

TRIBUNALE ORDINARIO DI BRESCIA

Sezione Speciale Impresa

Liquidazione Giudiziale n. 142/2025

BEXB S.p.A.

Via Corfù, 106 – Brescia

Capitale sociale € 225.788,16 i.v.

C.F. e P.I. 03616060178 – REA BS-427959

RELAZIONE DI STIMA DEL VALORE DELL’AZIENDA

Giudice Delegato: Dott. Gianluigi Canali

Curatore: Dott. Piertomaso Napoli

Stimatore: Dott. Andrea Astori

Sommario

1. PREMESSE: OGGETTO, FINALITA' E SVOLGIMENTO DELL'INCARICO	3
1.1 Conferimento dell'incarico	3
1.2 Oggetto e obiettivi della valutazione	3
1.3 Dichiarazione d'indipendenza	4
1.4 Attività propedeutiche alla stima e limitazioni al presente elaborato	4
1.5 I documenti acquisiti ed analizzati	5
1.6 Data di riferimento.....	6
2. LA BEXB S.P.A. E L'AZIENDA OGGETTO DI STIMA.....	6
2.1 La società e la procedura	6
2.2 Legenda delle definizioni	7
2.3 Descrizione dell'azienda e del modello di business	8
2.4 Il mercato di riferimento	9
2.5 Lo squilibrio del circuito e la crisi	9
2.6 La gestione dell'affittuaria e il risanamento in corso	10
2.7 Le evidenze contabili	10
3. LA VALUTAZIONE DELL'AZIENDA IN CRISI	11
3.1 Le alternative possibili.....	12
4. I METODI DI VALUTAZIONE AZIENDALE E I P.I.V.	12
4.1 Il metodo finanziario	13
4.2 Il metodo reddituale.....	13
4.3 Il metodo patrimoniale.....	13
4.4 Il metodo dei multipli	14
4.5 I metodi misti.....	14
4.6 Adottabilità dei P.I.V.....	14
5. LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE.....	15
6. IL VALORE RISULTANTE DAL METODO REDDITUALE -FINANZIARIO PER SCENARI	15
6.1 Gli scenari e le ipotesi	15
6.2 I tassi di attualizzazione.....	16
6.3 I risultati.....	17
7. L'ANALISI PROBABILISTICA DI CONTROLLO (SIMULAZIONE MONTECARLO)	18
8. ULTERIORI RISCONTRI	19
8.1 La capitalizzazione del canone di affitto	19
8.2 Il floor di liquidazione atomistica.....	19
9. DAL VALORE DI MERCATO AL VALORE DI LIQUIDAZIONE	20
10. CONCLUSIONI	20

1. PREMESSE: OGGETTO, FINALITA' E SVOLGIMENTO DELL'INCARICO

1.1 Conferimento dell'incarico

Con comunicazione in data 17 dicembre 2025, munita del visto del Giudice Delegato in pari data, il Curatore della liquidazione giudiziale n. 142/2025, dott. Piertomaso Napoli, ai sensi degli artt. 216 e 129 CCII, nominava lo scrivente dott. Andrea Astori, dottore commercialista, nato a Brescia il 16 maggio 1978, cod. fisc. STRNDR78E16B157T, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Brescia al n. 1914, ed iscritto al Registro dei Revisori Legali con D.M. del 12/02/2009 al numero 153809, G.U. n. 19 del 10/03/2009, domiciliato presso il proprio Studio in Brescia, Via Flero n. 28, quale esperto estimatore dell'azienda della società BEXB S.p.A., assegnando l'incarico professionale di seguito descritto.

La nomina dà atto che dall'inventario concluso in data 28.10.2025 e dal programma di liquidazione approvato in data 14.11.2025 è emersa la scarsa rilevanza dei valori dei beni di proprietà dell'azienda considerati atomisticamente, ravvisandosi l'opportunità di procedere alla valutazione dell'azienda nel suo complesso, azienda che è concessa in affitto alla società In-Lire S.p.A. Società Benefit al canone di euro 12.160 mensili oltre IVA sino al 16/07/2026, scadenza poi prorogata di ulteriori sei mesi.

1.2 Oggetto e obiettivi della valutazione

L'oggetto dell'incarico conferito allo scrivente rappresenta la valutazione del capitale economico dell'azienda di proprietà della società BEXB S.p.A. nell'ambito della procedura di liquidazione giudiziale, al fine di assegnare all'azienda un valore di mercato e il conseguente valore di liquidazione, nella particolare condizione in cui gli organi della procedura ne propongano la vendita competitiva secondo le procedure di cui agli artt. 214 e 216 CCII.

Lo scrivente intende evidenziare che la presente relazione costituisce a tutti gli effetti una valutazione piena ed è redatta secondo i Principi Italiani di Valutazione (di seguito P.I.V.) formulati dall'Organismo Italiano di Valutazione. Lo scrivente si è attenuto nello sviluppo dell'attività valutativa:

- alla rete concettuale di base dei P.I.V.;
- al disciplinare di cui al paragrafo II dei P.I.V. quanto all'attività dell'esperto;

- al Discussion Paper OIV n. 1/2025 sulla valutazione delle aziende in crisi¹ e alla Guida operativa CNDCEC 2025².

Da ultimo pare necessario precisare che la presente relazione consiste in un giudizio sul valore dell'azienda nella particolare condizione in cui si addivenisse ad una vendita forzata della medesima, ma che detto valore è nozione ben distinta dal prezzo che in concreto verrà esitato dalla vendita.

1.3 Dichiarazione d'indipendenza

Lo scrivente dichiara di essere indipendente dalla società BEXB S.p.A., dall'affittuaria In-Lire S.p.A. SB e dai rispettivi amministratori, e di non avere alcun interesse diretto e/o indiretto in operazioni riguardanti le società o l'azienda oggetto di stima.

In adempimento dell'incarico ricevuto lo scrivente ha esperito le necessarie verifiche e, dopo aver assunto le opportune informazioni effettuando, ove possibile, i più appropriati riscontri contabili e amministrativi, espone di seguito i risultati a cui è pervenuto.

1.4 Attività propedeutiche alla stima e limitazioni al presente elaborato

Lo scrivente si è recato in più occasioni presso la sede operativa dell'azienda in Brescia, via Cefalonia n. 49, ove ha ricevuto la collaborazione della curatela e dell'affittuaria, in persona del Presidente dott. Romi Fuke, per tramite dei quali sono state raccolte le informazioni rilevanti per la conoscenza del business aziendale nonché la documentazione contabile e gestionale elencata al punto 1.5.

Nella presente valutazione il sottoscritto si è avvalso delle risultanze derivanti dalla perizia di stima redatta dall'ing. Dario Distefano in data 14.3.2024, avente ad oggetto la valorizzazione dei beni mobili strumentali con riferimento al più probabile valore di realizzo.

L'incarico conferito non ha avuto ad oggetto, in quanto non richiesto, la verifica della regolare tenuta della contabilità. Pertanto, le procedure di verifica adottate ai fini della corretta esecuzione dell'incarico assegnato non costituiscono una revisione legale ai sensi del d.lgs. 39/2010. Inoltre, non è stata oggetto di verifica la corretta applicazione della normativa di cui

¹OIV – Organismo Italiano di Valutazione, Discussion Paper n. 1/2025, "La valutazione delle aziende in crisi".

²CNDCEC, Guida operativa "La valutazione delle aziende in crisi", 2025; si vedano altresì le Linee Guida per la valutazione di aziende in crisi.

agli artt. 2423 ss. c.c. e dei principi contabili nazionali. Altresì non si è proceduto a verificare l'esistenza di passività potenziali che possano comportare riflessi non contabilmente rilevati.

I dati gestionali del periodo 16.7.2025-30.6.2026 sono di fonte dell'affittuaria e non sono stati oggetto di revisione; lo scrivente ne ha peraltro verificato la coerenza interna, riscontrando che le commissioni contabilizzate riconciliano con il prodotto tra transato e CVF medio con scarti inferiori al 5%.

Inoltre, prima di procedere con la descrizione delle analisi e dei risultati a cui si è pervenuto, appare significativo indicare alcune limitazioni allo svolgimento dell'incarico, ulteriori rispetto a quanto sopra puntualizzato. In particolare:

- non sono state effettuate verifiche sui titoli di proprietà dei beni, basando la valutazione su quanto risultante dalla documentazione comunicata;
- il contenuto della presente relazione non può essere interpretato o assunto come una garanzia sul futuro andamento dell'azienda, considerato che si basa su elementi previsionali;
- il documento è unitario e le sue parti non possono essere utilizzate singolarmente.

Le modalità di svolgimento dell'incarico possono essere sintetizzate nelle seguenti fasi principali:

- analisi dei presupposti metodologici per la valutazione;
- individuazione ed analisi delle attività da sottoporre a valutazione;
- analisi dei risultati economici storici e dei dati gestionali correnti;
- individuazione dei criteri e delle metodologie valutative;
- stima dei parametri per l'applicazione delle metodologie valutative prescelte;
- sviluppo della valutazione in base alle metodologie individuate;
- verifica di robustezza dei risultati mediante analisi probabilistica e riscontri esterni.

1.5 I documenti acquisiti ed analizzati

I lavori peritali hanno avuto inizio con l'esame della documentazione reperita presso la sede della società e acquisita dallo scrivente anche in formato digitale. In particolare, al fine di svolgere l'incarico assegnato, lo scrivente ha analizzato la seguente documentazione:

- Atto costitutivo, Statuto e visura camerale;

- Sentenza dichiarativa 17.6.2025 n. 242/2025 e atti della procedura (inventario 28.10.2025; programma di liquidazione 14.11.2025);
- Bilanci di verifica al 31/12/2021 e al 31/12/2022; situazione contabile al 31/12/2023; situazione contabile al 31/12/2024 e al 17/6/2025;
- Contratto di affitto d'azienda del 21.7.2025 (rep. 39950, notaio Camardella) con allegati; bando 2.7.2025 e verbale di aggiudicazione 14.7.2025;
- Modello di contratto di adesione al Circuito con condizioni generali, sintesi d'accordo, allegato CVF e lettera di accettazione;
- Perizia di stima dei beni mobili strumentali (ing. Dario Distefano, 14.3.2024);
- Relazione dell'affittuaria del 4.8.2025 con presentazione strategica; contabilità del ramo BexB tenuta da In-Lire al 31.12.2025 e al 30.6.2026; documentazione analitica trasmessa il 7.8.2026³;
- Prospetto delle aziende attive con saldi in compensazione;
- Fonti pubbliche e di stampa specializzata citate nelle note.

La documentazione analitica di fonte dell'affittuaria, contenente dati nominativi di terzi e informazioni economiche riservate, unitamente all'esemplare di contratto di adesione sottoscritto, è depositata in versione integrale agli atti della procedura e resa disponibile agli offerenti qualificati in sede di data room, previo impegno di riservatezza; agli allegati della presente relazione sono uniti i soli dati in forma aggregata."

1.6 Data di riferimento

La valutazione s'intende riferita alla data del 30 giugno 2026, ultima situazione contabile e gestionale disponibile. La presente valutazione è svolta sulla base della documentazione meglio dettagliata nei precedenti paragrafi, ai quali si rimanda per la descrizione delle limitazioni al presente elaborato.

2. LA BEXB S.P.A. E L'AZIENDA OGGETTO DI STIMA

2.1 La società e la procedura

³Relazione del Presidente di In-Lire S.p.A. SB alla curatela, 4 agosto 2025, e documentazione analitica trasmessa il 7 agosto 2026 (transato mensile 01/2024-06/2026; conteggi adesioni e recessi 2020-2026; crediti scaduti e trasferiti; transazioni intercircuito).

BEXB S.p.A., costituita nel 2001 con sede in Brescia, ha esercitato l'attività di gestione di un circuito di scambi multilaterali in compensazione (*corporate barter*) tra imprese. Con sentenza del 17.6.2025 n. 242/2025 il Tribunale di Brescia ne ha dichiarato la liquidazione giudiziale. Già dal 2024 la gestione caratteristica era stata condotta da affittuarie succedutesi (Expandi S.r.l., poi Clubexb S.r.l.); a seguito di bando competitivo, dal 16.7.2025 l'azienda è condotta in affitto da In-Lire S.p.A. SB, con canone di € 12.160 mensili oltre IVA, obbligo di conservazione dell'efficienza, dell'insegna e dei livelli occupazionali, clausola risolutiva in caso di aggiudicazione della vendita con preavviso di 60 giorni e scadenza contrattuale al 16.7.2026, prorogata a mezzo della scrittura modificativa di contratto d'affitto d'azienda del 26/06/2026 di ulteriori sei mesi.

2.2 Legenda delle definizioni

Nel presente elaborato i termini che seguono hanno il significato qui attribuito, mutuato dalle condizioni generali del contratto di adesione al Circuito (C.G.C.) e dal contratto di affitto d'azienda.

Circuito – la comunità di imprese, creata e gestita da BEXB, in seno alla quale i Clienti effettuano acquisti e vendite con il meccanismo degli scambi multilaterali in compensazione (C.G.C., art. 1.1).

Barter multilaterale – la cessione di beni o prestazione di servizi da parte di un Cliente a favore di un altro, che ne corrisponde il corrispettivo, in tutto o in parte, cedendo o prestando a sua volta beni e servizi al primo o ad altri Clienti (contratto di affitto, art. 1).

Cliente (o Associato) – ogni soggetto che aderisce al Circuito in forza del contratto di adesione (C.G.C., art. 1.1); il contratto è annuale, con rinnovo tacito e disdetta con preavviso di due mesi (art. 11).

Credito (EuroBexB) – l'unità di conto del Circuito, di valore convenzionale pari a un euro; i Crediti non sono rappresentativi di depositi, valuta o titoli, non producono interessi e non sono in alcun caso convertibili in denaro presso il gestore (C.G.C., art. 5).

Estratto Conto / Posizione Contabile – l'insieme delle registrazioni degli acquisti e delle vendite di ciascun Cliente, tenute dal gestore (C.G.C., artt. 1.1 e 6).

Affidamento commerciale (fido) – la facoltà, concessa discrezionalmente dal gestore previa istruttoria, di effettuare acquisti anche in assenza di Crediti, entro un massimale, senza oneri

finanziari; il saldo negativo va compensato con vendite entro 12 mesi, decorsi i quali è dovuto il pareggio in denaro (C.G.C., artt. 8-9).

Quota associativa – il canone fisso annuale anticipato dovuto dal Cliente per l’adesione (C.G.C., art. 3): prima componente di ricavo del gestore.

CVF – Compenso sulle Vendite/Forniture – il corrispettivo percentuale dovuto al gestore su ciascuna vendita nel Circuito, differenziato per categoria merceologica (aliquote contrattuali 1-6%; media ponderata effettiva 3,73% nel periodo 2024-2026): seconda componente di ricavo (C.G.C., art. 3; allegato CVF).

Transato – il valore complessivo, in Crediti, delle transazioni intermedie nel Circuito in un periodo; base di calcolo del CVF.

Trader – la figura interna al gestore che assiste i Clienti negli scambi e cura la promozione delle aziende aderenti.

Agenzia – gli imprenditori incaricati di promuovere, verso retribuzione, l’adesione al Circuito e l’operatività dei Clienti.

Sbilancio del Circuito (“inflazione interna”) – l’eccedenza aggregata di saldi attivi in Crediti (circa € 17,9 mln da prospetto; ridotta sotto € 10 mln, al netto dei saldi BexB, conti tecnici e intercircuito, alla data della stima), contropartita di posizioni debitorie di aziende recedute o insolventi.

Velocità di circolazione – il numero medio di utilizzi annui di ciascuna unità di Credito (transato/massa dei Crediti): indicatore di vitalità del Circuito.

TFD e TFA – trattamento finale dipendenti e trattamento finale agenzia, come definiti dall’art. 1 del contratto di affitto.

Floor di liquidazione atomistica – il valore di realizzo dei beni mobili strumentali singolarmente considerati: € 27.000 (perizia ing. Distefano 14.3.2024).

2.3 Descrizione dell’azienda e del modello di business

L’azienda ha per oggetto la gestione di una stanza di compensazione per scambi multilaterali tra imprese: le aziende aderenti cedono beni e servizi ad altri iscritti ricevendo crediti di conto spendibili nel Circuito; a ciascun iscritto è attribuito un fido commerciale non oneroso, proporzionato a dimensione e affidabilità, che consente di anticipare gli acquisti rispetto alle vendite. L’attività è supportata da una piattaforma informatica sviluppata e mantenuta internamente e da una rete di agenzie territoriali. Il modello di ricavo si fonda su due

componenti: quote associative e canoni di rinnovo; commissioni (CVF) sulle transazioni intermedie⁴.

2.4 Il mercato di riferimento

Il mercato di riferimento è quello dei circuiti di compensazione commerciale (*barter*) e della cosiddetta moneta complementare: sistemi chiusi nei quali le imprese scambiano beni e servizi regolando le transazioni, in tutto o in parte, mediante crediti di conto anziché in valuta. Il comparto è presidiato a livello internazionale dall'associazione IRTA⁵ e conosce in Italia esperienze consolidate, tra le quali il circuito in-Lire (attivo dal 2018, circa 1.500 aziende e oltre € 75 mln di scambi cumulati) e altri operatori territoriali. Il valore per gli aderenti risiede nella liquidità addizionale non bancaria, nella valorizzazione della capacità produttiva inutilizzata e nell'accesso a nuovi canali commerciali.

Il circuito BexB è stato tra i primi e più rilevanti operatori nazionali: al picco contava oltre 3.000 associati, con transato dichiarato di € 70 mln nel 2016 e ricavi di circa € 3 mln (incidenza ~3,7% sul transato). La fisiologia economica di questi sistemi dipende dall'equilibrio tra posizioni attive e passive degli aderenti: l'accumulo di posizioni debitorie insolte genera un eccesso di saldi attivi non spendibili ("inflazione interna") che deprime la fiducia e la velocità di circolazione, sino a compromettere la funzionalità del circuito.

2.5 Lo squilibrio del circuito e la crisi

La crisi ha natura specifica aziendale e non settoriale. Nel Circuito si è progressivamente accumulato uno sbilancio di circa € 18 mln di saldi attivi, contropartita di posizioni debitorie di aziende recedute o insolventi, in assenza di meccanismi di garanzia, di assicurazione del credito (dismessa dal 2016) e di azioni di recupero. La velocità di circolazione si è ridotta a 0,16 volte/anno. Rileva peraltro che, per contratto, i saldi attivi non sono mai convertibili in denaro presso il gestore e, cessato il rapporto, decadono per rinuncia decorsi due anni di inutilizzo (C.G.C., artt. 5 e 13): lo sbilancio non costituisce quindi debito monetario dell'azienda, ma fattore di rischio economico-reputazionale, del quale si terrà conto nella costruzione degli scenari valutativi.

⁴Digital4.biz, "Bexb, con la moneta complementare le aziende recuperano liquidità e potere d'acquisto", 30 ottobre 2017, intervista al Presidente S. Bettini.

⁵IRTA – International Reciprocal Trade Association, associazione internazionale dei circuiti di scambio reciproco cui il circuito BexB partecipa.

2.6 La gestione dell'affittuaria e il risanamento in corso

Dal 16.7.2025 In-Lire ha avviato un piano di riequilibrio su sei linee (sviluppo commerciale, conti welfare B2E, circuiti internazionali IRTA, stanza di compensazione intercircuito, cauzioni sui fidi, recupero crediti). Alla data della stima risultano: ritorno all'utile del ramo (+€ 75.354 nel primo semestre 2026, al netto di poste straordinarie); ripresa delle nuove adesioni (€ 114.005 di canoni da nuovi clienti nel semestre); primi trimestri con saldo positivo tra adesioni e recessi dal 2020; azzeramento di € 1,15 mln di crediti scaduti ex art. 13 C.G.C.; riduzione dell'inflazione effettiva sotto € 10 mln; transazioni intercircuito per ulteriori € 138 mila di riassorbimento. Gli obiettivi commerciali dell'affittuaria risultano peraltro conseguiti solo in misura del 20-56% e la rete agenti presenta rilevanti vuoti territoriali (Milano, Firenze, Torino, Campania, Veneto), che costituiscono il principale vincolo alla crescita.

2.7 Le evidenze contabili

Gestione diretta 2021-2023 (dati normalizzati):

€	2021	2022	2023
Quote associative	1.220.857	1.071.680	964.773
Commissioni/servizi	720.941	708.135	568.393
Ricavi caratteristici (con vari)	1.998.533	1.837.952	1.567.248
EBITDA contabile	139.797	(413.618)	(170.448)
Costi straordinari e organi sociali	198.128	480.935	220.086
EBITDA normalizzato	337.925	67.317	49.638
Margine %	16,9%	3,7%	3,2%

Normalizzazioni: compensi CdA e contributi; collegio sindacale e revisione; compenso fine mandato agenti eccedente (one-off 2022 € 277.624). Esclusi accantonamenti, oneri finanziari e straordinari.

Gestione dell'affittuaria (16.7.2025 – 30.6.2026), nella prospettiva dell'acquirente:

€	2H 2025 (5,5 mesi)	1H 2026 (6 mesi)	Run-rate annuo
Quote associative	338.655	431.449	862.898
Commissioni di intermediazione	186.128	158.680	317.360
Ricavi caratteristici (con vari)	553.791	606.902	1.213.804
EBITDA ante canone di affitto	164.936	149.227	298.454
Margine %	29,8%	24,6%	24,6%

Dati al lordo del canone di affitto d'azienda (non costo per l'acquirente) e al netto dell'accantonamento straordinario di € 442.882 su crediti verso le precedenti affittuarie, costituito su richiesta dei sindaci dell'affittuaria e da considerarsi elemento straordinario estraneo alla gestione del circuito. Nelle proiezioni si applicano normalizzazioni prudenziali per € 80.000 annui (ratei e mensilità aggiuntive; costi di gruppo non allocati).

Transato, CVF e base clienti:

	2024	2025	1H 2026
Transato (€)	11.478.190	9.866.700	4.067.499
CVF medio ponderato	3,86%	3,68%	3,63%
Aziende con contratto attivo (fine periodo)	893	811	822
Nuove adesioni	95	90	86
Recessi	187	172	75

Il transato decresce del 14-18% annuo, ma la base clienti mostra la prima inversione dal 2020 e le commissioni contabilizzate riconciliano con $\text{transato} \times \text{CVF}$. La quota associativa media effettiva è di circa € 1.000-1.050 per cliente. Al picco storico (2016) il transato era pari a € 70 mln: il confronto documenta al contempo la gravità del declino e la capienza teorica di recupero del sistema.

3. LA VALUTAZIONE DELL'AZIENDA IN CRISI

Il tema della valutazione delle aziende in crisi pone quale primo importante passaggio l'identificazione dello stato in cui versa l'impresa. Si distingue infatti tra impresa in crisi e impresa insolvente dove, nel primo caso, l'esperto è tenuto a stimare il valore degli strumenti di equity o di debito in relazione ai diversi valori che l'attivo può assumere, in uno spettro assai ampio di scenari che spaziano dal risanamento al default. Nel caso di imprese insolventi l'esperto è chiamato invece a stimare il valore dell'attivo dell'impresa a prescindere dalla struttura del passivo, in quanto dal valore dell'attivo discendono i possibili percorsi di soluzione dell'insolvenza. Una terza categoria d'impresa è quella delle imprese in procedura, con ciò definendo quelle imprese insolventi assoggettate alle soluzioni assistite previste dalla legge.

La BEXB S.p.A. appartiene a quest'ultima categoria di imprese, posto che evidenzia, rispetto alle imprese in condizioni ordinarie, un profilo maggiore di rischio, una diversa natura e origine

dello stato di difficoltà nonché differenti tipologie di rischi specifici. Nel caso di specie, oggetto dell'incarico è la determinazione del valore di mercato dell'azienda nell'ottica della vendita competitiva: la valutazione si fonda sull'attribuzione di valore al complesso aziendale escludendo le passività, che restano oggetto di accertamento al passivo della procedura, e i crediti anteriori, che restano nella titolarità della medesima (artt. 5-6 del contratto di affitto).

3.1 Le alternative possibili

In termini di migliore assegnazione di valore al complesso aziendale, si evidenziano le seguenti alternative: 1) azienda in continuità indiretta (condotta in affitto sino alla vendita); 2) azienda non operativa. Nel primo caso la procedura ha la possibilità di valorizzare un complesso aziendale funzionante, condotto da un soggetto terzo verosimilmente interessato a una futura acquisizione. In particolare, si evidenziano i seguenti effetti positivi sulla valorizzazione delle componenti attive:

- mancata dispersione del know-how e della piattaforma informatica;
- mantenimento dei livelli occupazionali (circa 30 addetti);
- continuità nei rapporti con la clientela aderente (824 aziende con contratto attivo) e con la rete di agenzie;
- conservazione della fiducia degli aderenti, condizione di sopravvivenza di un circuito di compensazione.

La componente temporale assume rilevante significatività: uno stato più o meno prolungato di fermo porterebbe alla perdita di gran parte della clientela, a dinamiche occupazionali negative e alla dissoluzione del Circuito, comprimendo il valore verso il solo realizzo atomistico dei beni mobili (€ 27.000). L'ipotesi valutativa assunta è che l'azienda sia condotta in continuità indiretta sino alla vendita e consegnata all'aggiudicatario in funzionamento.

4. I METODI DI VALUTAZIONE AZIENDALE E I P.I.V.

La presente sezione è dedicata ai criteri metodologici più diffusamente applicati in sede di valutazione d'azienda o di specifici rami d'azienda. Ritenendo necessario fornire alcune argomentazioni di natura teorica ed operativa relativamente al criterio prescelto in questa perizia valutativa, l'obiettivo che ci si pone è quello di descrivere in estrema sintesi gli approcci valutativi in uso, discutendo successivamente le problematiche connesse al caso specifico

oggetto di stima. Come è noto in letteratura⁶, i metodi valutativi d'azienda possono in generale basarsi sull'analisi dei seguenti elementi: il patrimonio; i flussi di risultato; l'*economic profit*; le grandezze economiche e finanziarie di soggetti appartenenti al medesimo settore di attività (comparable).

4.1 Il metodo finanziario

Il processo valutativo porta alla determinazione del valore attualizzato dei flussi che saranno disponibili. Fissato un orizzonte temporale entro cui si prevede saranno collocati i flussi futuri, rappresentati dai flussi di cassa operativi e dall'eventuale valore residuo esistente a fine periodo, si procede alla determinazione della differenza tra il valore atteso dei flussi monetari, scontati ad un tasso espressivo del costo medio ponderato del capitale (WACC), e i debiti finanziari onerosi: in formule, $W = \sum FC_t / (1+WACC)^t + VR / (1+WACC)^n - D$. Nella variante *unlevered* qui rilevante, ove si stimi il valore dell'attivo operativo a prescindere dalla struttura finanziaria, il tasso è il costo del capitale *unlevered* e non si opera alcuna deduzione di debiti, estranei al perimetro di cessione.

4.2 Il metodo reddituale

In questo caso il valore dell'azienda viene fatto dipendere dalla capacità della medesima di generare redditi futuri. Le grandezze oggetto di attualizzazione sono rappresentate dai redditi netti conseguibili durante l'orizzonte temporale, con eventuale valore residuo stimato in ipotesi di rendita perpetua. La quantificazione dei redditi prevede una procedura di "normalizzazione", attraverso la quale si provvede a rimuovere i condizionamenti indotti dalle componenti straordinarie e da quelle estranee alla gestione corrente e, in genere, da tutte le politiche di bilancio che potrebbero distorcere la stima del reddito effettivamente conseguibile in futuro. Matematicamente, $V = \sum R_t / (1+k)^t$, che in ipotesi di orizzonte illimitato si riduce a $V = R/k$.

4.3 Il metodo patrimoniale

L'approccio si sostanzia nella stima dei singoli elementi del patrimonio aziendale che concorrono a determinare il capitale investito. L'attività valutativa può considerare i soli valori iscritti in bilancio (metodo patrimoniale semplice) ovvero estendersi a tutti gli altri elementi attribuibili a beni immateriali che, sebbene non direttamente espressi nel sistema dei valori di

⁶Si veda, su tutti, Guatri L., Bini M., Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, Università Bocconi Editore, Milano, 2005.

bilancio, sono ritenuti parte integrante del patrimonio aziendale (metodo patrimoniale complesso)⁷. Formalmente $V = PNC \pm \text{plus/minusvalenze da revisione degli elementi attivi e passivi (PNR)}$.

4.4 Il metodo dei multipli

Il valore d'impresa viene determinato attraverso multipli di alcune caratteristiche quantità aziendali espressi dal mercato e riferiti a società quotate o a transazioni comparabili operanti nel medesimo settore (ad esempio EV/EBITDA, EV/Sales, P/E). L'attrattività del metodo deriva dalla sua facilità d'utilizzo; la relativa semplicità di calcolo evidenzia d'altro canto criticità rilevanti quando non esistano aziende comparabili in condizioni omogenee, circostanza tipica delle aziende in crisi⁸.

4.5 I metodi misti

La logica di fondo si basa sulla considerazione che il valore del capitale economico è determinato dalla somma di due fattori: il valore delle attività aziendali in essere e il valore dei redditi eccedenti il rendimento atteso delle medesime. La soluzione più diffusa è il metodo misto patrimoniale-reddituale, secondo il quale il valore dell'azienda si ottiene sommando il patrimonio netto rettificato (PNR) e il sovra-reddito attualizzato, che quantifica l'avviamento: $V = PNR + (R - i \cdot PNR) \cdot a(n, i')$. Quando tale ultimo fattore è positivo si parla di *goodwill*; se negativo, di *badwill*.

4.6 Adottabilità dei P.I.V.

Il sottoscritto evidenzia che, nella valutazione dell'azienda di proprietà della società BEXB S.p.A., si è attenuto ai presupposti concettuali che ispirano i P.I.V., esplicitando — come dagli stessi richiesto — finalità, oggetto, unità di valutazione, configurazione di valore e data della stima (cfr. §§ 1.2, 1.6, 5).

⁷Si distingue, in proposito, tra beni immateriali iscritti in bilancio dotati di valore di mercato (metodi patrimoniali complessi di I grado) e beni immateriali non iscritti in bilancio che possono essere oggetto di autonomo trasferimento (rete di vendita, personale), dotati anch'essi di un valore di mercato (metodi patrimoniali complessi di II grado).

⁸ Cfr. Discussion Paper OIV n. 1/25, cit., §§ 126 e 164, sull'impiego dei multipli nella valutazione di aziende in crisi.

5. LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE

La scelta del metodo di stima dell'azienda è stata condizionata in maniera sensibile dalla specificità e dallo stato della medesima. Il metodo patrimoniale, anche nella variante complessa, non è idoneo al caso di specie: l'attivo materiale è di rilevanza trascurabile (€ 27.000) e il valore è pressoché integralmente concentrato in componenti immateriali — piattaforma, marchio, portafoglio contratti, know-how — non separabili dal funzionamento del Circuito, la cui valorizzazione autonoma condurrebbe comunque a una stima reddituale mascherata. Il metodo dei multipli è precluso dall'assenza di società o transazioni comparabili in condizioni omogenee. I metodi fondati sui flussi sono invece applicabili: diversamente da altre fattispecie, lo scrivente dispone di una base dati gestionale ampia e recente (trenta mensilità di transato, sei anni di serie adesioni/recessi, dodici mesi di contabilità del ramo in continuità indiretta) idonea a sostenere proiezioni razionali.

In conformità al Discussion Paper OIV n. 1/2025, che per le aziende in procedura richiede al valore di mercato di esprimere un valore medio atteso rispetto alla rosa degli scenari possibili, il metodo principale adottato è il **reddituale-finanziario per scenari ponderati** (DCF *unlevered* su tre scenari, con probabilità esplicite e *floor* di liquidazione atomistica per lo scenario di collasso). A controllo del risultato sono svolte: (i) un'analisi probabilistica mediante simulazione Montecarlo, che generalizza gli scenari discreti in distribuzioni calibrate sui dati osservati; (ii) la capitalizzazione del canone di affitto formatosi in asta competitiva; (iii) il confronto con il *floor* atomistico. La configurazione di valore ricercata è il valore di mercato, dal quale si deriva il valore di liquidazione mediante sconto motivato.

6. IL VALORE RISULTANTE DAL METODO REDDITUALE - FINANZIARIO PER SCENARI

6.1 Gli scenari e le ipotesi

Sono stati costruiti tre scenari: **A – riequilibrio** (prosecuzione del risanamento con crescita moderata, ben inferiore agli obiettivi dell'affittuaria); **B – inerziale** (stabilizzazione senza crescita); **C – collasso** (perdita di fiducia e dissoluzione della rete, con realizzo del solo *floor* atomistico). I flussi sono *unlevered*, al netto di imposte figurative (27,9%), capex di mantenimento (2% dei ricavi) e variazione del circolante (5% della variazione ricavi), su orizzonte esplicito di 5 anni.

Ipotesi	Scenario A	Scenario B
Ricavi anno 1	€ 1.200.000	€ 1.100.000
Crescita annua	+6%	-2%
EBITDA % (anno 1 → anno 5)	16% → 20%	12% → 12%
Tasso di sconto	21% (ku 12% + rischio scenario 3% + execution 6%)	15% (ku 12% + rischio scenario 3%)
Probabilità	45,5%	24,5%

Scenario C: probabilità 30%, valore pari al floor di € 27.000. Le probabilità riflettono il risanamento documentato e, in senso opposto, la fragilità della rete agenti e il parziale conseguimento degli obiettivi commerciali. I margini sono prudenzialmente inferiori al 24,6% osservato nel run-rate e ancorati tra il livello attuale e il 16,9% del 2021.

6.2 I tassi di attualizzazione

Il tasso base è il costo del capitale *unlevered* (ku) stimato con il CAPM nella misura del 12%, cui si sommano, in conformità al DP OIV (§§ 110 e 169), il premio per il rischio di scenario (3%), dovuto all’impiego di flussi condizionati e non medi attesi, e — per il solo scenario A — il premio per il rischio di *execution* (6%), riferito a iniziative dell’affittuaria non ancora pienamente sperimentate. Il rischio di collasso non è incluso nei tassi, essendo già catturato dalla ponderazione dello scenario C: ciò al fine di evitare doppi conteggi (DP OIV § 19).

La misura del ku (12%) risulta dal seguente *build-up*: tasso privo di rischio, assunto pari al rendimento lordo dei titoli di Stato decennali (circa 3,5%); premio per il rischio azionario del mercato italiano (5,5-6%); coefficiente beta *unlevered* prossimo all’unità, desunto da società di servizi B2B e piattaforme; premio dimensionale e di illiquidità per una microimpresa non quotata (2,5-3%). La struttura finanziaria assunta è *full equity*, come indicato dal DP OIV (§ 110.a) per i piani caratterizzati da rilevanti discontinuità e coerentemente con il perimetro di cessione, privo di indebitamento. I tassi complessivi così ottenuti (21% per lo scenario A; 15% per lo scenario B) risultano peraltro coerenti con i rendimenti richiesti dagli investitori di capitale privato in operazioni di sviluppo e ristrutturazione rilevati dalle fonti richiamate dal DP OIV (§§ 110 e 169).

In conformità al § 169 del DP OIV, si esplicita l’equivalenza del premio per il rischio di scenario mediante *reverse engineering*: l’applicazione del premio del 3% equivale ad attualizzare, ai tassi al netto di tale premio, flussi linearmente ridotti del 7,0% (scenario A) e del 6,9% (scenario B).

6.3 I risultati

In coerenza con l'impostazione prudenziale della presente relazione, il valore di riferimento è determinato senza riconoscimento del valore terminale (orizzonte finito quinquennale); la variante con valore terminale è esposta a soli fini informativi. Di seguito il dettaglio analitico dei flussi attualizzati dei due scenari di continuità (valori in euro).

Scenario A – riequilibrio (tasso 21%):

Anno	Ricavi	EBITDA %	EBITDA	Capex	Imposte	ACCN	FCF	Val. attuale @21%
1	1.200.000	16,0%	192.000	24.000	46.872	-	121.128	100.106
2	1.272.000	17,0%	216.240	25.440	53.233	3.600	133.967	91.501
3	1.348.320	18,0%	242.698	26.966	60.189	3.816	151.726	85.645
4	1.429.219	19,0%	271.552	28.584	67.788	4.045	171.134	79.835
5	1.514.972	20,0%	302.994	30.299	76.082	4.288	192.325	74.150
							Valore A	431.238

Scenario B – inerziale (tasso 15%):

Anno	Ricavi	EBITDA %	EBITDA	Capex	Imposte	ACCN	FCF	Val. attuale @15%
1	1.100.000	12,0%	132.000	22.000	30.690	-	79.310	68.965
2	1.078.000	12,0%	129.360	21.560	30.076	(1.100)	78.824	59.602
3	1.056.440	12,0%	126.773	21.129	29.475	(1.078)	77.247	50.791
4	1.035.311	12,0%	124.237	20.706	28.885	(1.056)	75.702	43.283
5	1.014.605	12,0%	121.753	20.292	28.307	(1.035)	74.188	36.885
							Valore B	259.526

€	Con valore terminale	Senza valore terminale
Valore scenario A	784.000	431.000
Valore scenario B	505.000	260.000
Valore scenario C (floor)	27.000	27.000
Valore di mercato (media ponderata)	489.000	268.000

L'impostazione senza valore terminale — assunta quale riferimento della presente stima — equivale alla determinazione autonoma dell'avviamento su orizzonte finito, da sommare al valore dei beni strumentali; il valore terminale della variante informativa è determinato in ipotesi di perpetuità senza crescita del flusso dell'ultimo anno. La media ponderata di

riferimento è dunque: $45,5\% \times 431.238 + 24,5\% \times 259.526 + 30\% \times 27.000 = \text{€ } 267.897$, arrotondato in **€ 268.000**.

La robustezza del risultato senza valore terminale è verificata al variare del tasso dello scenario A (± 3 punti, applicando allo scenario B il tasso al netto del premio di *execution*) e della probabilità di collasso pC: il valore di mercato resta compreso tra € 219.000 e € 325.000.

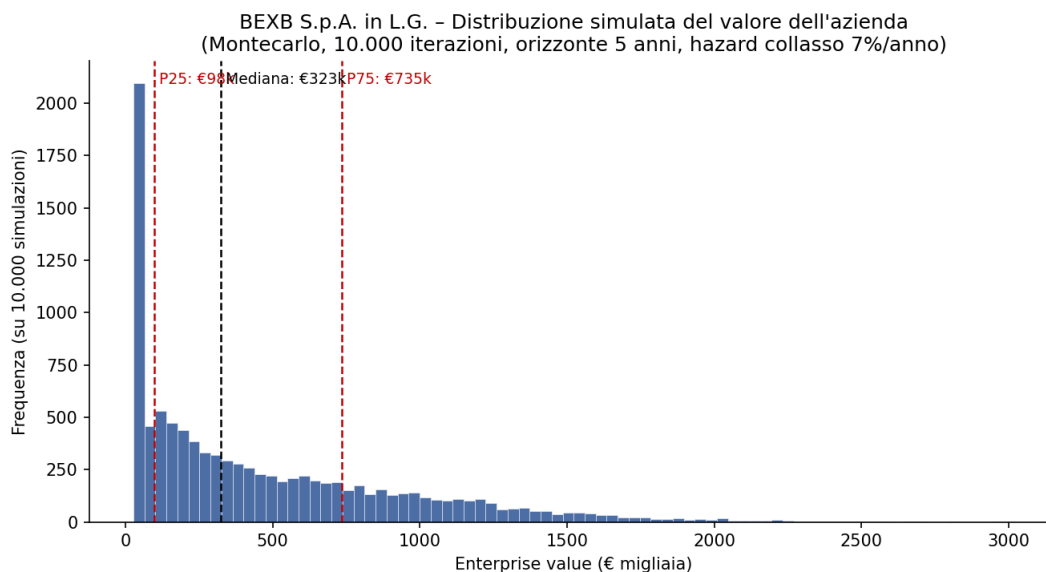
Sensitività del valore di mercato (senza valore terminale):

Tasso scenario A	pC 20%	pC 30%	pC 40%
18%	324.519	287.329	250.139
21%	302.311	267.897	233.483
24%	282.484	250.549	218.613

7. L'ANALISI PROBABILISTICA DI CONTROLLO (SIMULAZIONE MONTECARLO)

A controllo del metodo principale è stata svolta una simulazione Montecarlo (10.000 iterazioni, generatore a seme fisso, codice agli atti): in luogo di tre scenari discreti, le variabili chiave sono campionate da distribuzioni calibrate sui dati osservati (tasso di recesso $17\% \pm 3\%$; nuove adesioni 140 ± 40 /anno; quota media € 1.000 ± 100 ; transato per cliente € 10.000 con crescita $0\% \pm 10\%$; CVF $3,73\% \pm 0,25\%$; provvigioni 22% dei ricavi; costi fissi € 705.000 indicizzati al 2%). Il rischio di collasso è modellato come evento discreto con hazard del 7% annuo (probabilità cumulata quinquennale $\sim 30\%$, coerente con lo scenario C); coerentemente, i flussi sono attualizzati al solo costo del capitale *unlevered* (12%), essendo i rischi idiosincratici incorporati nelle traiettorie, e il valore terminale, nelle sole traiettorie sopravvissute, è scontato al tasso maggiorato dell'hazard (19%).

€	Con valore terminale	Senza valore terminale
Media	477.000	300.000
Mediana	323.000	257.000
Intervallo interquartile (P25-P75)	98.000 – 735.000	95.000 – 451.000
P10 – P90	27.000 – 1.165.000	27.000 – 633.000
Probabilità di esito al floor	17,7%	17,8%



Distribuzione simulata del valore (con valore terminale). L'asimmetria positiva — mediana inferiore alla media — indica che l'esito "tipico" è più contenuto del valore atteso, sostenuto dalle code favorevoli.

Le medie simulate (€ 477.000 con valore terminale; € 300.000 senza) risultano pressoché coincidenti con i valori del metodo per scenari (€ 489.000 e € 268.000), pur derivando da impianti indipendenti: la convergenza conforta l'affidabilità dell'intervallo di stima. La sensibilità del risultato è massima rispetto al saldo tra recessi e nuove adesioni: una variazione di ± 40 adesioni/anno sposta la media di circa $\pm \text{€ } 150.000$, a conferma della centralità della rete commerciale.

8. ULTERIORI RISCONTRI

8.1 La capitalizzazione del canone di affitto

Il canone formatosi in asta competitiva (€ 145.920 annui) fornisce un'evidenza di mercato diretta. Capitalizzandolo a tassi compresi tra il 12% e il 20% (intervallo tra costo del capitale e rendimenti richiesti su attivi *distressed*; DP OIV §§ 130-133), si ottiene un valore implicito di € 0,73-1,22 mln, da leggere quale limite superiore: il canone incorpora verosimilmente anche il valore dell'opzione strategica dell'affittuaria (integrazione dei circuiti e prospettiva di acquisto), oltre la pura remunerazione del complesso aziendale; depone comunque per un valore dell'azienda significativamente positivo.

8.2 Il floor di liquidazione atomistica

Il valore dei beni mobili strumentali singolarmente considerati è di € 27.000 (perizia ing. Distefano); software e marchio, isolatamente considerati, hanno realizzo incerto e

verosimilmente modesto fuori dal contesto del Circuito. Il *floor* rappresenta il limite inferiore assoluto della stima.

9. DAL VALORE DI MERCATO AL VALORE DI LIQUIDAZIONE

La vendita avverrà in sede competitiva con le modalità della procedura: assenza di garanzie del venditore, due diligence compressa, obbligo a vendere. Dal valore di mercato si perviene al valore di liquidazione applicando uno sconto “puro” del 12%, nella parte alta dell’intervallo empirico degli sconti da vendita forzata (8-14%)⁹, senza duplicare i rischi già riflessi nelle probabilità di scenario. Mitiga lo sconto l’immediata disponibilità del complesso (clausola risolutiva dell’affitto per aggiudicazione con preavviso di 60 giorni); lo aggrava la dipendenza della continuità dalla gestione dell’affittuaria, che è al contempo il più probabile offerente.

10. CONCLUSIONI

Il sottoscritto estimatore, in base ai metodi di valutazione ai quali si è ispirato nell’espletamento del proprio incarico ed alle osservazioni sopra svolte, tenuto conto che detta relazione è stata improntata su criteri prudenziali,

determina

il **valore di mercato** dell’azienda della società BEXB S.p.A. in liquidazione giudiziale, nell’ipotesi in cui il complesso aziendale sia condotto in continuità indiretta sino alla vendita e consegnato all’aggiudicatario in funzionamento, secondo la consistenza attuale in termini di dotazione di beni strumentali, piattaforma informatica, lavoratori dipendenti e contratti con la clientela aderente, in complessivi **euro 270.000** alla data del 30 giugno 2026, valore determinato senza riconoscimento di valore terminale oltre l’orizzonte quinquennale e collocato nella parte centrale dell’intervallo € 230.000-300.000 individuato dalla convergenza del metodo reddituale-finanziario per scenari e dell’analisi probabilistica di controllo, tenuto conto dell’asimmetria della distribuzione dei possibili esiti; con l’avvertenza che l’applicazione di impostazioni alternative — il riconoscimento pieno del valore oltre l’orizzonte quinquennale ovvero la capitalizzazione del canone di affitto formatosi in asta — avrebbe riflesso valori superiori, e che la scelta prudenziale è giustificata dai risultati negativi conseguiti dalla società

⁹ Dinc S., Erel I., Liao R., "Fire sale discount: evidence from the sale of minority equity stakes", Journal of Financial Economics, 125 (2017), 475-490.

nei periodi anteriori all'affitto e dalla dipendenza del valore dalla prosecuzione del risanamento in corso;

il **valore di liquidazione**, quale base per l'esperimento di vendita competitiva, in complessivi **euro 240.000**, ottenuto applicando al valore di mercato lo sconto da vendita forzata con arrotondamento, con la specificazione che detto valore rappresenta il prezzo base al quale il complesso aziendale potrebbe essere posto in vendita in sede di asta competitiva, con le incertezze del caso sui valori effettivi di realizzo.

Si evidenzia che la stima è condizionata alla prosecuzione della gestione in continuità indiretta sino alla vendita; l'eventuale interruzione dell'affitto senza subentro comprimerebbe rapidamente il valore verso il *floor* atomistico (€ 27.000)

Brescia, 7 settembre 2026

Lo stimatore

Dott. Andrea Astori

Allegati:

- A) modello di calcolo (input, storico normalizzato, scenari, DCF, controlli);
- B) simulazione Montecarlo (codice sorgente, parametri, risultati, istogramma);
- C) perizia beni mobili 14.3.2024;
- D) serie transato e conteggi adesioni/recessi (fonte In-Lire);
- E) contratto di affitto d'azienda 21.7.2025;