stati inoltre effettuati alcuni accessi

presso la sede di Columbia al fine di acquisire ulteriori informazioni e documenti di dettaglio⁶.

Si è cercato anche di approfondire la conoscenza di taluni accadimenti e dati della gestione aziendale riflessi in contabilità, ma non conoscibili con sufficiente analiticità attraverso le scritture contabili.

Nel prosieguo del documento si avrà modo di dare conto della documentazione esaminata e, di volta in volta, utilizzata ai fini delle analisi qui svolte; qui di seguito, tuttavia, si elenca la documentazione maggiormente significativa tra quella utilizzata e che costituisce, in larga misura, “dotazione routinaria” del professionista chiamato ad effettuare una stima del valore economico di un’azienda ovvero di un ramo d’azienda:

- 1) Bilancio CEE al 31/12/2013;
- 2) Bilancio CEE al 31/12/2014;
- 3) Bilancio di verifica al 31/12/2015;
- 4) Bilancio CEE al 31/12/2015;
- 5) Bilancio di verifica al 31/12/2016 provvisorio elaborato in data del 12/09/2016;
- 6) Prospetto affitti passivi immobili dei punti vendita direttamente gestiti da Columbia S.p.A.;
- 7) Portafoglio ordini storico anni 2015 e 2016;
- 8) Prospetto ripartizione ricavi anni 2015 e 2016 di Columbia S.p.A. per singoli punti vendita;
- 9) Prospetto riassuntivo rimanenze finali al 27/09/2016;
- 10) Dettaglio debiti verso fornitori al 31/12/2016;
- 11) Contratto di licenza marchio “And” con Happy Days S.r.l. (oggi Ape Di Mir S.r.l.);
- 12) Contratto di affitto d’azienda e contestuale obbligo irrevocabile di acquisto tra Columbia S.p.A. e DNA S.r.l. del 09/09/2016;
- 13) Contratto di conferimento del ramo d’azienda di Ape di Mir S.r.l. e dell’intera azienda di BG S.r.l.;
- 14) File conto “economico DNA per perizia”;

⁶ Nel seguito, ogni riferimento alla documentazione o alle informazioni fornite dalla Società si intenderà, pertanto, riferito anche alla documentazione ed alle informazioni acquisite direttamente dal dott. Massimo dalla Bona.

- 15) principali contratti di affitto d'azienda ai soggetti "affiliati";
- 16) principali contratti di locazione in essere per i singoli punti vendita;
- 17) contratto di somministrazione tra DNA S.r.l. e Columbia;

In considerazione dei tempi a disposizione per l'effettuazione delle verifiche e redazione del presente elaborato, si evidenzia che non è stato possibile, in quanto non richiesto nell'ambito del conferimento dell'incarico, effettuare una verifica analitica e puntuale della documentazione contabile e contrattuale messa a disposizione dalla Società, anche al fine di verificare la presenza di eventuali criticità connesse ai contratti di locazioni e di affitto d'azienda in essere o la libera cedibilità dei singoli beni dell'azienda. Il sottoscritto è stato, in particolare, informato dalla Società che tutti i contratti di locazione del Ramo Commerciale risultano correttamente adempiuti da Columbia e DNA S.r.l. e che non sono intervenute risoluzioni oltre a quelle già sopra segnalate.

4. Affidabilità delle informazioni utilizzate

L'incarico di valutazione non implica una formale attestazione della veridicità e dell'attendibilità delle informazioni e dei dati ricevuti dall'impresa, né una revisione contabile su di essi, né un giudizio professionale sull'adeguatezza del sistema di controllo interno e di reporting.

Tuttavia, secondo la migliore prassi, è stata esaminata la documentazione aziendale sottoponendola ad un esame critico al fine di pervenire al convincimento che la "base documentale" non presenti chiari ed evidenti indici di inattendibilità e sia quindi idonea a essere posta alla base della valutazione.

Dall'esame condotto non sono emersi elementi di criticità tali da destituire di fondatezza il sistema amministrativo-contabile nonché l'affidabilità dello stesso a rappresentare in modo corretto i fatti di gestione.

Sulla scorta delle considerazioni svolte, lo scrivente estimatore ritiene di poter fare affidamento sui dati contabili e sulle informazioni fornite nei limiti e per le finalità che essi rivestono nell'ambito della presente relazione di stima.

5. Limiti della valutazione

Il sottoscritto estimatore significa quanto segue:

1. come meglio si vedrà nel seguito, l'attuale configurazione societaria ed aziendale della Società e del gruppo cui fa parte, è frutto di una serie di operazioni straordinarie che hanno riorganizzato e riallocato alcune linee di business o componenti dell'attuale compendio aziendale riconducibile a Columbia; l'attuale configurazione dei punti vendita "diretti" (ricompresi nel Ramo Commerciale) è frutto delle operazioni di conferimento di rami d'azienda perfezionate nel 2014 che hanno favorito l'accentramento in capo a Columbia della rete di vendita (prima suddivisa fra più società del gruppo); con effetto dal 12 settembre 2016, come già anticipato, il Ramo Commerciale risulta trasferito da Columbia a DNA S.r.l.; ne consegue che l'analisi dei dati storici del Ramo Commerciale è limitata all'esercizio 2015 ed ai primi 9 mesi del 2016; sulla base dei dati forniti da DNA S.r.l. è stata comunque ricostruita la gestione economica del Ramo Commerciale, pur considerando che la stessa non rappresenta in ogni caso l'andamento effettivo relativo all'anno 2016 della gestione del Ramo Commerciale, in quanto i dati contabili risultano inevitabilmente inficiati dalle scelte di natura gestionale e commerciale conseguenti agli accordi tra Columbia e DNA S.r.l., specie con riguardo ai "prezzi di trasferimento" concordati fra quest'ultime;

2. allo stesso modo i dati economici del Ramo Industriale fino al 12 settembre 2016 non considerano i "marginetti interni" implicitamente realizzati dalla gestione industriale nel momento in cui i beni da commercializzare vengono trasferiti al punto vendita diretto, tenuto conto che si tratta di un mero "passaggio interno" dell'azienda;

3. è opportuno poi evidenziare che solo dal 12 settembre 2016 la società DNA S.r.l. acquisita da Columbia i beni da commercializzare nei punti di vendita "diretti";

4. i punti di vendita "affiliati", invece, hanno da sempre acquistato da Columbia ed hanno continuato a farlo anche successivamente al 12 settembre 2016;

5. non risulta un'adeguata contabilità gestionale che renda immediatamente identificabili i due Rami d'Azienda e ne renda verificabili le relative *performance*;

6. non tutti i punti vendita "affiliati" risultano collegati al sistema gestionale aziendale e pertanto per alcuni di essi è stato necessario effettuare delle rielaborazioni di dati, con il supporto della Società, al fine di individuare i dati di ricavo di pertinenza del singolo punto vendita;

7. i dati contabili 2016 devono essere in ogni caso considerati come provvisori e potenzialmente soggetti a variazioni, non essendo ancora definito il bilancio 2016, anche in considerazione dell'attenzione posta dall'ufficio amministrativo di Columbia alla predisposizione posta al completamento della domanda di concordato preventivo ed alla situazione contabile di riferimento della stessa;

8. infine, i sistemi contabili di Columbia, seppur orientati all'analiticità delle rilevazioni e delle informazioni, da un punto di vista prettamente gestionale risultano carenti, comportando la necessità di importanti e significative rielaborazioni Excel fornite dal dott. Massimo Dalla Bona, sulle quali il sottoscritto ha fatto completo affidamento;

9. in considerazione del contesto in cui è redatta la presente relazione ed in cui dovranno essere ceduti i rami d'azienda o l'azienda o i singoli beni (concordato preventivo), non è stata effettuata alcuna valutazione in merito a rischi e passività potenziali;

10. la valutazione, inoltre, si basa su elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili; pertanto non si tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria (variazioni significative nella normativa societaria/fiscale; catastrofi naturali/sociali/politiche; ed eventi simili);

11. il ristretto margine di tempo disponibile ha reso necessarie talune semplificazioni di stima; tali semplificazioni, tuttavia, non intaccano la validità delle valutazioni cui si è pervenuti che, anche in considerazione delle finalità cui la perizia è preordinata, sono improntate alla massima prudenza;

12. rilievi, accertamenti e stime, per concordata utilità operativa, debbono intendersi riferiti alla data di riferimento del presente elaborato, ove non diversamente specificato;

13. lo scrivente perito dichiara, infine, di essere indipendente dalla società mandante, il cui business è oggetto di valutazione, di essere indipendente dai soggetti proponenti le offerte di acquisto e di non aver alcun interesse diretto e/o indiretto in eventuali operazioni riguardanti il "bene" periziato.

6. Breve storia e descrizione della società

Si ritiene opportuno riportare, in sintesi, alcune note di carattere storico della Società.

Columbia S.p.A. rappresenta un'azienda storica del Miranese, operante sin dal 1981 nel settore della produzione e commercializzazione, all'ingrosso ed al dettaglio, di articoli di abbigliamento, e specialmente di camice. La società commercializza capi d'abbigliamento a marchio "and", in qualità di licenziataria in forza di contratto di licenza con la società controllante Ape Di Mir S.r.l.

Come già anticipato, l'attività d'impresa è esercitata presso la sede di Mirano e quella secondaria di Salzano, ove sono concentrate l'attività di ideazione, disegno e progettazione delle linee di abbigliamento, l'organizzazione e la gestione della rete vendita, la gestione amministrativa e contabile e dove è ubicato il magazzino. La produzione è esternalizzata e demandata ad un network di laboratori esterni, prevalentemente localizzati in Romania.

Come già anticipato, l'attuale struttura organizzativa del gruppo deriva da un'operazione di conferimento di rami d'azienda posta in essere con lo scopo di implementare un progetto di riorganizzazione e razionalizzazione della struttura del gruppo. In particolare, l'Assemblea Straordinaria di Columbia S.p.A., con adunanza del 10 dicembre 2014⁷, ha ricevuto in conferimento dalla società APE DI MIR S.r.l. e dalla società BG S.r.l. due rami d'azienda già gestiti dalle medesime. Per effetto del conferimento, APE DI MIR S.r.l., già socio totalitario di Columbia S.p.A., ha visto ridurre la propria partecipazione al capitale di quest'ultima, raggiungendo l'attuale interessenza del 98,5%) mentre BG S.r.l. ha acquisito una partecipazione al capitale sociale di Columbia S.p.A. pari al residuo 1,5%.

BG S.r.l. ha successivamente mutato denominazione sociale in "DNA S.r.l."

I compendî aziendali ricevuti in conferimento da Columbia S.p.A. comprendevano i negozi di vendita al dettaglio – prima gestiti dalla controllante APE DI MIR S.r.l.

In data 9 settembre 2016, in vista della successiva formulazione della proposta di concordato preventivo di cui alla procedura in oggetto, Columbia S.p.A. ha stipulato con il socio di minoranza DNA S.r.l. un "*Contratto di Affitto di Azienda e contestuale Obbligo Irrevocabile di Acquisto*"⁸.

⁷ Verbalizzata dal notaio Roberto Paone di Camposampiero con atto avente repertorio n. 96521.

⁸ Atto registrato il 15 settembre 2016 presso l'ufficio dell'Agenzia delle Entrate di Padova 2 al n. 14759/Serie "AT".

La rete vendita è concentrata in Italia per il 95%; la Società opera in misura molto limitata con l'estero.

7. Performance storiche della Società e prospettive di risanamento

Senza alcuna pretesa di completezza, si ritiene opportuno riportare una sintetica analisi dei dati storici della Società⁹, al fine di fornire un quadro dell'andamento della gestione aziendale.

I dati sono riscavati dai bilanci della società estratti dal Registro delle Imprese¹⁰.

| Bilancio non consolidato | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|
| | EUR | EUR | EUR | EUR | EUR |
| | 12 mesi | 12 mesi | 12 mesi | 12 mesi | 12 mesi |
| Ricavi delle vendite | 9.743.203 | 8.790.646 | 9.047.478 | 10.304.010 | 13.522.956 |
| EBITDA | -534.495 | -720.564 | -644.234 | -329.605 | 479.526 |
| Utile Netto | -1.579.910 | -1.483.910 | -2.222.347 | -1.763.156 | -546.751 |
| Totale Attività | 14.629.239 | 15.632.166 | 15.618.192 | 17.390.334 | 20.214.196 |
| Patrimonio Netto | 4.301.476 | 5.881.384 | 6.615.294 | 7.454.945 | 9.218.101 |
| Posizione finanziaria netta | 1.416.885 | 885.749 | 659.153 | 500.986 | 1.100.046 |
| EBITDA/Vendite (%) | -5,24 | -8,00 | -6,94 | -3,12 | 3,47 |
| Redditività delle vendite (ROS) (%) | -12,20 | -14,50 | -21,06 | -14,42 | -2,98 |
| Redditività del totale attivo (ROA) (%) | -8,51 | -8,36 | -12,53 | -8,77 | -2,04 |
| Redditività del capitale proprio (ROE) (%) | -36,73 | -25,23 | -33,59 | -23,65 | -5,93 |
| Debt/Equity ratio | 0,34 | 0,15 | 0,10 | 0,07 | 0,13 |
| Debiti v/banche su fatt. (%) | 13,91 | 9,89 | 7,25 | 4,93 | 8,43 |
| Debt/EBITDA ratio | -2,70 | -1,24 | -1,04 | -1,58 | 2,43 |
| Rotaz. cap. investito (volte) | 0,67 | 0,56 | 0,58 | 0,59 | 0,67 |
| Dipendenti | 93 | 55 | 58 | 68 | 65 |

Il prospetto sopra riportato evidenzia con chiarezza come Columbia abbia registrato un costante e significativo calo dei ricavi negli ultimi anni, con una contrazione che nel periodo 2011-2015 pari al -28% (la riduzione delle vendite, in verità, risale al 2009, anno in cui i ricavi delle vendite si attestavano ad euro 14.924.613 rispetto ai 18.182.574 dell'esercizio

⁹ Si rimanda alle considerazioni riportate al paragrafo 5 in ordine alla non perfetta comparabilità dei dati di bilancio 2015 della Società con quelli degli esercizi precedenti.

¹⁰ Anche tale aspetto rappresenta di per sé un limite all'analisi condotta, tenuto conto delle limitate informazioni di dettaglio disponibili.

precedente). L'apparente incremento dei ricavi 2015 risulta determinato esclusivamente dalle operazioni di conferimento più volte citate.

Al calo del fatturato si è accompagnato anche un altrettanto significativo peggioramento della redditività delle vendite (-12,20% nel 2015), avendo la Società tentato di fronteggiare la crisi della domanda senza intervenire con radicali revisioni dei costi fissi di struttura, fra cui il costo del personale.

E' opportuno rilevare che i dati di bilancio dell'esercizio 2015 risentono dell'operazione di concentrazione aziendale posta in essere nel corso dello stesso esercizio e riflettono pertanto i due conferimenti di ramo d'azienda in favore di Columbia S.p.A. (ciò spiega, fra l'altro, l'incremento del numero di dipendenti della Società da 55 unità a 93 unità¹¹).

La Società, allo scopo di sostenere l'attività degli affiliati e dei clienti terzi (e mantenere la forza e diffusione della propria rete di vendita), ha in questi anni di crisi favorito gli affiliati e i punti vendita in gestione a terzi facendosi in molti casi carico del rischio di magazzino.

Infatti, i clienti che per contratto si sono impegnati ad acquistare i prodotti da commercializzare esclusivamente da Columbia, beneficiano di meccanismi di rientro dell'invenduto (molti accordi commerciali con clienti terzi prevedono accordi di reso -parziale o totale - dell'invenduto). Di conseguenza, una voce significativa di costo della Società è rappresentata dalla voce "resi", la quale viene movimentata in maniera rilevante, in prossimità del termine delle stagioni autunno / inverno ("AI") e primavera / estate ("PE")¹².

L'analisi dei dati storici evidenzia le seguenti performance in termini di indici:

| Bilancio non consolidato | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | EUR | EUR | EUR | EUR | EUR |
| | 12 mesi | 12 mesi | 12 mesi | 12 mesi | 12 mesi |

Indici della gestione corrente

| | | | | | |
|---------------------------------|------|------|------|------|------|
| - Rotaz. cap. investito (volte) | 0,67 | 0,56 | 0,58 | 0,59 | 0,67 |
|---------------------------------|------|------|------|------|------|

¹¹ L'incremento, infatti, non è dovuto all'assunzione di nuovo personale bensì al trasferimento delle risorse umane operanti all'interno delle aziende conferite).

¹² Questa politica aziendale, se da un lato ha consentito alla Società di assicurare stabilità al proprio network di vendita, dall'altro ha inevitabilmente accresciuto la rischiosità del modello di business aziendale, quanto meno sotto il profilo del margine delle vendite. Columbia, infatti, gestisce i "resi" mediante politiche di vendite con forti sconti nell'ambito degli outlet o mediante "svendite promozionali" per il tramite di uno o più punti vendita di volta (in particolare quello di Bologna, che presenta la maggior incidenza di sconti). Si ritiene tuttavia che la politica aziendale non si discosti dalla prassi del settore.

| | | | | | |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|
| - Rotaz. cap. cir. lordo (volte) | 1,10 | 0,91 | 0,89 | 0,89 | 0,97 |
| - Incidenza circolante operativo | 55,64 | 53,65 | 54,98 | 61,96 | 62,20 |
| - Giac. media delle scorte (gg) | 100,24 | 67,04 | 59,32 | 56,73 | 57,16 |
| - Giorni copertura scorte (gg) | 310,24 | 174,59 | 160,92 | 166,65 | 161,73 |
| - Durata media dei crediti al lordo IVA (gg) | 179,57 | 230,91 | 225,18 | 237,08 | 233,30 |
| - Durata media dei debiti al lordo IVA (gg) | 90,99 | 123,25 | 106,73 | 91,30 | 83,42 |
| - Durata Ciclo Commerciale (gg) | 398,82 | 282,25 | 279,38 | 312,43 | 311,61 |

La sintetica analisi per indicatori, unitamente ai dati economici, evidenzia un contesto economico e finanziario fortemente disequilibrato.

Sulla base dell'analisi interna condotta dalla Società è stato individuato un conto economico "pro-forma" dei due rami d'azienda sopraesposti. L'analisi è stata consegnata solo con riferimento all'esercizio 2015 che, per quanto detto sopra, rappresenta l'esercizio che accoglie in capo a Columbia tutta l'attività commerciale ed industriale del gruppo.

Si riporta nel seguito una prospetto riepilogativo dei dati economici 2015 "splittati"¹³ con evidenziazione dei risultanti indicativamente imputabili a ciascun ramo. La colonna "retail" si riferisce al Ramo Commerciale, la colonna "wholesale" si riferisce al Ramo Industriale.

¹³ Il termine non è casuale, risultando di fatto essere stato utilizzato un approccio simile a quello previsto dal c.d. metodo "profit split". Nel caso di Columbia, tuttavia, non risulta valorizzato il "margine delle vendite" che il Ramo Industriale ha "effettuato" nei confronti del Ramo Commerciale. Tale carenza rende pertanto del tutto indicativa la redditività del Ramo Commerciale, indicato in tabella come "retail".

| | 2015 | | RETAIL | | WHOLESALE | |
|------------------------|-------------|------|-----------|------|-----------|------|
| VENDITE LORDE | 11.717.464 | 120% | | | | |
| SCONTI | - 1.973.971 | -20% | | | | |
| VENDITE NETTE | 9.743.493 | 100% | 2.689.282 | 100% | 7.054.211 | 100% |
| COSTO DEL VENDUTO | 4.797.709 | 49% | 832.810 | 31% | 3.964.900 | 56% |
| PRIMO MARGINE | 4.946.784 | 51% | 1.856.472 | 69% | 3.089.312 | 43% |
| PROVVIGIONI AGENZIA | 307.115 | 3% | | 0% | 307.115 | 4% |
| TRASPORTI | 85.557 | 1% | 30.000 | 1% | 55.557 | 1% |
| MARGINE DI CONTRIB | 4.553.112 | 47% | 1.826.472 | 68% | 2.726.640 | 39% |
| ADVERTISING | 285.039 | 3% | 467 | 0% | 284.572 | 4% |
| CANONI DI AFFITTO | 542.018 | 6% | 462.262 | 17% | 79.755 | 1% |
| COSTI DEL PERSONAL | 2.892.076 | 30% | 1.097.406 | 41% | 1.794.670 | 25% |
| | | 0% | | 0% | | 0% |
| SPESE GENERALI | 859.727 | 9% | 137.663 | 5% | 722.064 | 10% |
| EBITDA | 257.49 | 0% | 128.674 | 5% | 154.423 | 2% |
| AMMORTAMENTI | 608.961 | 6% | | 0% | 608.961 | 9% |
| PERDITE SU CREDITO | 101.394 | 1% | | 0% | 101.394 | 1% |
| RISULTATO OPERATIV | 786.104 | 8% | 128.674 | 5% | 864.778 | 12% |
| (PROV)/ONERI FINANZI | 81.306 | 1% | 20.718 | 1% | 60.588 | 1% |
| ROYALTIES (IC) | 34.833 | 0% | | 0% | 34.833 | 0% |
| COSTI/(RICAVI) STRAORD | | 0% | | 0% | 0 | 0% |
| RISULTATO ANTE IMP | 852.243 | 9% | 107.956 | 4% | 960.196 | 14% |

Come detto i dati suindicati devono ritenersi meramente indicativi in quanto:

- sono il frutto di una rielaborazione interna della Società, non verificata dal sottoscritto;
- non corrispondono ai dati di bilancio 2015, che registrano un risultato negativo netto di oltre euro 1,5 mln;
- non risultano adeguatamente allocati tra i due rami i costi generali (anche pro quota) e gli ammortamenti.

Si ritiene comunque utile un sommario esame del prospetto suindicato al fine di evidenziare una situazione di fisiologica perdita per entrambe i rami aziendali. Basterebbe infatti rivedere il costo del venduto "allocato" nel Ramo Commerciale ed imputare a tale ramo anche una minima quota di costi generali e ammortamenti, per azzerare il risultato apparentemente positivo generato dal Ramo Commerciale.

Con riferimento ai dati 2016¹⁴ non risultano disponibili analisi di dettaglio "per ramo".

¹⁴ Si ricorda che tali dati, alla data di riferimento della presente perizia, sono provvisori.

Inoltre, anche i dati contabili cumulati di Columbia non sono comparabili con quelli del 2015 senza una preventiva rielaborazione dei medesimi al fine di considerare la quota parte di gestione del Ramo Commerciale “trasferita” in capo a DNA S.r.l.

Con l'ausilio della Società, sulla base dei dati provvisori 2016 di Columbia e DNA S.r.l., è stato ricavato il conto economico “pro – forma” 2016 aggregato dell'azienda.

Le rimanenze di magazzino sono state rilevate, sulla base dei dati forniti dalla Società, quale voce di “rettifica”, in quanto non ancora contabilizzate da Columbia S.p.A.; mentre risultavano già rilevate nella contabilità di DNA S.r.l.

L'analisi di tale conto economico “pro- forma” evidenzia comunque informazioni significative per una valutazione dell'andamento economico dell'azienda, nel suo complesso.

Il risultato di tale “rielaborazione contabile” è il seguente:

| Gruppo | Masro | COLUMBIA | COLUMBIA | NDA 2016 | SOMMA | |
|---------------------------------------|--|-------------------|------------------|-------------------|------------------|------------------|
| | | 2016 | 2016 | | AGGREGAZIONE | 2016 |
| 05 - RICAVI | | 10.960.288 | 9.925.162 | -1.548.132 | 2.418.865 | 9.054.430 |
| | 0501 - VENDITE PRODUZIONE PRINCIPALE | 7.210.920 | 7.295.128 | - 214.163 | 836.909 | 6.672.382 |
| | 0502 - VENDITE VARIE | 36.373 | 69.755 | - | - | 69.755 |
| | 0505 - PROVENTI OPERATIVI | 16.348 | 39.836 | 0 | - | 39.836 |
| | 0506 - DIFFERENZE DI CAMBIO ATTIVE | 51 | 347 | - | - | 347 |
| | 0507 - PROVENTI FINANZIARI | 119 | 395 | 23 | - | 418 |
| | 0508 - PROVENTI DIVERSI | 47.140 | 50.071 | 29 | - | 50.100 |
| | 0520 - VARIAZIONI RIMANENZE | 713.778 | - | 538.545 | 1.310.453 | 771.908 |
| | 0501100 - VENDITE NEGOZI DIRETTI | 2.198.750 | 1.584.518 | 687.482 | - | 2.272.000 |
| | 0501 - VENDITE OUTLET | 297.442 | 346.815 | - | - | 346.815 |
| | 0505001 - FITTI ATTIVI | 439.357 | 539.297 | 107.890 | 271.503 | 374.684 |
| 06 - ACQUISTI | | 3.763.495 | 2.744.352 | 872.163 | 825.876 | 2.790.639 |
| | 0601 - ACQUISTI MATERIE PRIME E DIV. | 3.763.495 | 2.744.352 | - | - | 2.744.352 |
| | 0601002 - ACQUISTI ACCESSORI | - | - | 64.348 | 30.232 | 34.116 |
| | 0601002 - ACQUISTI PRODOTTI FINITI | - | - | 807.816 | 795.645 | 12.171 |
| 07 - SPESE PER LA PRODUZIONE | | 1.747.992 | 1.510.992 | | | 1.510.992 |
| | 0701 - SPESE PER LA PRODUZIONE | 1.747.992 | 1.510.992 | - | - | 1.510.992 |
| 08 - DISTRIBUZIONI E TRASPORTI | | 120.390 | 131.518 | | | 131.518 |
| | 0801 - DISTRIBUZIONI E TRASPORTI | 85.557 | 91.066 | - | - | 91.066 |
| | 0802 - ROYALTIES PASSIVE | 34.833 | 40.452 | - | - | 40.452 |
| 09 - PROVVISORII | | 299.461 | 339.011 | | 11.033 | 327.979 |
| | 0901 - PROVVISORII | 299.461 | 339.011 | - | 11.033 | 327.979 |
| 10 - SPESE PUBBLICITA' | | 305.599 | 212.552 | 6.033 | | 218.585 |
| | 1001 - SPESE DI PUBBLICITA' | 305.599 | 212.552 | 6.033 | - | 218.585 |
| 11 - COSTO DEL LAVORO | | 2.892.277 | 2.376.694 | 362.455 | | 2.738.149 |
| | 1102 - ONERI PER IMPIEGATI | 2.477.354 | 1.990.111 | 362.455 | - | 2.352.566 |
| | 1103 - ONERI PER OPERAI | 295.395 | 262.224 | - | - | 262.224 |
| | 1104 - ONERI PER COLLAB. COORD.E CONT. | 119.529 | 123.359 | - | - | 123.359 |
| 12 - AMMORTAMENTI | | 608.961 | | | 502.787 | 502.787 |
| | 1201 - AMMORTAMENTI ORDINARI | 524.731 | - | - | 502.787 | 502.787 |
| | 1203 - AMMORTAMENTO IMMOBILIZ. IMMAT. | 84.230 | - | - | - | - |
| 13 - ALTRE SPESE GENERALI | | 1.211.340 | 930.945 | 70.611 | | 1.001.456 |
| | 1301 - CONSULENZE | 195.756 | 236.631 | 14.167 | - | 250.798 |
| | 1302 - SPESE DI MANUTENZIONE | 157.325 | 131.109 | 8.704 | - | 139.813 |
| | 1303 - SESE DI VIGILANZA E SICUREZZA | 3.300 | 18.383 | 90 | - | 18.473 |
| | 1304 - CONSULENZE STILISTICHE | 22.662 | 13.351 | - | - | 13.351 |
| | 1305 - CANONI E SERVIZI DIVERSI | 21.075 | 21.221 | - | - | 21.221 |
| | 1306 - AMMINISTRATORI E SINDACI | 429.393 | 226.175 | - | - | 226.175 |
| | 1308 - ALTRI COSTI E SPESE GENERALI | 195.314 | 118.249 | 30.007 | - | 148.256 |
| | 1309 - ASSICURAZIONI | 13.800 | 38.842 | 4.622 | - | 43.464 |
| | 1310 - SPESE TELEFONICHE E POSTALI | 40.033 | 38.992 | 3.216 | - | 42.208 |
| | 1311 - SPESE VIAGGIO E RAPPRESENTANZ. | 55.559 | 45.432 | 5.368 | - | 50.800 |
| | 1312 - ACQ. CANCELLERIA E MATER. VARI | 76.923 | 42.559 | 4.338 | - | 46.897 |
| 14 - ALTRI COSTI OPERATIVI | | 1.160.214 | 1.109.252 | 271.796 | 271.503 | 1.109.545 |
| | 1401 - ACCANTONAMENTI | 108.848 | 7.838 | - | - | 7.838 |
| | 1402 - FITTI PASSIVI | 984.702 | 1.024.648 | 269.815 | 271.503 | 1.022.960 |
| | 1403 - IMPOSTE INDIRETTE E TASSE | 66.663 | 76.766 | 1.981 | - | 78.747 |
| 15 - DIFFERENZE CAMBIO PASSIVE | | 24.946 | 16.042 | | | 16.042 |
| | 1501 - DIFFERENZE CAMBIO PASSIVE | 24.946 | 16.042 | - | - | 16.042 |
| 16 - ONERI FINANZIARI | | 28.326 | 44.136 | 2.626 | | 46.762 |
| | 1601 - ONERI FINANZIARI | 28.326 | 44.136 | 2.626 | - | 46.762 |
| 17 - ONERI DIVERSI | | 27.294 | 185.742 | | | 185.742 |
| | 1701 - ONERI DIVERSI | 27.294 | 185.742 | - | - | 185.742 |
| 18 - IMPOSTE SUL REDDITO | | 349.901 | 953.000 | | | 953.000 |
| | 1801 - IMPOSTE SUL REDDITO | 349.901 | 953.000 | - | - | 953.000 |
| Totale complessivo | | 1.579.911 | 628.075 | 37.451 | 1.813.240 | 2.478.765 |

Anche in questo caso è opportuno evidenziare che il risultato della gestione DNA S.r.l., riferito peraltro al solo periodo 12 settembre 2016 – 31 dicembre 2016, risulta influenzato positivamente dal fatto che il costo di acquisto dei prodotti da Columbia avviene a valori inferiori a quelli mediamente applicati dal Ramo Industriale ai clienti terzi. Il conto economico provvisorio di DNA S.r.l. risulta riferito ad un periodo limitato di tempo e potrebbe non tenere adeguatamente conto di costi di gestione della rete commerciale, degli ammortamenti e di altre voci di costo di pertinenza del ramo stesso.

I dati provvisori DNA S.r.l. evidenziano, tuttavia, un sostanziale equilibrio economico della gestione.

È interessante osservare come, a livello di ricavi (dati evidenziati in giallo) il 2016¹⁵ registra, nel dato complessivo, una flessione negativa complessiva di euro 382 mila (-4% rispetto al 2016). Tale variazione negativa è frutto di due *trend* differenti dei due rami aziendali:

- +3% (euro 73 mila) delle vendite dirette (riconducibili al Ramo Commerciale in quanto il dato comprende esclusivamente le vendite dei punti vendita “diretti”);
- +17% (euro 49 mila) delle vendite “outlet”;
- -7% (-euro 536 mila) delle vendite a clienti terzi e ad “affiliati” facenti parte del Ramo Commerciale.

Al fine di valutare l'attuale andamento economico (quanto meno in termini di vendite attese) si è ritenuto opportuno richiedere di visionare l'andamento del portafoglio ordini 2016/2017 alla data del 16 marzo 2017. Il dato evidenzia, per la stagione PE 2017 un'ulteriore riduzione dei volumi di vendita attesi¹⁶. Nel dettaglio:

| Cliente | Capi AC. | Valore AC. | Capi AP. | Valore AP. | Diff. Valore | Prezzo | Prezzo |
|--------------------------------------|----------------|------------------|----------------|------------------|---------------|--------------|--------------|
| | | | | | | medio PE2017 | medio PE2016 |
| 1082 AND - PADOVA | 3.894 | 113.371 | 3.821 | 120.452 | -5,9% | 29,11 | 31,52 |
| 4174 AND - GENOVA | 3.976 | 102.489 | 4.122 | 112.160 | -8,6% | 25,78 | 27,21 |
| 2654 AND - TRIESTE P.ZZABORSA | 2.852 | 82.617 | 2.801 | 84.742 | -2,5% | 28,97 | 30,25 |
| 4124 AND - CLUSONE | 2.398 | 72.053 | 2.453 | 76.157 | -5,4% | 30,05 | 31,05 |
| 5120 AND - CASERTA | 2.408 | 69.717 | 2.545 | 78.754 | -11,5% | 28,95 | 30,94 |
| 3830 AND - ROMA V.LE LIBIA | 2.413 | 67.898 | 2.711 | 75.704 | -10,3% | 28,14 | 27,92 |
| 3590 AND - C.C. 8 GALLERYTORINO | 2.179 | 64.838 | 2.452 | 73.675 | -12,0% | 29,76 | 30,05 |
| 3176 AND - BRUNICO | 2.209 | 64.830 | 2.103 | 62.393 | 3,9% | 29,35 | 29,67 |
| 3198 AND - CALTANISSETTA | 2.245 | 62.496 | 2.444 | 74.484 | -16,1% | 27,84 | 30,48 |
| 3491 AND - CANICATTI' | 2.221 | 61.824 | 2.437 | 74.291 | -16,8% | 27,84 | 30,48 |
| 1095 AND - ZAGREB 1 | 2.209 | 60.542 | 2.512 | 76.880 | -21,3% | 27,41 | 30,61 |
| 5121 AND - PALERMO V.RUGGERO SETTIMO | 2.081 | 58.912 | 2.709 | 81.933 | -28,1% | 28,31 | 30,24 |
| 4326 AND - POLICORO C.C.HERACLEA | 1.987 | 57.078 | 2.248 | 71.175 | -19,8% | 28,73 | 31,66 |
| 3005 AND - SIRACUSA 1 | 1.921 | 53.711 | 2.210 | 66.266 | -18,9% | 27,96 | 29,98 |
| 4481 AND - PALERMO V.ROMA | 1.946 | 53.579 | 2.359 | 72.343 | -25,9% | 27,53 | 30,67 |
| 4652 AND - MESSINA | 1.922 | 52.907 | 1.786 | 53.523 | -1,2% | 27,53 | 29,97 |
| 4139 AND - SORRENTO | 1.908 | 51.621 | 1.413 | 40.641 | 27,0% | 27,05 | 28,76 |
| 2533 AND - TRENTO | 1.793 | 51.349 | 1.677 | 51.169 | 0,4% | 28,64 | 30,51 |
| 5122 AND - CEFALU' | 1.835 | 50.830 | 2.700 | 81.809 | -37,9% | 27,70 | 30,30 |
| 2535 AND - MILANO | 3.000 | 50.408 | 3.490 | 106.093 | -52,5% | 16,80 | 30,40 |
| 737 AND - TREVISO | 2.994 | 50.354 | 3.717 | 113.125 | -55,5% | 16,82 | 30,43 |
| 2387 AND - BOLOGNA | 2.974 | 49.871 | 3.221 | 97.514 | -48,9% | 16,77 | 30,27 |
| ALTRI | 101.918 | 2.639.334 | 137.711 | 4.123.363 | -36,0% | 25,90 | 29,94 |
| TOTALE | 155.283 | 4.042.826 | 195.642 | 5.868.641 | -31,1% | 26 | 30 |

¹⁵ Dato sostanzialmente definitivo ed attendibile.

¹⁶ I dati sono complessivi, comprendendo sia le vendite dei punti vendita diretti, affiliati e clienti terzi.

Il dato più significativo del confronto PE 2017 / 2016 evidenzia una flessione dei numeri di capi. Si ritiene che tale flessione sia definitiva tenuto conto che, sulla base delle indicazioni della Società, la raccolta ordini risulta storicamente e sostanzialmente completata in ciascun esercizio già nei primi mesi dell'anno.

È opportuno segnalare che la flessione del “valore” degli ordini è imputabile, oltre alle minori quantità, ai minori prezzi a cui risultano valorizzati gli ordini relativi alle vendite DNA S.r.l.¹⁷. Normalizzando tale dato (considerando pertanto un prezzo medio a capo di euro 30) il dato rimane comunque negativo in quanto evidenzia una flessione del valore degli ordini di euro 1,2 mln (-21% rispetto alla PE 2016).

È stato altresì ritenuto opportuno esaminare i dati del portafoglio ordini 2016/2015¹⁸ della stagione la stagione AI (sostanzialmente conclusa alla data della Domanda), la quale risulta meno influenzata dall'operazione di affitto del Ramo Commerciale a DNA S.r.l. I dati evidenziano che la flessione dei ricavi è da imputare prevalentemente ad una contrazione dei capi venduti.

Nel dettaglio:

¹⁷ Prezzo medio di circa euro 16/capo contro circa euro 30/capo. Risalta infatti la flessione del “prezzo medio” registrato complessivamente e per singolo punto vendita “diretto”. Nel prospetto A.C. i ricavi sono valorizzati al medesimo prezzo utilizzato per la valorizzazione delle vendite a clienti terzi ed a “affiliati”. La flessione, ad esempio, del prezzo medio del punto vendita di Padova, pertanto è reale.

¹⁸ Leggasi “vendite lorde”, tenuto conto che la stagione 2016 è conclusa e sono in corso di completamento i rientri di beni in relazione alle clausole di reso per mancata vendita.

| Cliente | Capi A.C. | Valore A.C. | Capi A.P. | Valore A.P. | Diff. Valore | Prezzo medio AI2017 | Prezzo medio AI2016 |
|----------------------------------|----------------|------------------|----------------|------------------|-----------------|---------------------------|---------------------------|
| 1082 AND - PADOVA | 4.050 | 143.350 | 4.298 | 150.351 | -4,7% | 35,40 | 34,98 |
| 737 AND - TREVISO | 3.824 | 119.771 | 3.168 | 108.554 | 10,3% | 31,32 | 34,27 |
| 4174 AND - GENOVA | 3.523 | 107.530 | 3.839 | 111.997 | -4,0% | 30,52 | 29,17 |
| 2535 AND - MILANO | 3.223 | 103.212 | 2.922 | 98.372 | 4,9% | 32,02 | 33,67 |
| 2387 AND - BOLOGNA | 3.354 | 102.322 | 3.016 | 100.363 | 2,0% | 30,51 | 33,28 |
| 5097 AND - VICENZA | 3.041 | 98.887 | 2.791 | 95.530 | 3,5% | 32,52 | 34,23 |
| 4434 AND - BORGOMANERO | 2.553 | 84.375 | 2.715 | 86.195 | -2,1% | 33,05 | 31,75 |
| 3176 AND - BRUNICO | 2.370 | 83.593 | 2.082 | 71.849 | 16,3% | 35,27 | 34,51 |
| 3830 AND - ROMA V.LE LIBIA | 2.562 | 79.532 | 1.801 | 57.442 | 38,5% | 31,04 | 31,89 |
| 4328 AND - POLICORO C.C.HERACLEA | 2.477 | 79.317 | 2.258 | 71.960 | 10,2% | 32,02 | 31,87 |
| 5120 AND - CASERTA | 2.301 | 78.533 | 2.010 | 67.448 | 16,4% | 34,13 | 33,56 |
| 2654 AND - TRIESTE P.ZZA BORSA | 2.430 | 77.460 | 2.243 | 75.726 | 2,3% | 31,88 | 33,76 |
| 4124 AND - CLUSONE | 2.289 | 76.965 | 2.580 | 82.424 | -6,6% | 33,62 | 31,95 |
| 5170 AND - FANO | 2.225 | 75.482 | | | nd | 33,92 | nd |
| 2985 AND - PESARO | 2.382 | 75.287 | 2.702 | 91.671 | -17,9% | 31,61 | 33,93 |
| 1095 AND - ZAGREB 1 | 2.135 | 73.855 | 2.513 | 83.286 | -11,3% | 34,59 | 33,14 |
| 3491 AND - CANICATTI | 2.116 | 69.947 | 2.162 | 72.977 | -4,2% | 33,06 | 33,75 |
| 2538 AND - ALBA | 1.941 | 69.741 | 1.617 | 54.818 | 27,2% | 35,93 | 33,90 |
| 3198 AND - CALTANISSETTA | 2.133 | 69.627 | 2.193 | 73.831 | -5,7% | 32,64 | 33,67 |
| 2418 AND - BOLZANO | 2.193 | 68.572 | 2.136 | 73.031 | -6,1% | 31,27 | 34,19 |
| 3061 AND - MESTRE | 2.126 | 67.218 | 1.633 | 53.361 | 26,0% | 31,62 | 32,68 |
| 4402 AND - AOSTA | 1.949 | 67.087 | 1.961 | 63.093 | 6,3% | 34,42 | 32,17 |
| ALTRI | 109.495 | 3.575.041 | 123.475 | 4.033.464 | -11,4% | 32,65 | 32,67 |
| TOTALE | 166.692 | 5.446.703 | 176.115 | 5.777.740 | -5,7% | 33 | 33 |

Sulla base delle analisi sopra evidenziate, tenuto conto del trend negativo della stagione PE, per il 2017 è ragionevole attendersi un ulteriore calo dei volumi di vendita.

* * *

Con il supporto della Società è stata condotta un'analisi sulla struttura dei costi Columbia e del Ramo Commerciale, al fine di individuare anche le azioni di riduzione e razionalizzazione dei costi prospettate nell'ambito della procedura di concordato preventivo.

Sotto tale punto di vista, il "piano industriale" della Società risulta alquanto semplificato.

La Società non ha consegnato al sottoscritto un documento che evidenzi gli interventi previsti. Sono stati tuttavia rappresentati i seguenti prospettati interventi di riduzione di alcune voci di costo:

- riduzione e riorganizzazione dell'attuale struttura organizzativa attualmente riconducibile al Ramo Industriale, con il coinvolgimento di circa 13 addetti, prospettando un risparmio di costi (a regime) di circa euro 800 mila su base annua; allo stato tuttavia non risultano ancora definiti i relativi accordi con le organizzazioni sindacali;

- revisione di alcune voci di costo di carattere generale (*in primis* i compensi amministratori).

Sulla base delle informazioni acquisite dalla Società non sono previsti altri significativi interventi, evidenziandosi l'impossibilità, a parere della Società, di intervenire sui costi aziendali senza compromettere l'assetto operativo dell'azienda¹⁹.

Non risultando disponibile un conto economico previsionale, si è ritenuto opportuno valutare, sulla base dei dati storici disponibili, gli effetti di tali prospettati interventi, prevedendo una "normalizzazione" dei risultati 2015 e 2016, come sopra rappresentati. Tale "normalizzazione", che si fonda essenzialmente sull'assunzione che i costi oggetto di riduzione fossero potenzialmente "abbattibili" già negli esercizi precedenti, consente, a parere del sottoscritto, di rappresentare l'effetto economico di tali interventi anche in un'ottica prospettica, a parità, ovviamente, di altre condizioni.

Occorre inoltre considerare che, in un'ottica di conto economico previsionale 2017, occorrerebbe prudenzialmente prevedere un abbattimento della voce ricavi, tenuto conto che, per quanto sopra evidenziato, il 2017 evidenzia comunque (in prospettiva) un ulteriore calo delle vendite.

Sulla base di tale "approccio normalizzato" emerge che i redditi 2015 e 2016 registrano in ogni caso risultati netti negativi e *performance* aziendali del tutto insoddisfacenti. Nel dettaglio:

¹⁹ Il sottoscritto non esprime alcuna valutazione in merito agli interventi di ristrutturazione prospettati e di quelli che, eventualmente, potrebbero essere prospettati, tenuto conto dell'estraneità di tali problematiche all'oggetto dell'incarico conferito.

| Gruppo | Mastro | COLUMBIA | 2016 |
|--------------------------------|---------------------------------|----------------|----------------|
| | | 2015 | AGGREGATO |
| 05 - RICAVI | | - 10.960.286 | - 9.054.430 |
| 06 - ACQUISTI | | 3.763.495 | 2.790.639 |
| 07 - SPESE PER LA PRODUZIONE | | 1.747.992 | 1.510.992 |
| 08 - DISTRIBUZIONI E TRASPORTI | | 120.390 | 131.518 |
| 09 - PROVVIGIONI | | 299.461 | 327.979 |
| 10 - SPESE PUBBLICITÀ | | 305.599 | 218.585 |
| 11 - COSTO DEL LAVORO | | 2.892.277 | 2.738.149 |
| 12 - AMMORTAMENTI | | 608.961 | 502.787 |
| 13 - ALTRE SPESE GENERALI | | 1.211.340 | 1.001.456 |
| 14 - ALTRI COSTI OPERATIVI | | 1.160.214 | 1.109.545 |
| 15 - DIFFERENZE CAMBIO PASSIVE | | 24.946 | 16.042 |
| 16 - ONERI FINANZIARI | | 28.326 | 46.762 |
| 17 - ONERI DIVERSI | | 27.294 | 185.742 |
| 18 - IMPOSTE SUL REDDITO | | 349.901 | 953.000 |
| NORMALIZZAZIONE | | - 1.339.462 | - 1.961.670 |
| | 1102 - ONERI PER IMPIEGATI | - 805.531 | - 805.531 |
| | 1301 - CONSULENZE | - | - 50.000 |
| | 1306 - AMMINISTRATORI E SINDACI | - 213.336 | - 22.339 |
| | 1701 - ONERI DIVERSI | - 17.660 | - 171.699 |
| | 1801003 - I.R.A.P. | - | - 7.243 |
| | 1801004 - IMPOSTE ANTICIPATE | - 349.901 | - 953.000 |
| | 0508002 - SOPRAVVENIENZE ATTIVE | 46.965 | 45.142 |
| | 0508007 - PLUSVALENZE | - | 3.000 |
| | 0802001 - ROYALTIES PASSIVE | - | - |
| Totale complessivo | | 240.449 | 517.095 |

Oltre all'effetto dell'intervento di ristrutturazione (riduzione costi del personale e degli amministratori) si è tenuto conto di voci di natura non ricorrente o prettamente fiscale.

Le royalty non sono state oggetto di "normalizzazione" in quanto considerate di ammontare molto contenuto e tali da non modificare in maniera sostanziale i risultati delle analisi²⁰.

Ai fini delle analisi interne della Società, è stato elaborato un conto economico "target" cui la Società e DNA S.r.l. hanno fatto riferimento ai fini delle valutazioni funzionali alla formalizzazione delle proposte di acquisto formulate e che ritengono prudenzialmente raggiungibile nel breve periodo.

Non sono state, tuttavia, rappresentate al sottoscritto le assunzioni alla base dei volumi di ricavi e dell'evoluzione dei costi. Per quanto rappresenti un documento interno e del tutto

²⁰ Per converso non è stata effettuata alcuna valutazione in merito al valore congruo di tali royalty, tenuto conto che comunque il loro valore è strettamente connesso alle *performance* di ricavo generate da Columbia e dalla sua rete commerciale. Come già precisato in precedenza le royalty addebitate da Ape di Mir incidono a conto economico per euro 38 mila medi nel periodo 2015-2016 (pari a circa lo 0.4% sui ricavi). Anche ipotizzando una royalty dell'1% il risultato negativo risulterebbe ancor più negativo.

stimato, pare, comunque, utile riportare tale conto economico "target" al fine di verificare, quanto meno le "aspettative" della Società sia con riferimento al recupero dei volumi di ricavo che all'evoluzione dei costi.

| | WHOLESALE/OUTLET | | RETAIL | | TOTALE NUOVO REGIME | | 2015 | | DELTA 2015 NUOVO REGIME |
|--------------------------|------------------|------|-----------|------|---------------------|------|-------------|------|-------------------------------|
| VENDITE LORDE | 7.412.845 | 118% | 3.325.000 | 143% | 10.737.845 | 124% | 11.717.464 | 120% | 335.953 |
| SCONTI | - 1.105.782 | -18% | - 994.000 | -43% | - 2.099.782 | -24% | - 1.973.971 | -20% | 45.304 |
| VENDITE NETTE | 6.307.062 | 100% | 2.331.000 | 100% | 8.638.062 | 100% | 9.743.493 | 100% | -290.648 |
| COSTO DEL VENDUTO | 3.566.543 | 57% | 791.512 | 34% | 4.358.055 | 50% | 4.797.709 | 49% | -91.207 |
| PRIMO MARGINE | 2.740.520 | 43% | 1.539.488 | 66% | 4.280.007 | 50% | 4.945.784 | 51% | 665.777 |
| PROVVIGIONI AGENZIA | 300.108 | 5% | | 0% | 300.108 | 3% | 307.115 | 3% | 26.338 |
| TRASPORTI | 72.000 | 1% | | 0% | 72.000 | 1% | 85.557 | 0,9% | -3.486 |
| MARGINE DI CONTRIBUZIONE | 2.368.412 | 38% | 1.539.488 | 66% | 4.007.900 | 46% | 4.653.112 | 47% | 222.092 |
| ADVERTISING | 200.000 | 3% | | 0% | 200.000 | 2% | 285.039 | 3% | -85.039 |
| CANONI DI AFFITTO | 120.000 | 2% | 394.118 | 17% | 514.118 | 6% | 542.018 | 6% | -65.074 |
| COSTI DEL PERSONALE | 1.311.094 | 21% | 979.088 | 42% | 2.290.181 | 27% | 2.892.076 | 30% | -717.730 |
| SPESE GENERALI | 627.931 | 10% | 66.923 | 3% | 694.855 | 8% | 859.727 | 9% | -129.727 |
| EBITDA | 109.387 | 2% | 99.359 | 4% | 208.746 | 2% | 257.748 | 0% | 275.278 |
| AMMORTAMENTI | 40.000 | 1% | 60.000 | 3% | 100.000 | 1% | 608.961 | 6% | -108.961 |
| PERDITE SU CREDITO | 126.141 | 2% | | 0% | 126.141 | 1% | 101.394 | 1% | 98.606 |
| RISULTATO OPERATIVO | 68.246 | 1% | 39.359 | 2% | 17.995 | 0% | 73.104 | 3% | 785.633 |
| (PROVVISORI FINANZIARI | 40.000 | 1% | 11.903 | 1% | 51.903 | 1% | 81.306 | 1% | -31.306 |
| ROYALTIES (IC) | 31.535 | 1% | 5.828 | 0% | 37.363 | 0% | 34.833 | 0% | 6.047 |
| COSTI/(RICAVI) STRAORD | | 0% | | 0% | 0 | 0% | | 0% | 0 |
| RISULTATO ANTE IMPOSTE | 128.268 | 2% | 21.628 | 1% | 106.651 | 1% | 162.241 | 3% | 910.892 |

8. I metodi di valutazione e la loro scelta.

8.1 La nozione di capitale economico

Le ricerche economico-aziendali hanno posto in luce come il capitale di impresa costituisca un'entità astratta che si presta ad essere valutata e quantificata diversamente in relazione alle finalità che, mediante il processo valutativo, si intendono conseguire. Occorre inoltre tenere presente le informazioni disponibili e la loro attendibilità.

In estrema sintesi, la prassi distingue le seguenti configurazioni di capitale:

- il *capitale di funzionamento*, volto a misurare il patrimonio dell'azienda / ramo d'azienda sulla base dei criteri dettati dal legislatore e dalla prassi contabile per la redazione del Bilancio d'esercizio;
- il *capitale di liquidazione*, stimato in sede di cessazione dell'attività d'impresa quale differenza tra il valore di presunto realizzo delle attività e di prevista estinzione delle passività;

- il *capitale di trasformazione*, quantificato con gli stessi criteri del capitale di funzionamento nel caso di cessazione dell'azienda;
- il *capitale di trasferimento*, che configura il capitale d'impresa stimata ai fini della "cessione" del complesso aziendale.

La stima del capitale economico, entità astratta e non fondata esclusivamente su dati obiettivi e quantità-misura automaticamente determinabili, impone il ricorso a stime e ipotesi, analizzate e interpretate alla luce di fondati requisiti così sintetizzati dalla dottrina:

- razionalità: il metodo deve essere valido concettualmente e dotato di consistenza teorica;
- obiettività: il metodo deve essere concretamente applicabile ovvero fondato su dati certi o almeno notevolmente credibili;
- neutralità o generalità: il metodo deve prescindere dalle caratteristiche e dagli interessi delle parti coinvolte nella negoziazione.

Il valore cui deve addivenire il perito in sede di stima del capitale economico di un'azienda / ramo d'azienda è, quindi, un valore "generale" o "comune", contrapposto al valore "particolare" o "individualizzato", che riflette la posizione soggettiva del singolo contraente o *stakeholder*.

10.3 Le metodologie di stima del capitale economico

La dottrina e la prassi professionale hanno elaborato nel tempo molteplici metodologie di stima del valore economico di un'azienda / ramo d'azienda, le cui principali tipologie sono:

- a) valutazioni di tipo patrimoniale;
- b) valutazioni reddituali;
- c) valutazioni che esplicitano la creazione di valore;
- d) valutazioni di tipo finanziario;
- e) valutazioni comparative di mercato.

Si procede ora ad un sommario esame dei principali metodi di valutazione al fine di individuarne la compatibilità con il caso di specie.

Le valutazioni di tipo patrimoniale

Le valutazioni di tipo patrimoniale si propongono di individuare il valore effettivo del patrimonio netto aziendale, risultante dalla distinta stima a valori correnti delle singole attività e passività alla data di riferimento.

Le valutazioni patrimoniali sostanzialmente si pongono nell'ottica di una scomposizione del patrimonio aziendale con realizzo separato delle singole attività (metodica del mercato) ovvero di ricostruzione ideale del patrimonio medesimo (metodica del costo).

I metodi patrimoniali si prestano ad essere utilizzate nelle aziende a forte caratterizzazione patrimoniale (immobiliari) ovvero dove il valore coincida con gli *asset* posseduti (holding).

In presenza di disequilibrio economico il metodo patrimoniale è usato per determinare il valore degli *asset*, quale raffronto per le ipotesi di vendita atomistica dei beni ovvero di continuazione dell'attività.

Le valutazioni di tipo reddituale

I metodi reddituali si basano sull'assunto che la capacità reddituale è la grandezza che meglio descrive il valore aggregato dell'azienda, nella prospettiva che il valore dell'azienda si identifica con la sommatoria dei flussi economici che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre, a cui si aggiunge, laddove l'orizzonte temporale sia limitato, il valore finale.

Le valutazioni reddituali sono basate:

- a) nell'approccio *equity side*, sulla capitalizzazione del reddito netto distribuibile di lungo periodo dell'azienda o del ramo di azienda oggetto di stima, ad un tasso espressivo del costo-opportunità dei mezzi propri;
- b) nell'approccio *asset side*, sulla capitalizzazione del risultato operativo disponibile al netto delle imposte che pagherebbe la società se non fosse indebitata, ad un tasso pari al costo medio ponderato del capitale o del costo dei mezzi propri *unlevered* con separata valutazione dei benefici fiscali dell'indebitamento.

Le stime di tipo reddituale sono da preferire nelle situazioni aziendali stabilizzate e che sfruttano adeguatamente la loro capacità produttiva. Eventuali beni estranei al processo produttivo debbono ovviamente essere separatamente valutati mediante metodi appropriati.

L'arco temporale di proiezione dei flussi di reddito è di regola illimitato. Nel caso di aziende con radici meno solide, o operanti in settori caratterizzati da elevata variabilità dei soggetti, si usa considerare un orizzonte limitato per la stima del reddito distribuibile.

Pertanto, a seconda delle prospettive future e dei dati di cui si dispone, i metodi reddituali possono trovare applicazione secondo tre modalità di calcolo:

- i. attualizzazione del reddito medio normale atteso; tale processo corrisponde all'ipotesi di durata indefinita nel tempo del reddito atteso e si traduce in una formula valutativa che corrisponde al valore attuale di una rendita perpetua, secondo la seguente formula

$$V_e = \frac{R}{k_e}$$

dove R è il reddito netto contabile di lungo periodo e k_e è il costo dei mezzi propri;

- ii. attualizzazione del reddito medio normale atteso per un periodo definito di anni, sul presupposto della durata limitata nel tempo del reddito generato dall'azienda oggetto di valutazione; tale modalità si traduce in una formula valutativa che corrisponde al valore attuale di una rendita annua posticipata di una durata pari al numero di anni considerati;
- iii. attualizzazione dei redditi analiticamente previsti per un certo numero di anni, con l'aggiunta di un valore terminale stimato sulla base del reddito atteso al termine del periodo oggetto di previsione analitica; tale criterio si sostanzia in una combinazione delle due predette modalità (punti *i.* ed *ii.*).

Le valutazioni di tipo patrimoniale-reddituale

I metodi misti patrimoniali-reddituali – nei PIV classificati come “valutazioni che esplicitano la creazione di valore” – stimano il valore aziendale come somma di due componenti elementari, ossia:

- il valore patrimoniale delle attività dell'azienda, risultato della stima patrimoniale;
- il valore “creato” (o distrutto), inteso come avviamento positivo (*goodwill*) o negativo (*badwill*), pari al valore attuale del flusso di sopra-redotti (sotto-redotti) che l'impresa oggetto di valutazione è in grado di ritrarre dall'impiego delle attività gestite.

I procedimenti che esplicitano la creazione di valore includono il metodo misto patrimoniale-reddituale (UEC), il metodo *Discounted Abnormal Earnings* (detto anche *Residual Income Method*) e il metodo *Discounted Economic profit* (conosciuto anche come EVATM).

Si tratta nella sostanza di procedimenti sempre riconducibili a valutazioni reddituali, che mettono in risalto l'entità del valore creato rispetto ai mezzi investiti nell'azienda, o nel ramo

di azienda considerato e che permettono, sotto talune condizioni, di ridurre il peso attribuito al valore terminale nelle valutazioni di tipo reddituale.

Questi procedimenti di stima, quindi, richiedono l'individuazione di differenziali (positivi o negativi) di reddito (o di risultato operativo) rispetto al reddito normale, nonché l'analisi delle loro cause e della sostenibilità nel tempo dei differenziali stessi.

Le valutazioni di tipo finanziario

Le valutazioni basate sull'attualizzazione dei flussi monetari resi disponibili dall'azienda (o dal ramo aziendale) oggetto di stima.

Esse comprendono il *Dividend Discount Model* (DDM) e il metodo *Discounted Cash Flow* (DCF); quest'ultimo nelle varianti *asset side* o *equity side*. Esse esigono una corretta individuazione dei flussi di cassa, sia nella fase evolutiva, sia nella fase di stabilizzazione attesa per il lungo periodo.

Il metodo *Discounted Cash Flow* è il metodo che, più di ogni altro, è in grado di attribuire un valore a qualsiasi iniziativa indipendentemente dalle sue caratteristiche è quello finanziario, dal momento il valore effettivo di un'impresa corrisponde sempre ai flussi di cassa che questa genererà in futuro per i suoi azionisti, opportunamente attualizzati.

L'individuazione dei flussi da trattare con il metodo DCF richiede la disponibilità di un piano aziendale, normalmente elaborato dal management dell'azienda da valutare, del quale recepisce le ipotesi di base e le migliori stime.

Le valutazioni comparative di mercato

Le valutazioni comparative si basano sull'applicazione, a grandezze aziendali rilevanti (utile netto, EBIT, EBITDA, fatturato, ecc.) di moltiplicatori (c.d. "multipli") ricavati dalle capitalizzazioni di Borsa di società quotate confrontabili, o dalle negoziazioni comunque avvenute con riferimento a quote di capitale di società confrontabili.

Rappresentano stime di tipo analogico finalizzate all'individuazione di un probabile valore di mercato dell'azienda, o del ramo di azienda, oggetto di esame, muovendo dai valori riconosciuti dal mercato per realtà affini.

Tale metodo, pur nella sua apparente semplicità applicativa, nasconde numerose insidie, ascrivibili:

- alla difficile individuazione di imprese comparabili all'azienda oggetto di valutazione, sotto ogni profilo rilevante ai fini della valutazione (redditività, crescita, rischiosità, ecc.);
- alla elevata volatilità dei risultati che ne derivano, in conseguenza dell'ampio *range* di oscillazione dei corsi di borsa (la volatilità mal si concilia con l'esigenza di stabilità che notoriamente dovrebbe caratterizzare le valutazioni in discorso);
- alla circostanza che talvolta i prezzi impliciti espressi dal mercato, in quanto effettivamente negoziati, non rispondono a criteri di piena razionalità economica.

9. Scelta del metodo di valutazione

Presupposto fondamentale di qualsiasi valutazione è la preliminare scelta della soluzione metodologica più appropriata in funzione dello scopo della valutazione, del contesto valutativo e della realtà specifica del bene che ne è oggetto, oltre che delle informazioni concretamente disponibili e della loro attendibilità.

Alla luce della situazione economico-finanziaria in cui versa la Società, sopra brevemente delineata, nonché della procedura concorsuale che ha richiesto la predisposizione della presente perizia, è evidente che la valutazione in corso si inserisce in un contesto aziendale in stato di crisi.

La migliore prassi valutativa in materia di valutazione delle aziende in crisi (CNDCEC – SIDREA, *Linee guida per la valutazione di aziende in crisi*), al proposito evidenzia che:

“Nel caso della valutazione di un'azienda finalizzata alla cessione all'interno di una procedura concorsuale, il professionista deve, da un lato, evitare di esprimere valutazioni che possano rappresentare un patrimonio che poi potrebbe rivelarsi inesistente. D'altro canto, deve evitare di non considerare le potenzialità di ripresa, laddove esistenti, senza la cui stima si esprimerebbe un valore disponibile per i creditori più basso di quello effettivo, con i conseguenti rischi di una sottostima di un bene [..]. In questa prospettiva assumono rilievo le valutazioni ad assetti invariati (as it is) e le valutazioni ad assetti sottoposti a uno o più interventi correttivi (as it may be).

Ai fini della scelta del metodo di valutazione si è valutata la possibilità di procedere a valutazioni autonome per i singoli rami d'azienda più volte citati, propendendo per una valutazione dell'azienda nel suo complesso, non risultando di fatto concretamente possibile

procedere ad una valutazione economica autonoma dei singoli rami a causa della carenza delle informazioni economiche disponibili e del grado di attendibilità delle rielaborazioni contabili esaminate.

Si ritiene che tale approccio valutativo sia comunque coerente con la realtà aziendale oggetto di analisi tenuto conto che:

- la strategia commerciale della Società e del gruppo cui fa parte è improntata, oltre che sul prodotto e sulla identificazione e riconoscibilità del marchio “*and*”²¹, soprattutto sulla presenza territoriale dei punti vendita sia facenti parte del Ramo Commerciale sia di pertinenza di “clienti terzi”;
- la gestione dei vari punti vendita risulta sostanzialmente omogenea per tutte le tipologie di punto vendita (diretti, affiliati e di terzi) e gestita direttamente da Columbia ed in particolare dal reparto commerciale della stessa, di fatto ricompreso nel Ramo Industriale;
- allo stesso modo l’individuazione delle *location* e dei partner locali è effettuata sempre dal reparto commerciale di Columbia;
- i punti vendita indiretti con affitto d’azienda, pur essendo gestiti da imprese terze ed indipendenti con autonome organizzazioni di mezzi e di personale, appaiono del tutto omogenei, dal punto di vista dell’arredamento e delle strategie espositive, a quelli gestiti direttamente, cosicché il cliente finale non percepisce la differenza fra *store* in affitto e *store* diretto;
- nel corso delle analisi e delle verifiche effettuate dal sottoscritto è emerso che i due rami “formalmente” individuati dalla Società risultano, per l’appunto, solo formalmente separabili, in un’ottica di continuità aziendale tenuto conto che la gestione e la stessa esistenza dell’uno non può prescindere alla gestione e dall’operatività dell’altro.

Per contro, da un punto di vista prettamente patrimoniale, i due Rami d’Azienda risultano adeguatamente identificabili, essendo riconducibili ad uno o all’altro Ramo d’Azienda, sulla base delle indicazioni fornite dalla Società, specifiche categorie di beni e posizioni contrattuali analiticamente individuate in contabilità.

²¹ Marchio che si ricorda essere di proprietà della società Ape Di Mir S.r.l.

In conformità alla sopra citata dottrina e delle considerazioni che precedono, si è poi valutato il supporto documentale ed informativo a disposizione della valutazione, evidenziando quanto segue:

- a) non risultano disponibili dati economici e finanziari prospettici attendibili sia con riferimento all'azienda nel suo complesso che ai singoli rami;
- b) il portafoglio ordini disponibile, evidenzia, con ragionevole certezza una contrazione dei capi e dei volumi di ricavi prospettabili anche per la stagione PE 2017;
- c) il piano di ristrutturazione prospettato risulta estremamente semplice e connesso esclusivamente ad alcuni interventi sui costi, peraltro ancora in fase di attuazione.

Sulla base di tutte le suindicate considerazioni e della necessità di valutare comunque un eventuale valore di liquidazione dell'azienda, rispetto ad una cessione della stessa "in continuità" come prospettata nella proposta di concordato in corso di deposito, si è ritenuto corretto e ragionevole procedere alla verifica del valore dell'azienda mediante il confronto di due singoli metodi di valutazione ritenuti funzionali all'individuazione delle due tipologie di valore suindicate:

- metodo reddituale, che a parere del sottoscritto può evidenziare il valore dell'azienda nell'ottica della continuità; in considerazione di quanto suindicato la valutazione verrà fatta sulla base dei dati aggregati e non per singolo Ramo d'Azienda, non essendo disponibili sufficienti dati ed informazioni per procedere diversamente;
- metodo patrimoniale semplice, al fine di valutare, sulla base dei dati contabili al 31 dicembre 2016, il valore di presumibile realizzo dei beni e delle posizioni contrattuali facenti parte dell'azienda; come meglio evidenziato nel seguito, sulla base di tale metodo e sulla base delle componenti patrimoniali oggetto di analisi è stato altresì possibile individuare il valore di "realizzo" attribuibile ai singoli beni e posizioni contrattuali facenti parte dei singoli Rami d'Azienda; inoltre, tale metodo valutativo ha comunque comportato la necessità di assumere una "temporanea continuità", quanto meno per il Ramo Commerciale, in funzione dei tempi di gestione della liquidazione e del realizzo, nel caso, delle posizioni contrattuali ad esso relative.

10. Applicazione del metodo reddituale.

Come già evidenziato in precedenza, gli unici dati storici concretamente utilizzabili, in quanto ritenuti ragionevolmente attendibili e comparabili, risultano solo quelli degli esercizi 2015 e 2016, così come rielaborati nel paragrafo 7.

Tali dati, peraltro, una volta “normalizzati” al fine di tener conto degli effetti delle azioni (solo) prospettate, rappresentano risultanti ancora profondamente negativi.

Quanto sopra evidenzia pertanto che l’applicazione di un metodo di tipo “reddituale” comporta inevitabilmente la determinazione di un valore dell’azienda negativo.

Nel caso di specie, pertanto, una valutazione reddituale (in continuità) dell’azienda determina, in assenza di ulteriori e più invasivi interventi sulla struttura di costo o in assenza di significativi incrementi dei volumi di vendita, un valore dell’azienda sostanzialmente negativo.

11. Applicazione del metodo patrimoniale.

Da un punto di vista patrimoniale (contabile), gli elementi facenti parte dell’Azienda e dei due Rami d’Azienda risultano agevolmente identificabili.

Sulla base dei dati al 31 dicembre 2016 e delle informazioni forniti dalla Società gli elementi patrimoniali riconducibili all’azienda oggetto di valutazione e, indirettamente ai due Rami d’Azienda configurati, sono i seguenti:

| Voci | Ramo d'Azienda | Valore netto contabile 31/12/16 |
|---|------------------|------------------------------------|
| Immobilizzazioni immateriali | | |
| Avviamento | | 850.513 |
| Lavori su beni di terzi | Ramo Commerciale | 180.618 |
| Spese ingresso punti vendita | | 128.446 |
| Software ed altre licenze | Ramo Industriale | 2.258 |
| Immobilizzazioni materiali | | |
| Impianti industriali | Ramo Industriale | 37.854 |
| Impianti commerciali | Ramo Commerciale | 30.460 |
| Macchinari | Ramo Industriale | 72 |
| Attrezzature | Ramo Industriale | 934 |
| Arredamento negozi "and" | Ramo Commerciale | 561.019 |
| Mobili ufficio | Ramo Industriale | 13 |
| Macchine elettroniche industriali | Ramo Industriale | 10.946 |
| Macchine elettroniche commerciali | Ramo Commerciale | 1.882 |
| Elaboratori | Ramo Industriale | 15.364 |
| Telefoni cellulari | Ramo Industriale | 3.056 |
| Automezzi | Ramo Commerciale | 21.983 |
| Altri elementi dell'attivo e del passivo | | |
| Depositi cauzionali attivi | Ramo Commerciale | 64.749 |
| Depositi cauzionali passivi (fidejussioni) | Ramo Commerciale | 0 |
| Totale | | 1.910.167 |
| Ramo Commerciale | | 1.839.669 |
| Ramo Industriale | | 70.500 |

Come già evidenziato in precedenza, risultano esclusi dalla presente valutazione gli immobili Columbia, il magazzino e tutti i crediti ed i debiti (ad eccezione dei depositi cauzionali relativi ai contratti di locazione in essere) in quanto oggetto di separate stime e tecnicamente cedibili separatamente dall'azienda.

Passando all'esame delle singoli voci dell'attivo si evidenzia quanto segue.

Voci "Avviamento, Lavori su beni di terzi e spese di ingresso punti vendita"

La voce accoglie i costi sostenuti da Columbia sostenuti a titolo di avviamento, lavori di manutenzione straordinaria e costi di "subentro" in relazione ai vari punti vendita riconducibili al Ramo Commerciale.

L'avviamento si riferisce in particolare all'acquisizione delle singole aziende operanti presso i vari punti vendita.

Sulla base del dettaglio "cespiti" fornito dalla Società, la voce risulta così ulteriormente dettagliata:

| Avviamento | Ramo d'Azienda | Valore netto contabile 31/12/16 |
|-------------------------------------|------------------|------------------------------------|
| avviamento chioggia | Ramo Commerciale | 24.050 |
| avviamento jesi | Ramo Commerciale | 79.419 |
| avviamento pesaro | Ramo Commerciale | 73.065 |
| avviamento senigallia | Ramo Commerciale | 44.475 |
| avviamento trento | Ramo Commerciale | 107.250 |
| avviamento rovereto | Ramo Commerciale | 53.605 |
| avviamento bozano | Ramo Commerciale | 100.502 |
| avviamento padova | Ramo Commerciale | 375.622 |
| avviamento trieste | Ramo Commerciale | -2.075 |
| avviamento milano buenos aires | Ramo Commerciale | -5.398 |
| pn 108 mesi | Ramo Commerciale | 2.813 |
| bitonto 91mesi | Ramo Commerciale | 955 |
| pescara | Ramo Commerciale | 4.259 |
| lav.incr.Bassano mesi 142 | Ramo Commerciale | 3.163 |
| lav.incr.Mestre mesi 142 | Ramo Commerciale | 4.603 |
| lav.incr.8 Gallery | Ramo Commerciale | 779 |
| lav.incr.Brunico | Ramo Commerciale | 6.772 |
| lav.incr.Trieste | Ramo Commerciale | 6.300 |
| lav.incr.Fano | Ramo Commerciale | 2.512 |
| lav. Incr. Pesaro | Ramo Commerciale | 5.723 |
| lav. Incr. Rovigo | Ramo Commerciale | 2.879 |
| lav. Incr. Trento | Ramo Commerciale | 86 |
| lav. Incr. Trento | Ramo Commerciale | 526 |
| lav. Incr. Rovereto | Ramo Commerciale | 266 |
| lav. Incr. Rovereto | Ramo Commerciale | 386 |
| lav. Incr. Bolzano | Ramo Commerciale | 11.335 |
| lav. Incr. Civitanova | Ramo Commerciale | 29.496 |
| lav. Incr. Bologna | Ramo Commerciale | 29.868 |
| lav. Incr. Treviso | Ramo Commerciale | -1.992 |
| lav. Incr. Treviso 86mesi 30/04/22 | Ramo Commerciale | 4.961 |
| lav. Incr. Padova 67mesi 31/01/21 | Ramo Commerciale | 2.852 |
| lav.incr.Padova mesi 59 | Ramo Commerciale | 13.704 |
| lav. Incr. Vicenza 144mesi 30/04/17 | Ramo Commerciale | 14.754 |
| lav. Incr. Milano Buenos Aires | Ramo Commerciale | 11.546 |
| lav. Incr. Lucca | Ramo Commerciale | 20.252 |
| lav. Incr. Castelfranco Veneto | Ramo Commerciale | 1.820 |
| lav. Incr. Oderzo | Ramo Commerciale | 0 |
| spese ingresso vicenza | Ramo Commerciale | 45.641 |
| spese ingr.bassano mesi 144 | Ramo Commerciale | 18.472 |
| spese ingresso palermo | Ramo Commerciale | 53.332 |
| spese ingresso rovigò | Ramo Commerciale | 11.001 |
| Totale | | 1.159.576,75 |

Ai fini di verificare il valore di tali voci si è ritenuto opportuno fare riferimento al possibile prezzo che un soggetto terzo potrebbe essere disposto a pagare alla Società al fine di subentrare nei singoli punti vendita a prescindere dall'attività svolta, privilegiando, pertanto, l'individuazione del c.d. "local goodwill" ovvero il valore della disponibilità della "location". Tale approccio vuole, pertanto, valorizzare i singoli punti vendita (ancora attivi) in un'ottica di "cessione" delle posizioni contrattuali connesse ai singoli contratti di locazione immobiliare (o contratti di affitto d'azienda) in essere.

Innanzitutto sono stati esclusi dalla valutazione i punti vendita "affiliati" di Pescara e Torino ("8 Gallery"), in quanto condotti tramite affitto d'azienda da parte di Columbia e

“subaffittate” agli operatori “affiliati” in forza di contratto di “subaffitto d’azienda”. Poiché Columbia non dispone della titolarità del contratto di locazione relativo alla “*location*”, a parere di chi scrive non risulta concretamente cedibile alcuna posizione contrattuale, senza un preventivo assenso del titolare della posizione contrattuale.

Si sono, pertanto, considerati i soli punti vendita per i quali Columbia risulta l’effettiva titolare della posizione contrattuale del contratto di locazione immobiliare.

Ancorché i singoli punti vendita possano essere concepiti come singoli rami d’azienda, in quanto costituiti da un insieme di elementi organizzati, il processo valutativo è stato orientato all’isolamento del valore della sola “*location*” dal complesso aziendale²². In questo frangente, oggetto di stima non è la struttura organizzativa, nella sua unitarietà²³, ma il “ramo di azienda elementare” (in quanto privo dell’organizzazione) che comporta la successione del cessionario nei contratti passivi di locazione e in quelli attivi di sublocazione degli spazi, nonché negli eventuali contratti attivi di affitto di rami di azienda.

Il c.d. “*local goodwill*” è connesso principalmente alla capacità di attrarre clientela e dipende dalla ubicazione del punto vendita. Tale “avviamento” non va confuso con l’avviamento tecnico del complesso aziendale del quale la *location* fa parte, in quanto prescinde, oltre che dagli elementi organizzativi più ampi, anche dagli elementi soggettivi, legati alle caratteristiche del titolare dell’attività d’impresa specificatamente svolta. Esso è per lo più connesso alla clientela stabilmente collegata al locale. Proprio il bene “clientela” e le autorizzazioni amministrative risultano essere una gli elementi fondamentali dell’avviamento e costituiscono, pertanto, una realtà economicamente valutabile, la cui perdita rappresenta un danno per la Società che ha concorso a crearla o che ha pagato un corrispettivo per acquisirla.

Com’è noto, la normativa in materia delle locazione ad uso non abitativo (Cfr. Artt. 34 e 35 della Legge n. 392/1978) riconosce espressamente l’esistenza di un “avviamento” che il locatario gestore del punto vendita genera, accrescendo e mantenendo la “clientela” della *location* su cui viene svolta l’attività commerciale. Ciò spiega e giustifica, sul piano normativo, la previsione di un indennizzo a favore del conduttore, che il locatore gli deve

²² Avendo già verificato che la valutazione dell’azienda in continuità conduce alla determinazione di stime di valore negative. Inoltre, non è stato in ogni caso possibile valutare da un punto di vista economico i singoli “punti vendita” quali singoli “rami d’azienda”, per la carenza delle informazioni disponibili.

²³ A cui risultano connessi la partecipazione ad un canale strutturato di vendita, l’insegna e l’uso del marchio, il modello di business, il *format* comune dei punti vendita, la *supply chain*, ecc.

corrispondere in caso di estromissione dal locale, al fine di dare ristoro per il danno subito e ripagare il correlato vantaggio di cui il locatore può appropriarsi.

La normativa vigente presume, senza ammettere prova contraria, la sussistenza di un danno per il solo fatto che il conduttore eserciti nel punto vendita un'attività contraddistinta da contatti diretti con il pubblico dei consumatori e sia costretto a cessarne l'esercizio. Pertanto, il conduttore, senza dover dimostrare l'eventuale danno subito e/o l'utilità economica ritraibile dal locatore, ha diritto a pretendere una indennità per la perdita dell'avviamento commerciale ove il contratto di locazione si interrompa per fatto o circostanza non imputabile al conduttore.

La quantificazione dell'indennizzo è svincolata da parametri di tipo soggettivo, essendo normativamente predeterminata in funzione del canone di locazione dedotto nel contratto di locazione risolto. L'importo dovuto per legge è pari a 18 mensilità dell'ultimo canone di locazione corrisposto, a cui va eventualmente aggiunta una ulteriore indennità supplementare, anch'essa pari a 18 mensilità, subordinata all'inizio od alla continuazione dell'esercizio, da parte di chiunque, entro un anno dalla cessazione del rapporto, della medesima attività o di attività affine a quella già esercitata dal conduttore uscente.

Si è ritenuto di fare riferimento ad un metodo di calcolo analogo a quello previsto dalla normativa in tema di locazione²⁴.

Sulla base di tale approccio i punti vendita sono stati classificati sulla base dei ricavi medi 2015-2016 realizzati per metro quadrato di superficie locata²⁵. Da tale analisi emerge un valore medio di "reddittività" dei negozi di euro 3.559/mq.

Risultando i vari punti vendita dislocati in un'ampia area del territorio nazionale e risultando gli stessi caratterizzati (per struttura organizzativa, dimensioni e volumi di vendite) da "condizioni operative" molto simili fra loro, si è ritenuto di considerare tale valore come valore "di riferimento" delle performance del "campione" così considerato. In particolare i punti vendita sono stati suddivisi in 3 fasce, secondo la seguente classificazione:

²⁴ La valutazione, tuttavia, non è stata effettuata ai sensi dell'art. 34 e dell'art. 35 della legge 392/1978, in quanto le finalità della presentazione valutazione sono parzialmente diverse da quelle sottese dalla normativa. Per tale ragione, come meglio si vedrà nel seguito, ai fini della quantificazione della potenziale indennità si è fatto riferimento sia al canone effettivamente previsto dal contratto sia ai valori OMI rilevati per ciascuna zona.

²⁵ La società non è stata in grado di fornire il numero degli scontrini emessi per ciascun punto vendita. Si ritiene che il metodo dei ricavi medi / mq sia comunque indicativo delle *performance* del singolo punto vendita in termini di "attrattività" della clientela, ancorché sia anche connesso al *mix* di vendite dei singoli negozi.

- **Fascia 1:** punti vendita che realizzano ricavi al metro quadro inferiori all'80%²⁶ del valore di riferimento; tali punti vendita sono stati classificati come "scarsamente performanti" e pertanto si è ipotizzato che non siano dotati di alcun valore della "location"; ad eccezione di Bolzano, inoltre, i valori dei canoni per metro quadro si discostano spesso in maniera significativa dai valori OMI individuati zona per zona²⁷;
- **Fascia 2:** punti vendita che realizzano ricavi al metro quadro compresi tra l'80% ed il 150%²⁸ del valore di riferimento; tali punti vendita sono stati classificati come "performanti" e pertanto si è ipotizzato che il valore della "location" da considerare fosse, in linea con quanto previsto dalla normativa in tema di contratti di locazione commerciale, un valore pari a 18 mensilità del canone determinato sia come valore medio tra il canone contrattuale ed il valore massimo OMI previsto per la zona di riferimento²⁹, sia sulla base del solo valore contrattuale;
- **Fascia 3:** punti vendita che realizzano ricavi al metro quadro superiori al 150% del valore di riferimento; tali punti vendita sono stati classificati come "molto performanti" e pertanto si è ipotizzato che il valore della "location" da considerare fosse, in linea con quanto previsto dalla normativa in tema di

²⁶ Percentuale individuata dal sottoscritto sulla base di valutazioni soggettive. Uno scostamento del 20% dal valore medio di riferimento è stato ritenuto accettabile ed indicativo, comunque, di una certa capacità del punto vendita di attrarre clientela. Scostamenti al di sopra di tale soglia sono stati invece ritenuti significativi.

²⁷ È stata svolta una ricerca dei valori OMI (Osservatorio del Mercato Immobiliare presso l'Agenzia delle Entrate) assumendo il valore massimo individuato dall'Agenzia delle Entrate in relazione alla specifica ubicazione di ciascun punto vendita. I canoni assunti per il confronto con le tariffe OMI è quello rilevato dai contratti di locazione sulla base del prospetto riepilogativo consegnato dalla Società, ancorché siano previste in alcuni casi, riduzioni di tali canoni. Il confronto dei valori OMI è stato comunque utilizzato ai soli fini di individuare il livello di "canoni di locazione di mercato" della zona di ciascun punto vendita. Nell'ambito della presenza valutazione la funzione di tale parametro è stata quella di apportare un correttivo alla determinazione del "local goodwill" in considerazione degli scostamenti rilevati zona per zona. In particolare, ai fini del calcolo del "local goodwill" come di seguito esposto, è stato assunto, quale canone al metro quadro il valore medio tra le quotazioni OMI e i canoni effettivamente previsti dai contratti della Società. Si ritiene che tale approccio possa ben valorizzare l'interesse di un potenziale soggetto terzo a subentrare in un contratto che prevede un canone inferiore a quello di mediamente applicato nella stessa zona. Chi scrive reputa che così siano stati considerati, nell'ambito della valutazione del "local goodwill", sia l'elemento qualitativo connesso alla capacità del punto vendita di attrarre la clientela (mediante la classificazione dei punti vendita per "redditività" al metro quadro) sia l'elemento oggettivo connesso allo scostamento del canone di locazione previsto dal contratto dalla media della zona, tenuto anche conto dell'anzianità di alcuni contratti.

²⁸ Percentuali individuate dal sottoscritto sulla base di valutazioni soggettive. Uno scostamento del 20% dal valore medio di riferimento è stato ritenuto accettabile ed indicativo, comunque, di una certa capacità del punto vendita di attrarre clientela. Scostamenti al di sopra di tale soglia sono stati invece ritenuti significativi.

²⁹ Si rinvia alla nota precedente.

contratti di locazione commerciale, un valore pari a 36 mensilità del canone determinato come valore medio tra il canone contrattuale ed il valore massimo OMI previsto per la zona di riferimento, in considerazione dell'appetibilità della location per operatori dello stesso settore³⁰.

Sulla base delle considerazioni che precedono, è emersa la seguente valutazione del c.d. "local goodwill" valorizzato sia sulla base del canone medio OMI/contrattuale che sulla base del solo canone contrattuale:

| Località | Valore max locazione (OMI) | Valore locazione (contratti) | Mq | Scostamento OMI | Ricavi medi 2016-2016/mq | nominativo | Fascia | Local Goodwill (atteso - canone medio) | Local Goodwill (atteso - canone contrattuale) |
|-------------------------|----------------------------|------------------------------|--------|-----------------|--------------------------|------------------------|--------|--|---|
| BOLZANO | 33,40 | 14,29 | 140,00 | -57% | 1.282,84 | DIRETTO | 1 | | |
| CHIVASSO | 11,20 | 11,74 | 110,00 | 5% | 1.586,12 | CDTA | 1 | | |
| TRIESTE | 14,60 | 25,15 | 77,00 | 72% | 1.850,45 | BARON SAMANTHA | 1 | | |
| VALENZA | 16,10 | 29,23 | 65,00 | 82% | 2.071,70 | CDTA | 1 | | |
| VICENZA | 24,00 | 23,97 | 146,00 | 0% | 2.161,74 | DIRETTO | 1 | | |
| PESARO | 12,00 | 17,64 | 124,00 | 47% | 2.276,00 | DIRETTO | 1 | | |
| ROVIGO | 16,00 | 28,57 | 49,00 | 79% | 2.601,11 | DIRETTO | 1 | | |
| POZZALLO | 8,10 | 22,22 | 45,00 | 174% | 2.603,21 | PARISI ROSA | 1 | | |
| LUCCA | 39,40 | 56,60 | 53,00 | 44% | 2.783,79 | EN DI FONTANINI ENRICA | 1 | | |
| CIVITANOVA MARCHE | 20,00 | 25,78 | 66,00 | 29% | 2.861,34 | DIRETTO | 2 | 27.180,00 | 30.600,00 |
| MONTEBELLUNA | 11,20 | 28,30 | 60,00 | 153% | 2.971,42 | DIRETTO | 2 | 21.330,00 | 30.564,00 |
| CASTELFRANCO V.TO | 12,60 | 24,29 | 70,00 | 93% | 3.011,04 | FRASSON BARBARA | 2 | 23.238,00 | 30.600,00 |
| SETTIMO TORINESE | 10,00 | 25,00 | 50,00 | 150% | 3.161,59 | CDTA | 2 | 15.750,00 | 22.500,00 |
| FANO | 14,10 | 25,42 | 59,00 | 80% | 3.572,42 | TASSI MARA | 2 | 20.887,10 | 27.000,00 |
| SENIGALLIA | 15,90 | 36,00 | 50,00 | 139% | 3.606,56 | TASSI MARA | 2 | 24.255,00 | 34.200,00 |
| PALERMO | 9,20 | 32,61 | 46,00 | 254% | 3.627,43 | GMG RETAIL SRL | 2 | 17.308,80 | 27.000,00 |
| PADOVA | 38,00 | 31,68 | 142,00 | -17% | 3.805,62 | AMIKE SNC | 2 | 89.084,00 | 81.000,00 |
| ALBA (CN) | 18,00 | 56,25 | 40,00 | 213% | 3.875,00 | GANGI BARBARA | 2 | 26.730,00 | 40.500,00 |
| PORDENONE | 35,00 | 43,91 | 39,00 | 25% | 3.969,36 | DIRETTO | 2 | 27.697,41 | 30.824,82 |
| BASSANO DEL GRAPPA (VI) | 20,00 | 47,92 | 48,00 | 140% | 4.207,17 | DIRETTO | 2 | 29.340,00 | 41.400,00 |
| BOLOGNA | 43,00 | 41,42 | 96,58 | -4% | 4.253,96 | DIRETTO | 2 | 73.376,46 | 72.000,00 |
| MILANO B.AIRES | 38,00 | 44,58 | 80,00 | 17% | 4.392,78 | DIRETTO | 2 | 59.455,35 | 64.190,70 |
| MESTRE | 16,00 | 65,79 | 38,00 | 311% | 4.403,11 | DIRETTO | 2 | 27.972,00 | 45.000,00 |
| CHIOGGIA | - | 44,29 | 35,00 | - | 4.510,82 | DIRETTO | 2 | 27.900,00 | 27.900,00 |
| ROVERETO | 13,50 | 57,58 | 33,00 | 328% | 4.548,30 | DIRETTO | 2 | 21.109,50 | 34.200,00 |
| TRENTO | 8,70 | 37,50 | 40,00 | 331% | 4.742,39 | PERONI DEBORA | 2 | 18.632,00 | 27.000,00 |
| JESI | 20,70 | 48,72 | 38,00 | 135% | 4.824,04 | SOVERCHIA MARISA | 2 | 24.365,70 | 34.200,00 |
| BRUNICO | 17,50 | 57,27 | 48,60 | 227% | 5.677,74 | RAIMONDO CRISTINA | 3 | 66.753,16 | 102.258,36 |
| TREVISO | 29,00 | 89,68 | 51,00 | 245% | 7.805,87 | DIRETTO | 3 | 108.181,90 | 164.647,80 |
| Totale | | | | | | | | € 746.636,40 | € 967.685,68 |

È opportuno evidenziare che il valore atteso del c.d. "local goodwill" sarà potenzialmente realizzabile solo sulla base di alcune specifiche assunzioni:

- che vi sia l'accordo della proprietà dell'immobile;
- che la cessione dei diritti contrattuali dei punti vendita, anche in via frazionata, avvenga in un arco temporale relativamente breve (max 8/10 mesi);
- che nell'arco temporale della vendita venga mantenuta la continuità aziendale del singolo punto vendita o che quanto meno venga pagato regolarmente il canone di locazione per non cadere nella messa in mora da parte del locatore; in caso contrario non vi sarebbe alcuna posizione contrattuale da cedere;

³⁰ Si rinvia alla nota 21 per le considerazioni in merito alle valutazioni OMI. Il limite di tale approccio va ravvisato nella circostanza che le valutazioni sono espresse sulla base di un "campione" interno. Si ritiene comunque significativo tale approccio ancorché non sia stato possibile verificare la redditività media per metro quadrato di altri punti vendita simili condotti da terzi ed operanti anche con altri marchi.

- d) che l'acquirente della "location" sia interessato al subentro nei rapporti di lavoro esistenti per ciascun punto vendita o che sia comunque possibile cessare i rapporti di lavoro senza un aggravio di oneri a carico della Società³¹;
- e) che eventuali "perdite di gestione" in corso di affitto di azienda siano a carico della società affittuaria DNA S.r.l.;
- f) che la gestione a carico DNA S.r.l. del Ramo Commerciale di cui i punti vendita fanno parte permanga in capo alla stessa fino alla vendita a terzi ed alla formale "consegna" del ramo d'azienda al terzo soggetto;
- g) che il potenziale soggetto terzo acquirente ove non intenda proseguire l'attività presso i singoli punti vendita, proceda all'immediata risoluzione dei rapporti di lavoro dipendente (e si faccia carico dei canoni di locazione come già evidenziato sub a).

Al fine di considerare il rischio connesso alla temporanea continuità aziendale, in funzione della cessione dei contratti ed alla necessità di definire mediante incentivi all'esodo la cessazione di alcuni rapporti di lavoro, si è tenuto conto delle seguenti passività potenziali:

- 1) costo dei canoni per il mantenimento *in bonis* dei contratti di locazione: euro 387.336,30; tale valore risulta determinato sulla base dei canoni contrattuali di tutti i punti vendita ed è stato stimato pari al costo di tutti i canoni per almeno 6 mesi; non è infatti ragionevole assumere che l'acquirente del Ramo Commerciale riesca a cedere in blocco ed immediatamente tutte le posizioni contrattuali; il periodo di 6 mesi è stato prudenzialmente individuato quale arco temporale medio tenuto conto delle diverse tempistiche che potranno interessare il processo di dismissione;
- 2) costi per personale dipendente per euro 395.405,47; tale valore risulta stimato sulla base del costo del lavoro risultante dalla situazione economica di DNA S.r.l. al 31 dicembre 2016; la voce tiene conto degli oneri da sostenere in relazione alla gestione del personale dipendente dei singoli punti vendita; sulla base delle assunzioni suindicate tale personale è destinato ad essere cessato; è stato pertanto considerato il costo di una mensilità per tutti i dipendenti, ipotizzando che comunque non sia possibile cessare tutti i dipendenti con effetto immediato oltre ad un costo

³¹ Da tale punto di vista risulta pertanto rilevante assicurare la formalizzazione avanti le competenti organizzazioni sindacali di adeguati accordi ex 411 cpc in caso di necessaria preliminare cessazione dei rapporti di lavoro per espressa richiesta del potenziale acquirente.

forfetariamente determinato sulla base di 3 mensilità per tutti i dipendenti, al fine di valorizzare l'importo medio degli eventuali incentivi all'esodo che l'acquirente del Ramo potrebbe essere chiamato a versare per garantire la rinuncia dei dipendenti a qualsiasi rivalsa sul soggetto subentrante nella posizione contrattuale trasferita.

È evidente come la valutazione del "local goodwill" dipenda in maniera rilevante anche da elemento qualitativi non oggettivamente determinabili e valutabili dal sottoscritto. Si pensi ad esempio alle capacità del potenziale soggetto acquirente di definire in tempi brevi accordi con i proprietari, con eventuali altri soggetti interessati a subentrare nella posizione contrattuale con i dipendenti o, infine, allo specifico interesse ad acquisire una o più "location" al solo fine di evitare l'acquisizione delle stesse da parte di un competitors. Tali elementi di tipo "qualitativo" assolutamente non misurabili alla data della presente relazione, potrebbero influenzare in maniera significativa il valore di uno o più "local goodwill".

* * *

Voce "Software ed altre licenze"

La voce accoglie i costi sostenuti nel 2015 e nel 2016 da Columbia in relazione a licenze software. Si ritiene che il valore contabili possa adeguatamente rappresentare il valore di detti beni immateriali. Sulla base delle indicazioni della Società, inoltre, tali beni sono riconducibili al Ramo Industriale.

* * *

Immobilizzazioni materiali "Ramo Industriale"

Sulla base delle indicazioni della Società sono stati individuati i beni relativi al Ramo Industriale. Trattasi di impianti, macchinari, attrezzature, mobili da ufficio, elaboratori, macchine d'ufficio, cellulari ed automezzi acquisiti da Columbia direttamente o a seguito le operazioni di conferimento perfezionate nel 2014 e provenienti pertanto dalle società B.G. Srl o Ape di Mir S.r.l..

Si ritiene che il valore contabile di tali voci possa adeguatamente rappresentare il valore di detti beni materiali riconducibili al Ramo Industriale.

* * *

Immobilizzazioni materiali "Ramo Commerciale"

La voce accoglie il costo degli allestimenti dei singoli punti vendita.

Dall'analisi della composizione della voce emerge la seguente "stratificazione" per anno di acquisto dei vari allestimenti:

| Avviamento | Ramo | Valore stima |
|---------------|----------------|----------------|
| 2009 | 3.374 | 169 |
| 2010 | 7.889 | 394 |
| 2010 | 2.685 | 134 |
| 2010 | 3.549 | 177 |
| 2011 | 44.081 | 2.204 |
| 2011 | 33.035 | 1.652 |
| 2011 | 4.796 | 240 |
| 2012 | 9.333 | 467 |
| 2012 | 13.475 | 674 |
| 2013 | 23.204 | 1.160 |
| 2013 | 14.757 | 738 |
| 2014 | 2.294 | 115 |
| 2014 | 1.594 | 80 |
| 2014 | 1.780 | 89 |
| 2015 | 127.561 | 19.134 |
| 2016 | 267.614 | 80.284 |
| Totale | 561.019 | 107.710 |

In considerazione dello stato d'uso di tali beni, delle limitate personalizzazioni e soprattutto del rilevante importo di arredi acquisiti nel 2016 si è ritenuto congruo attribuire un valore differenziato a tali beni in ragione dell'anno di acquisto: per i beni 2016 è stato considerato congruo un valore quantomeno pari al 30% del loro valore contabile netto; per i beni acquisiti ante 2015, tenuto conto dei valori in gioco e del probabile difficile recupero degli stessi è stato considerato congruo un valore forfetario del 5% dei loro valore contabile netto.

* * *

Alla voce "automezzi" risultano in particolare compresi i seguenti autoveicoli:

- Toyota Auris EX271VM: valore contabile netto euro 6.940 (acquistata nel 2014 ad un valore di euro 18.507);
- Toyota Auris sw EX272VM: valore contabile netto euro 6.441 (acquistata nel 2014 ad un valore di euro 17.176);
- Fiat Qubo EY860LN: valore contabile netto euro 8.601 (acquistata nel 2015 ad un valore di euro 13.763).

* * *

Altre voci "Ramo Commerciale"

Come già evidenziato in tabella, costituiscono parte integrante e sostanziale del Ramo Commerciale (in quanto connessi ai contratti di locazione ad csso afferenti) i depositi

cauzionali ricevuti da Columbia per complessivi euro 64.749 e gli impegni assunti da Columbia (in termini di fideiussioni) in relazione ai depositi cauzionali dovuti all'atto della sottoscrizione dei contratti di locazione.

La Società ha confermato di aver prestato fideiussioni per complessivi euro 178.776,57 così dettagliate:

| RAGIONE SOCIALE | LUOGO | NUMERO | BANCA | IMPORTO |
|------------------------------|--------------------------|---------|--------------|-------------------|
| DE GIORGIS GIORGIO | negozio di Alba | 15114 | Veneto Banca | 30.512,00 |
| FRIZ ANNAMARIA | negozio di Montebelluna | 20305 | Veneto Banca | 5.346,00 |
| PIVA FRANCO E MARIGO ADRIANA | negozio di Chioggia | 1042024 | Veneto Banca | 5.000,00 |
| IMMOBILIARE BUONARIA | negozio Milano Baires | 1043580 | Veneto Banca | 8.909,00 |
| DP SRLS | negozio Castelfranco Vto | 1044337 | Veneto Banca | 5.100,00 |
| FIRENZUOLI SAS | negozio Lucca | 1044185 | Veneto Banca | 18.000,00 |
| BORGATO SANDRA | negozio di Rovigo | 1045365 | Veneto Banca | 4.200,00 |
| MICHELE PAVAN | negozio di Mestre | 1045364 | Veneto Banca | 15.000,00 |
| SOLAZZI VITTORIO | negozio di Fano | 1045670 | Veneto Banca | 9.000,00 |
| VALENZA SRL | negozio di Palermo | 1045789 | Veneto Banca | 9.000,00 |
| RICERCA SPA | negozio di Treviso | 1045790 | Veneto Banca | 13.720,65 |
| LUTTIROTTI ANDREA | negozio di Rovereto | 1045766 | Veneto Banca | 12.988,92 |
| NOVELTY SRL | neg. Milano Porta Romana | 5185168 | Intesa | 42.000,00 |
| Totale | | | | 178.776,57 |

Ai fini che qui interessano sono stati considerati esclusivamente i "crediti" per depositi cauzionali versati, non risultando, sulla base delle informazioni fornite dalla Società, ragioni per ritenere che vi siano rischi di escussione delle suindicate fideiussioni. Tali voci devono comunque ritenersi di pertinenza del Ramo Commerciale.

12. Conclusioni

Sulla base delle considerazioni che precedono, in applicazione dei metodi prescelti risulta la seguente valutazione dell'azienda:

- Valutazione dell'azienda secondo il metodo reddituale: **valore negativo**;
- Valutazione dell'azienda secondo il metodo patrimoniale: le risultanze dell'analisi possono essere riepilogate come segue:

| Voce | Ramo d'Azienda | Valore netto contabile 31/12/16 | Valore stima (canone medio) | Valore stima (canone contrattuale) |
|---|--------------------|------------------------------------|--------------------------------|--|
| Immobilizzazioni Immateriali | | | | |
| Avviamento | | 850.513 | | |
| Lavori su beni di terzi | Ramo Commerciale | 180.618 | 748.636 | 967.586 |
| Spese ingresso punti vendita | | 128.448 | | |
| Software ed altre licenze | Ramo Industriale | 2.258 | 2.258 | 2.258 |
| Immobilizzazioni materiali | | | | |
| Impianti industriali | Ramo Industriale | 37.854 | 37.854 | 37.854 |
| Impianti commerciali | Ramo Commerciale | 30.460 | 30.460 | 30.460 |
| Macchinari | Ramo Industriale | 72 | 72 | 72 |
| Attrezzature | Ramo Industriale | 934 | 934 | 934 |
| Arredamenti negozi "and" | Ramo Commerciale | 581.019 | 107.710 | 107.710 |
| Mobili ufficio | Ramo Industriale | 13 | 13 | 13 |
| Macchine elettroniche industriali | Ramo Industriale | 10.946 | 10.946 | 10.946 |
| Macchine elettroniche commerciali | Ramo Commerciale | 1.882 | 1.882 | 1.882 |
| Elaboratori | Ramo Industriale | 15.364 | 15.364 | 15.364 |
| Telefoni cellulari | Ramo Industriale | 3.056 | 3.056 | 3.056 |
| Automezzi | Ramo Commerciale | 21.983 | 21.983 | 21.983 |
| Altri elementi dell'attivo e del passivo | | | | |
| Depositi cauzionali attivi | Ramo Commerciale | 64.749 | 64.749 | 64.749 |
| Depositi cauzionali passivi (fidejussioni) | Ramo Commerciale | 0 | 0 | 0 |
| Costi temporanea continuità (passività potenziali) | | | | |
| Affitti (6 mesi) | Ramo Commerciale | | -387.336 | -387.336 |
| Costo eventuale indennità dipendenti (stima) | Ramo Commerciale | | -296.554 | -296.554 |
| Totale | | 1.910.167 | 360.027 | 580.976 |
| Ramo Commerciale | | 1.839.659 | 289.530 | 510.479 |
| Ramo Industriale | | 70.500 | 70.497 | 70.497 |
| Totale | | | 470.502 | |
| Ramo Commerciale | Valori medi | | 400.004 | |
| Ramo Industriale | | | 70.497 | |

Sulla base del metodo patrimoniale, in un'ottica di liquidazione dell'azienda è possibile attribuire, sulla base delle assunzioni e delle considerazioni soprariportate, un valore complessivo della stessa compreso tra euro 360.027 ed euro 580.976, per un valore medio di euro 470.502 che si arrotonda ad euro 471.000 ed un valore dei singoli rami d'azienda così individuato:

- a) **Ramo Commerciale:** un valore compreso tra euro 289.530 ed euro 510.479, per un valore medio di euro 400.004 che si arrotonda ad euro 400.000;
- b) **Ramo Industriale:** un valore di euro 70.497 che si arrotonda ad euro 71.000.

* * *

Con osservanza,

Venezia, li 28 marzo 2017

Dr. Alessio Riato
