



# TRIBUNALE DI MILANO

SEZIONE FALLIMENTARE

Fallimento Consulmarketing s.p.a. R.G. 873/2018

Giudice Delegato: Dott. Francesco Pipicelli

Curatore: Avv. Fabrizio Pellegrini

**RELAZIONE DI STIMA DEL VALORE DELL'AZIENDA IN**

**ESERCIZIO DI CONSULMARKETING S.P.A.**

**CONSULMARKETING<sup>®</sup>**  
EUROPEAN MARKETING COMPANY



## Sommario

1.	Natura e finalità dell'incarico .....	3
2.	Documenti analizzati.....	5
3.	Disclaimer .....	7
4.	Breve descrizione dell'attività svolta.....	7
5.	Le Business Unit (BU) o aree di business .....	8
5.1	<i>Merchandising o Field Marketing</i> .....	9
5.2	<i>Customized research (ricerche di mercato)</i> .....	10
5.3	<i>Monitoring (data collection)</i> .....	12
5.4	<i>In-store promotion</i> .....	13
5.5	<i>Consulenza marketing</i> .....	14
6.	La forza lavoro .....	14
7.	Il Perimetro aziendale e la composizione dell'Attivo patrimoniale	15
8.	Il conferimento in natura di TVN srl .....	21
9.	Analisi dei dati storici di bilancio .....	21
10.	Criticità alla base della valutazione e impostazione metodologica..	22
11.	Metodologie adottate per la valutazione dell'azienda .....	25
12.	Determinazione del Valore dell'azienda.....	28
12.1	<i>Il Capitale umano</i> .....	28
12.2	<i>Il portafoglio clienti</i> .....	33
12.3	<i>La componente tecnologica.</i> .....	36
13.	Valutazione finale .....	41



## 1. Natura e finalità dell'incarico

Il sottoscritto, Dott. Danilo Cannella, nato a Palermo (PA), il 16 settembre 1969, Dottore Commercialista iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano al n. 5473 e Revisore Legale, iscritto al registro dei Revisori Legali al n. 128459, ha ricevuto dall'Avv. Fabrizio Pellegrini, curatore del Fallimento **Consulmarketing S.p.A.**, con sede in Milano (MI), Via Aurelio Saffi 31, capitale sociale Euro 10.000.000 i.v., Codice fiscale 07871560962, [di seguito anche "la **Società**"], dichiarato dal Tribunale di Milano, con sentenza n. 898/2018, del 22 novembre 2018, R.G. 873/2018, l'incarico di **stimare il valore del capitale economico** dell'azienda in funzionamento che la Società conduce in forza di un contratto d'affitto d'azienda pendente alla data di fallimento, al fine di consentire agli organi della Procedura di **svolgere una procedura competitiva**, secondo le previsioni dell'art. 107 L.F., per la vendita unitaria dell'azienda in funzionamento o eventualmente di suoi singoli rami.

La Procedura, ancorché mera affittuaria dell'azienda oggetto di valutazione e titolare esclusivamente di un diritto di godimento della stessa, autorizzata ai sensi dell'art. 104 L.F. all'esercizio provvisorio, ha il potere di disporre la vendita dell'azienda, anche nell'interesse delle concedenti che, come si vedrà, sono state anch'esse assoggettate a fallimento.

La valutazione dell'azienda dovrà conseguentemente tenere conto delle particolari condizioni e modalità con le quali si procederà al collocamento sul mercato della stessa.

La finalità

L'incarico

Il potere di disporre



In particolare, alla vendita dell'azienda si applicheranno le disposizioni in materia di **vendite fallimentari**, tra le quali quella contenuta nell'art. 105, co. 4, L.F., secondo cui, salvo non sia diversamente convenuto tra le parti, è esclusa la responsabilità dell'acquirente per i debiti relativi all'azienda ceduta, sorti prima del trasferimento.

Il regime delle  
vendite fallim.

L'azienda oggetto di valutazione è in funzionamento in quanto il Tribunale di Milano, con il provvedimento del 29 novembre 2018, ne ha autorizzato l'esercizio provvisorio, ai sensi dell'art. 104 L.F.

L'esercizio  
provvisorio

Pertanto il processo valutativo dell'azienda non terrà conto né delle passività sorte in data antecedente la dichiarazione di fallimento, né di quelle sorte successivamente, per effetto dell'esercizio provvisorio e maturate sino alla data di efficacia del trasferimento della proprietà dell'azienda. Queste passività, infatti, faranno esclusivamente capo al Fallimento cedente.

L'esclusione di  
responsabilità

È peraltro consentito alla Parti di prevedere l'accollo in capo all'acquirente di passività anteriori al fallimento, accollo che costituirà una modalità di pagamento del prezzo di cessione, a condizione che non venga alterato l'ordine delle cause legittime di prelazione.

L'accollo di  
passività ante

Tale ultimo vincolo fa sì che difficilmente l'accollo di passività anteriori il trasferimento potrà riguardare debiti diversi da quelli maturati nei confronti dei lavoratori dipendenti, il cui credito, come noto, è assistito dal privilegio ante primo grado, ex art. 2751-bis, n. 1, c.c.

In ogni caso, costituendo l'accollo di passività anteriori al fallimento una modalità



di pagamento del prezzo, delle stesse non si terrà conto nel processo valutativo dell'azienda.

Al fine di fornire una valutazione dell'azienda quanto più possibile prossima alla data nella quale si procederà al suo collocamento sul mercato, si è ritenuto di riferire la valutazione al **31 dicembre 2018** (data di riferimento della valutazione).

La data di  
riferimento

## 2. Documenti analizzati

Il processo valutativo si è basato su dati, notizie, file e documenti messi a disposizione dalla direzione aziendale.

In particolare, sono stati esaminati i seguenti documenti e file:

1. Contratto d'affitto d'azienda, sottoscritto il 2 agosto 2012, n. di Rep. 20442 reg. il 9 agosto 2012 al n. 30827, Serie 1T, in forza del quale la Società ha la disponibilità dell'azienda (**All. 1**);
2. Relazione di stima del 14.12.2015 del ramo d'azienda di pertinenza del Fallimento Consulmarketing S.r.l. (R.G. 960/2014) (**All. 2**);
3. Relazione di stima del 14.12.2015 del ramo d'azienda di pertinenza del Fallimento Marketing Coop. soc.cop. (R.G. 885/2014) (**All. 3**);
4. Atto di conferimento in natura in esecuzione di un aumento di capitale sociale del 11 aprile 2016 (**All. 4**);
5. Perizia di stima del 21 marzo 2016 dei beni oggetto del conferimento (**All. 5**);



6. Bilanci d'esercizio della Consulmarketing S.p.A. relativi agli esercizi 2015, 2016 e 2017 (**All. 6.1, 6.2 e 6.3**);
7. Situazione contabile al 21.11.2018 (data di fallimento) (**All. 7**);
8. Piano di ristrutturazione 2018-2022 del 06.11.2018 (**All. 8**);
9. Contratti di locazione immobiliare pendenti alla data di fallimento;
10. Tabella excel "*Elenco Clienti Attivi al 25.01.2019*", contenente l'evidenza dei contratti attivi per B.U. di riferimento, dell'ammontare dei ricavi attesi per l'anno 2019 e della loro marginalità a livello di singola B.U. (**All. 9**);
11. Contratto con Nielsen, principale cliente della B.U. "Monitoring";
12. Organigramma societario aggiornato al 13.01.2019 (**All. 10**);
13. Tabella excel "*Webreport totale 2018\_24.01.2019*", contenente i dati relativi alla retribuzione annua lorda e alla B.U. di riferimento dei singoli manager;
14. Tabella excel "*Riepilogo\_Sim\_Dati\_Voce*", che riepiloga i costi dei telefoni concessi in uso ai lavoratori;
15. Tabella excel "*ParcoAuto*", che riepiloga i costi derivanti dalla concessione ai dipendenti dell'auto aziendale;
16. Scheda contabile accesa a "Spese avviamento nuovi business";
17. Scheda contabile accesa a "Commercial Consulting";
18. Visura storica della Consulmarketing S.p.A.;
19. Visura storica della Grigua S.r.l., società partecipata al 60%;
20. Bilanci d'esercizio della partecipata Grigua S.r.l. relativa agli esercizi 2015, 2016 e 2017 (**All.11.1, 11.2 e 11.3**);



21. Contratto di collaborazione con Grigua S.r.l. del 23.12.2017 (**Al. 12**);
22. Certificato ASSIRM (**Al. 13**);
23. Certificato ESOMAR rilasciato al Direttore Generale (**Al. 14**).

Nel processo valutativo si è tenuto conto anche delle informazioni che sono state fornite nel corso dei colloqui con la direzione aziendale e che sono frutto dell'esperienza di coloro che da anni operano nel settore del field marketing e delle ricerche di mercato.

### 3. Disclaimer

La presente relazione di stima del valore dell'azienda Consulmarketing si fonda sulle informazioni, i dati e le notizie che sono stati acquisiti dalla direzione aziendale, anche nel corso dei colloqui avuti con la stessa.

Lo scrivente ha fatto pieno affidamento sul fatto che le informazioni, i documenti messi a disposizione e quanto emerso dai colloqui intercorsi con il Management di Consulmarketing S.p.A. siano veritiere, accurate e complete, senza che lo scrivente abbia condotto verifiche autonome volte ad accertarne la veridicità, la completezza, l'attendibilità o l'esattezza delle informazioni e dei dati acquisiti.

Lo scrivente, dunque, non assume alcuna responsabilità sulla veridicità dei dati e delle informazioni acquisite sulle quali ha fondato la presente valutazione.

### 4. Breve descrizione dell'attività svolta

La Società è attiva nel campo del *"rilevamento e analisi dati di mercato, ricerche di*



*mercato e sondaggi d'opinione, conduzione di campagne pubblicitarie e altri servizi pubblicitari, commercio al dettaglio di qualsiasi tipo di prodotto effettuato via internet".*

## 5. Le Business Unit (BU) o aree di business

L'attività si articola su cinque aree di business (B.U.):

### *Merchandising*

Controllo presso i punti vendita della GDO del rispetto delle regole di esposizione del prodotto e di presenza pattuite contrattualmente con il cliente, con potere di intervento nel punto vendita.

### *Customized research (Ricerche di mercato)*

Raccolta dati al fine di conoscere la percezione del mercato di un determinato prodotto o servizio.

### *Monitoring (data collection)*

Rilevazione continuativa di parametri quali la presenza, il prezzo, eventuale promozione e posizionamento a scaffale di prodotti presenti nella GDO al fine di alimentare banche dati.

### *In-store promotion*



Promozione del prodotto per conto del cliente direttamente nei punti vendita.

### *Consulenza marketing*

Consulenza in marketing strategico ed operativo per supporto ad attività di advertising e di comunicazione multimediale.

Di seguito verranno analizzate le singole BU generatrici di ricavi.

#### *5.1 Merchandising o Field Marketing*

Questa area di business, nel **2018**, ha generato Ricavi per **12** ml di euro.

Sulla base dei contratti ancora attivi alla data di riferimento e di una previsione di Ricavi attesi che tiene conto della possibilità di poter mantenere la relazione con alcuni clienti, la direzione aziendale si attende di conseguire nel **2019** Ricavi per **6** ml di euro, di cui **4.3** ml di euro da un unico cliente (Perfetti).

I Ricavi attesi

Questa area di business presenta una elevata concentrazione del portafoglio clienti (con 17 clienti). I clienti sono legati alla Società da contratti annuali che non prevedono un rinnovo automatico. È presente un *key manager*, che vanta relazioni storiche con i più importanti clienti di questa BU.

Il portafoglio clienti

La marginalità obiettivo

La marginalità obiettivo è stata indicata dalla direzione aziendale compresa tra il 6/8% dopo la copertura di tutti i costi diretti (personale, auto, pc, sim, note spese, abbigliamento da lavoro, etc.), esclusi i costi generali, amministrativi e di struttura. Il costo degli “store account” è invece imputato direttamente alle singole attività,



in quanto costo diretto. A questa area di business venivano dedicate circa 500/600 persone. Alla data di riferimento le persone dedicate sono circa 250/300.

#### Tavola sinottica del Merchandising

Aree di business	Merchandising
Descrizione	Persone che operano di fronte allo scaffale per conto del cliente industria che produce il prodotto: verificano il rispetto delle regole di esposizione e presenza del prodotto sul mercato (accordo tra produttore e GDO) con potere di intervento in tempo reale; all'interno ci sono varie figure professionali, dal caricatore operaio refiller, sino allo store account (dedicato) il quale rappresenta il produttore commercialmente verificandone l'assortimento e stimolando l'acquisto e gli ordinitavi (recupero assortimentale o inserimento prodotti)
Persone occupate	Questa BU occupa 20 persone in sede, 8 capi area sparsi sul territorio e circa 250/300 merchandiser (con contratto commercio, con deroga ANASFIM che prevede da un VII livello sino al I livello in funzione dell'attività, sino ad arrivare a store account)
Software	Utilizza il software di proprietà di Grigua srl
Strumenti	Il personale utilizza tablet / cell di cui la società ha la disponibilità in forza di contratti di noleggio operativo
Marginalità lorda	Non esiste una vera misurazione della marginalità, ma solamente un primo margine per BU, compreso tra il 6/8%
Clienti	Industrie che distribuiscono i loro prodotti all'interno della GDO, sia italiane che estere
Contratti	Contratti annuali coincidenti con l'anno solare con facoltà di disdetta anticipata; i contratti non sono uniformi ma frutto di accordi in funzione delle esigenze del cliente
Key manager	Sì
Competitors	DPV, CPM INVENTA, Associazione di categoria Anasfim confesercenti
Ricavi storici	12 / 13 ML
Ricavi presunti	6ML
Clienti più importanti	perfetti, campari, bauli
Marginalità lorda	6-8%

## 5.2 Customized research (ricerche di mercato)

Questa area di business, nel **2018**, ha generato Ricavi per **2.2** ml di euro.



Sulla base di una previsione fornita dalla direzione aziendale i Ricavi attesi per il **2019** dovrebbero attestarsi intorno a **1.5** ml di euro, di cui 1.2 ml nei confronti del cliente Kantar.

Anche questa area di business si caratterizza per una concentrazione dei clienti più importanti e una significativa distribuzione su micro clienti (Demoskopea, Valdani e Vicari). I clienti (istituti di ricerca) non sono legati da contratti continuativi, trattandosi di ricerche *ad hoc* con un *lead time* non superiore ad un paio di settimane.

Il portafoglio  
clienti

Nel recente passato la Società ha registrato la perdita di un cliente importante che sviluppava un fatturato di 800k all'anno; la direzione aziendale, tuttavia, confida di poter recuperare parzialmente la relazione con questo cliente, nel corso del 2019, assicurando un incremento di ricavi per 200k.

Anche in quest'area è presente un *key manager*.

La marginalità obiettivo di questa area di business è stata indicata compresa tra l'8/10%, dopo la copertura di tutti i costi diretti, esclusi i costi generali amministrativi e di struttura, nonché il costo della figura chiave di riferimento.

La marginalità  
obiettivo

A questa area di business sono dedicate 5 persone, oltre alla rete esterna di collaboratori con partita iva o occasionali.

Nella determinazione della marginalità si è tenuto conto dei costi relativi alle 5 persone di sede.

Tavola sinottica delle ricerche di mercato



Aree di business	Customized research (ricerche di mercato)
descrizione	organizzazione e raccolta dati per ricerche ad hoc qualitative e quantitative; le prime sono ricerche non rappresentative della popolazione, relative ad un prodotto o idea, mentre le seconde analizzano un campione stratificato, per mezzo di un questionario.
persone	5 persone di sede
Clients	istituti di ricerca, non monoclente
ricavi	2,2 ML
marginalità lorda	8/10%
clients	Kantar, Doxa, Valdani & Vicari, Demoskopea
	vita media contratto 15 gg micro ricerche di mercato
	elevata volatilità
	visibilità sui ricavi limitata
key manager	Si

### 5.3 *Monitoring (data collection)*

Nel **2018** questa area di business ha generato Ricavi per **8.6 ml** di euro.

I Ricavi attesi

La stima dei Ricavi attesi per il **2019** è di **2.2 ml** di euro.

Il cliente Nielsen

Si tratta di attività svolta nei confronti di un unico cliente (Nielsen) in forza di un contratto quadro. Il cliente ha dato, tuttavia, disdetta con un periodo di disingaggio di 6 mesi che scadrà il 30.6.2019. Durante questo periodo, il cliente ha la facoltà di attivare altri fornitori. In caso di collocamento dell'azienda, a soggetto di gradimento a Nielsen, quest'ultima potrebbe riconfermare il contratto.

La marginalità obiettivo è stata indicata nell'intorno del 10%, dopo la copertura dei costi diretti, rappresentati da 10 persone di sede e da 308 collaboratori esterni, spesi anche i costi del fornitore strategico controllo qualità.

La marginalità obiettivo



## Tavola sinottica Monitoring

Aree di business	Rilevamento monitoring (Nielsen)
Descrizione	rileva presenza, prezzo, promozione e posizionamento a scaffale, dei prodotti presenti nella GDO al fine di strutturare banche dati e serie storiche per il cliente
persone occupate	10 persone in sede, 308 cococo; in aggiunta sono presenti delle figure esterne riconducibili alla società Commercial Consulting - fornitore esterno del servizio di controllo qualità
competenze	marketing
strumenti	palmarini dedicati, utilizzati per la raccolta dei dati e il trasferimento degli stessi al cliente (criptati); il software sul palmarino è di proprietà del cliente.
	Nel 2018 avviato il processo di rinnovo parco terminali Nielsen perché cambiata l'app utilizzata
key manager	Sì
cliente principale	Nielsen
	monocliente
ricavi	6,8 ML annui da contratto + 1 ML di lavorazioni extra
marginalità lorda	0,8k (costi diretti) 10%
	obbligo di acquisto del terminale secondo un piano di investimento
certificato di qualità	prerequisito per Nielsen

#### 5.4 In-store promotion

Questa area di business, nel **2018**, ha generato Ricavi per 1 ml di euro.

I Ricavi attesi per il **2019**, sulla base delle previsioni della direzione aziendale, dovrebbero attestarsi a **630k**. Si tratta di attività "a chiamata", i rapporti non sono contrattualizzati, fatta eccezione per un cliente (Campari), con il quale è in essere un accordo quadro.

È una attività ancillare a quella del merchandising, di cui condivide la clientela. Presenta una marginalità obiettivo del 12% e si caratterizza per la mancanza di costi legati all'IT. Le persone dedicata a questa attività sono 3.

I Ricavi attesi

La marginalità  
obiettivo



### 5.5 Consulenza marketing

Attività svolta per un singolo cliente (SCC) che nel **2018** ha registrato Ricavi per euro 600k. La direzione aziendale stima per il **2019** di poter conseguire Ricavi per euro 500k, sulla base di un contratto di consulenza marketing in essere con l'unico cliente.

I Ricavi attesi

Questa area di business impiega 4 persone e la marginalità obiettivo è del 17%.

Il principale asset impiegato in questa attività è rappresentato dalla "library" oggetto di conferimento in natura da parte di TVN realizzato l'11.4.2016, utilizzato esclusivamente per questa business unit (cfr All.4 e 5).

La marginalità obiettivo

## 6. La forza lavoro

Alla data di riferimento, la Società occupa n. 881 lavoratori, suddivisi per BU e natura del rapporto di lavoro come mostrato dalla seguente Tabella:

Aree di business	N. Addetti
<b>Merchandising</b>	<b>491</b>
- Intermittenti	148
- Dipendenti	343
<b>Customized Research</b>	<b>5</b>
<b>Monitoring</b>	<b>337</b>
- Co.co.co	308
- Dipendenti	29
<b>Instore Promotion</b>	<b>13</b>
- Intermittenti	10
- Dipendenti	3
<b>Consulenza Marketing</b>	<b>8</b>
<b>Generale</b>	<b>27</b>
<b>Totale</b>	<b>881</b>



Alla data di riferimento, la Società non espone debiti per TFR. Tuttavia va tenuto conto di una responsabilità solidale verso le concedenti l'affitto d'azienda, per il TFR maturato dai lavoratori delle aziende di Consulmarketing S.r.l. e di Marketing Coop. Società Cooperativa, alla data di efficacia del contratto di affitto d'azienda. Nell'ambito delle consultazioni sindacali relative al trasferimento d'azienda, sarà possibile convenire il trasferimento solo parziale dei lavoratori alle dipendenze dell'acquirente ex art. 105, co. 3, L.F.

#### 7. Il Perimetro aziendale e la composizione dell'Attivo patrimoniale

L'azienda in uso a Consulmarketing S.p.A. in buona parte è composta da singoli rami d'azienda che la stessa conduce in affitto in forza del contratto d'affitto d'azienda Rep 20442, sottoscritto il 2.8.2012, pendente alla data di fallimento.

Le concedenti i rami d'azienda sono la Consulmarketing S.r.l. in fallimento, la Marketing Coop Società Cooperativa in fallimento e la Ricerche e Promozioni di Mercato S.r.l, anch'essa recentemente dichiarata fallita dal Tribunale di Milano (R.G. 72/2019).

I tre rami d'azienda oggetto del contratto di affitto hanno una "**intima connessione** per lo svolgimento di un unico affare rappresentato dalla fornitura di servizi di rilevamento dati e ricerche di mercato, nonché per la fornitura di servizi di merchandising e di marketing per le aziende commerciali e industriali, food e no-food, inclusa la fornitura di software e hardware strumentale a tali attività e



*l'organizzazione, la gestione e la rendicontazione di attività promozionali di ogni tipo e natura".*

Per una migliore descrizione della composizione dei singoli rami d'azienda si rimanda agli allegati del contratto di affitto (Cfr. All. 1), alle perizie di stima dei rami d'azienda (Cfr. All. 2 e 3), nonché all'atto di conferimento di beni in natura (Cfr. All. 5 e 6), tenendo presente che il perimetro aziendale "fotografato" dal contratto di affitto d'azienda si è modificato per effetto della gestione.

#### §

La direzione aziendale ha fornito una situazione contabile aggiornata al 21.11.2018 (data di fallimento). Qui di seguito, viene esaminata la composizione dell'Attivo patrimoniale.

Le immobilizzazioni immateriali ammontano a circa 14 ml di euro, di cui Euro 11.7 ml di euro sono relativi al valore dei beni oggetto del conferimento in natura da parte di TVN.

Le immobilizzaz  
immateriali

Nella presente relazione non si è proceduto ad una valutazione autonoma di questi beni; di essi, tuttavia, si è tenuto conto indirettamente nella valutazione della BU "Consulenza marketing" in cui tali beni vengono impiegati esclusivamente.

Analogamente, non si è tenuto conto della posta contabile iscritta nelle immobilizzazioni immateriali "spese avviamento nuovi business", che non risulta collegata a nessuna delle BU generatrice di ricavi e relativamente alla quale non sono state raccolte informazioni sufficienti per una sua valutazione.

Conseguentemente il valore netto contabile della immobilizzazioni immateriali



depurato del valore del conferimento TVN (la cui valutazione, come riferito, rientrerà in quella dell'area di business di appartenenza) e della posta contabile "spese avviamento nuovi business", si riduce ad Euro 779.935.

La composizione delle immobilizzazioni immateriali è mostrata nella seguente

Tabella:

<b>IMMOBILIZZ IMMATERIALI</b>	
<b>spese di costituzione</b>	5.126
fondo ammortamento	- 5.126
<b>spese avviamento nuovi business</b>	<b>2.170.022</b>
fondo ammortamento	- 605.227
<b>software</b>	935.408
fondo ammortamento	- <b>714.992</b>
<b>licenze d'uso</b>	544.867
fondo ammortamento	- 158.761
<b>acconti</b>	77.850
<b>oneri pluriennali</b>	138.140
fondo ammortamento	- <b>42.577</b>
<b>conferimento TVN</b>	13.000.000
fondo ammortamento	- 1.300.000
<b>Totale</b>	<b>14.044.730</b>

I costi pluriennali per licenze e software sono in parte relativi a Grigua srl e ad altri software di elaborazione e trasmissione dati ai clienti, nonché da licenze software utilizzate in Amministrazione (Zucchetti).

### §

Le immobilizzazioni materiali ammontano a Euro 365.834 come mostrato nella



seguinte Tabella:

<b>IMMOBILIZZ MATERIALI</b>	
<b>mobili e arredi</b>	70.687
fondo ammortamento	- 17.207
<b>macchine elettroniche d'ufficio</b>	<b>592.519</b>
<i>fondo ammortamento</i>	- 361.498
<b>attrezzature elettroniche</b>	118.122
fondo ammortamento	- <b>106.312</b>
<b>attrezzatura varia</b>	6.642
fondo ammortamento	- 4.194
<b>beni materiali &lt;516</b>	38.843
fondo ammortamento	- 13.288
<b>cellulari</b>	<b>55.317</b>
fondo ammortamento	- 14.476
<b>impianto d'allarme</b>	679
fondo ammortamento	
<b>Totale</b>	<b>365.834</b>

Le immobilizzazioni finanziarie, pari a Euro 4.262.994 sono così composte:

Le immobilizzaz  
finanziarie

<b>IMMOBILIZZ FINANZIARIE</b>	
<b>Partecipazione in imprese controlate</b>	833.127
fondo svalutazione	-
<b>Partecipazione in altre imprese</b>	<b>73.625</b>
<i>fondo svalutazione</i>	-
<b>Altri titoli</b>	3.356.242
fondo svalutazione	-
<b>Totale</b>	<b>4.262.994</b>



La posta contabile “Altri titoli” non è stata oggetto di valutazione, in quanto riferibile ad un investimento di natura finanziaria che non assume alcuna rilevanza in relazione alle BU generatrici di ricavi.

Gli “Altri titoli”

Di seguito viene fornito il dettaglio delle partecipazioni possedute dalla Società:

Le partecipazioni

Dettaglio partecipazioni	Valore	% di possesso
<b>Partecipazioni in imprese controllate</b>		
- Consulmarketing Trade S.r.l.	807.893	100%
- Eventi e Servizi S.r.l.	25.234	100%
<b>Totale</b>	<b>833.127</b>	
<b>Partecipazione in altre imprese</b>		
- Grigua S.r.l.	72.000	60%
- Exhibition Milano S.r.l.	1.625	N.D.
<b>Totale</b>	<b>73.625</b>	
<b>Totale Partecipazioni</b>	<b>906.752</b>	

Le immobilizzazioni finanziarie sono escluse dal perimetro dell'azienda, ad eccezione della partecipazione nella società Grigua srl, in quanto non riferibili ad alcuna delle BU generatrici di ricavi.

#### §

L'analisi che precede mostra come la componente “materiale” dell'Attivo patrimoniale non abbia un peso significativo in relazione alle dimensioni del *business*, mentre la componente “immateriale”, rappresentata dal *know-how* posseduto dalle persone che lavorano nell'azienda, dal *software* impiegato nell'esecuzione del lavoro, dall'organizzazione dello stesso e dalle relazioni commerciali, assume una importanza significativa.

L'Avviamento



Questa componente, tuttavia, non trova adeguata rappresentazione contabile nella situazione patrimoniale della Società benché la stessa concorra fortemente alla determinazione del valore dell'azienda.

Nel processo valutativo, dunque, sono state enucleate le componenti immateriali che caratterizzano l'azienda e il suo avviamento.

In particolare, si è ritenuto di individuare le seguenti componenti immateriali generatrici di valore:

- Organizzazione, *know how* e capitale umano;
- Relazioni commerciali e portafoglio clienti;
- Componente tecnologica e partecipazione in Grigua srl;
- Licenze e autorizzazioni;
- Denominazione, marchio, dominio internet.

I "drivers"  
dell'Avviamento

Queste componenti verranno considerate nel processo valutativo dell'azienda, mentre sono **esclusi** dal perimetro dell'azienda oggetto di valutazione: i crediti, anche di natura fiscale, le partecipazioni societarie non strumentali rispetto alle aree di business, gli strumenti finanziari attivi, nonché i beni oggetto di conferimento da parte di TVN srl.

Elementi esclusi  
da valutazione

Parimenti, non saranno oggetto di valutazione autonoma le altre immobilizzazioni che, rappresentando una parte poco significativa dell'Attivo patrimoniale, saranno valutate indirettamente attraverso il procedimento di valutazione delle singole BU generatrici di ricavi.



8. Il conferimento in natura di TVN srl

Esclusivamente per una finalità descrittiva del perimetro aziendale posto in vendita, si dedica un momento alla “library” oggetto di conferimento che, come anticipato, sarà oggetto di autonoma valutazione, ma rientrerà nel processo di valutazione della BU di riferimento.

La *library* si compone di 10.700 video suddivisi in quattro categorie (3.998 “Produzioni TVN”; 5.868 “Produzioni clienti”; 157 “Contenuti esterni riadattati”; 677 “Contenuti esterni”).

Questo *asset* è utilizzato nell’ambito dell’area di business “Consulenza marketing”; per una maggiore descrizione di questi beni si rimanda alla perizia di conferimento (Cfr. All. 5).

9. Analisi dei dati storici di bilancio

Benché, come è stato precisato, nel processo di valutazione di un’azienda in stato di insolvenza, l’analisi storica delle *performance* economiche recenti non si presenti particolarmente utile per le finalità perseguite, si è ritenuto ugualmente importante dedicare un paragrafo all’andamento economico recente, in quanto indicatore della dimensione economica raggiunta dall’azienda in termini di volume di Ricavi e dell’andamento dei Costi operativi e della loro incidenza rispetto ai Ricavi.

Tra i Costi operativi, il costo della manodopera è certamente quello di gran lunga più importante e la cui gestione si rivela strategica per il successo dell’impresa.



Di seguito viene presentato un Conto Economico riclassificato a “Costi, Ricavi e Valore Aggiunto” per gli esercizi dal 2015 al 2017:

Conto Economico a Valore Aggiunto	31-dic-15	%	31-dic-16	%	31-dic-17	%
<b>Ricavi delle vendite e prestazioni</b>	27.199.045		28.857.730		28.028.241	
Altri ricavi						
- di cui gestione caratteristica	1.988.437		2.211.264		107.444	
- di cui gestione straordinaria (non ricompresa)	-		1.341.497		6.675.059	
<b>Valore produzione operativo</b>	<b>29.187.482</b>		<b>31.068.994</b>		<b>28.135.685</b>	
Costi acquisto merci	420.044	1,5%	366.787	1,3%	169.361	0,6%
Costi per servizi	4.874.425	17,9%	6.272.091	21,7%	12.587.130	44,9%
Costi per godimento beni di terzi	2.254.291	8,3%	2.300.526	8,0%	2.251.434	8,0%
Variazione rimanenze	-3.984	0,0%	21.501	0,1%	-	
Oneri diversi di gestione	358.083	1,3%	757.867	2,6%	537.094	1,9%
<b>Costi della produzione</b>	<b>7.902.859</b>	<b>29,1%</b>	<b>9.718.772</b>	<b>33,7%</b>	<b>15.545.019</b>	<b>55,5%</b>
Valore aggiunto	21.284.623	78,3%	21.350.222	74,0%	12.590.666	44,9%
<b>Costi del personale</b>	<b>20.584.619</b>	<b>75,7%</b>	<b>21.977.195</b>	<b>76,2%</b>	<b>17.328.260</b>	<b>61,8%</b>
<b>Margine Operativo Lordo (EBITDA)</b>	<b>700.004</b>	<b>2,6%</b>	<b>-626.973</b>		<b>-4.737.594</b>	
Ammortamenti	535.755		1.183.782		1.457.763	
Svalutazioni	758.397		-		-	
Accantonamenti	-		-		-	
<b>EBIT</b>	<b>-594.148</b>		<b>-1.810.755</b>		<b>-6.195.357</b>	
Risultato gestione finanziaria	-123.611		-108.902		-62.118	
<b>RISULTATO ECONOMICO LORDO IMPOSTE</b>	<b>-717.759</b>		<b>-1.919.657</b>		<b>-6.257.475</b>	
Imposte	140.611		-120.525		166.820	
<b>Utile netto</b>	<b>-858.370</b>		<b>-1.799.132</b>		<b>-6.424.295</b>	

Questa analisi comparativa storica dei dati economici consente di avere contezza della incidenza dei Costi operativi sui Ricavi e segnatamente dei Costi legati alla forza lavoro impiegata.

#### 10. Criticità alla base della valutazione e impostazione metodologica

Come noto, una prima domanda alla quale deve rispondere colui che è chiamato a valutare una azienda è quale metodo di valutazione applicare.

La risposta dipende da molteplici fattori, uno dei quali è rappresentato dalla



particolare composizione del patrimonio dell'azienda, nonché dal particolare momento nel quale si procede alla sua valutazione.

Sotto il primo aspetto, è evidente che una azienda formata prevalentemente da valori immateriali rende inadeguati i criteri di valutazione che hanno un approccio patrimoniale, tanto più se si tratta di attività che non hanno un mercato di negoziazione, in quanto caratterizzati dalla unicità.

Prevalenza  
intangibles

Sotto il secondo aspetto, è evidente che una azienda in esercizio, per la quale non è venuta meno la continuità e per la quale si dispone di piani industriali, consente un più agevole ricorso a criteri di valutazione che prediligono la logica prospettica e si fondano sulla attualizzazione dei flussi reddituali o finanziari attesi.

Più complicata e connotata da profonde incertezze, invece, si presenta la valutazione di una azienda in crisi o addirittura in stato di insolvenza, anche se oggetto di esercizio provvisorio o affitto d'azienda.

Azienda in crisi

In quest'ultimo caso, infatti, la prosecuzione dell'attività non è finalizzata alla ristrutturazione dell'azienda, ma al mantenimento dei valori di avviamento e ad evitare che l'interruzione dell'attività determini una disgregazione dei valori a danno della massa dei creditori.

In questa situazione, mancano piani industriali di risanamento e non si dispone di previsioni attendibili circa le attese reddituali e finanziarie che possono essere impiegate nel processo valutativo.

Mancanza di  
Piani industriali

Manca in questa situazione anche la possibilità di poter fare serio affidamento, ai fini valutativi, alla serie storica dei redditi conseguiti dalla società, in quanto di



norma la recente storia aziendale evidenzia andamenti fortemente negativi che hanno condotto, alla fine, allo stato di insolvenza.

Valenza dati storici

Inoltre, può anche capitare di imbattersi in risultati storici che sono inficiati da politiche di bilancio adottate dall'imprenditore nel tentativo di ritardare la manifestazione esteriore della crisi, con la conseguenza che i risultati economici passati sono spesso "inquinati" da valori che non hanno la loro genesi nell'andamento della gestione operativa.

In questa situazione, nella quale, dunque, non ha molto senso porsi in una logica retrospettiva, stante l'andamento negativo della gestione, né appare possibile porsi in una logica prospettica, stante la mancanza di attendibili piani di risanamento, il perito chiamato a valutare questo tipo di aziende, deve necessariamente porsi nella prospettiva di un potenziale acquirente e rispondere alla domanda: colui che acquista una azienda in crisi a cosa è davvero interessato e quanto è disposto a pagarla?

La prospettiva dell'acquirente

Nel nostro caso la componente immateriale dell'azienda ha conservato certamente un valore, che potrebbe suscitare un interesse da parte di operatori economici del settore o che vogliono entrarvi, i quali potrebbero trovare conveniente acquistare un'azienda in esercizio con una organizzazione, un know-how, una tecnologia e un portafoglio clienti (il cui mantenimento, come vedremo, presenta caratteri di estrema incertezza), che gli consentirebbe di partire subito con l'attività, "saltando" la fase di avviamento.

Nel prosieguo, dunque, ferme restando tutte le incertezze che connotano un



processo valutativo d'azienda, si è fatto ricorso al **criterio del costo opportunità**, ovvero un criterio che valorizza la mancata perdita di ricavi per effetto dell'immediato avvio dell'attività, perdita che inevitabilmente si conseguirebbe nella fase iniziale di investimento (si pensi al tempo necessario per la ricerca dei clienti, il recruitment, la formazione e l'avvio della forza lavoro, l'investimento tecnologico in software e palmari – strumento tecnico necessario per lo svolgimento delle attività di field marketing– alla formazione dei contratti, etc).

I criteri di  
valutazione

La valutazione dell'azienda in crisi passa, dunque, dalla misurazione del vantaggio competitivo conseguibile dal potenziale acquirente in termini di minori costi da sostenere e/o di mancata perdita di ricavi.

Si è, quindi, proceduto ad una analisi disaggregata dei singoli “*drivers*” che abbiamo individuato come distintivi dell'azienda e che insieme rappresentano quella qualità che va sotto il nome di “avviamento”.

#### 11. Metodologie adottate per la valutazione dell'azienda

Come anticipato, nel processo di analisi della composizione dell'Attivo patrimoniale sono state enucleate le seguenti componenti immateriali, suscettibili di autonoma valutazione e il cui concorso alla formazione del valore dell'azienda appare determinante:

- Organizzazione, know-how e capitale umano;
- Relazioni commerciali e portafoglio clienti;
- Componente tecnologica e partecipazione in Grigua S.r.l.;



- Licenze e autorizzazioni;
- Denominazione, marchio (non registrato), dominio internet.

Tra i vari *assets* aziendali quello relativo al **Capitale umano** è certamente quello più rappresentativo; il valore intangibile derivante dal Capitale umano, è rappresentato dall'esperienza, dalle conoscenze, dal *know-how*, dall'organizzazione del personale e dei collaboratori, concentrato nelle figure chiave dei c.d. "*key-manager*", ovvero quelle figure professionali all'interno dell'organizzazione aziendale che concentrano le relazioni con clienti / fornitori e che hanno la responsabilità delle *operations*.

Il "Capitale umano"

Il Capitale umano è dunque quell'elemento aggregante che permette all'insieme degli *assets* costituenti l'azienda di funzionare.<sup>1</sup>

Per tale *asset*, di difficile valutazione, è stato scelto il criterio del c.d. **costo opportunità**; si è cercato, quindi, di attribuire un valore ponendosi nella prospettiva del potenziale investitore, il quale deve scegliere tra acquistare l'azienda e giovare dell'avviamento (umano) dato dalla già funzionante struttura operativa, oppure ricreare una struttura analoga, con la conseguenza che verrebbero meno, nel periodo necessario alla formazione della costituenda struttura e al procacciamento delle commesse, i ricavi che, al contrario, potrebbero essere conseguiti sin da subito utilizzando l'azienda che oggi viene posta in vendita. Nella valutazione di questo *asset* si è assunto, in una logica prudentiale, di poter stimare la perdita dei Ricavi sulla base dei costi aziendali dei *key manager*

<sup>1</sup> M. CARLOTTI, *Tecniche di private equity*, Egea, Milano 2006, pag.173



che dovrebbero trovare adeguata copertura dai Ricavi attesi.

§

Con riferimento, invece, al **portafoglio clienti**, quest'ultimo sconta, da un lato, la difficoltà valutativa, data dalla circostanza che la società, negli ultimi mesi, ha progressivamente perso clienti importanti a causa del sopraggiunto fallimento, e, dall'altro, il fatto che i clienti ancora attivi, sono legati alla società da contratti annuali, senza rinnovo tacito; circostanza questa che limita la visibilità dei ricavi attesi al solo 2019. D'altra parte, va considerato che chi decide di investire nell'azienda, si pone in una logica di recupero delle relazioni commerciali e di sviluppo del *business*, accettando quindi l'incertezza insita in ogni relazione commerciale.

Il portafoglio  
clienti

Nella valutazione di questo *asset* si è ritenuto di privilegiare la marginalità attesa, limitatamente al 2019 assicurata dai contratti attivi e si è assunto il loro valore pari alla marginalità di un anno. Il valore dei ricavi attesi del 2019 è stato attualizzato alla data di riferimento della valutazione, come verrà meglio descritto nel prosieguo.

§

Il terzo elemento oggetto di autonoma valutazione è rappresentato dalla partecipazione nella controllata **Grigua S.r.l.**, fornitore strategico di Consulmarketing S.p.A. in quanto fornisce il software utilizzato per la BU Merchandising; il valore di questo *asset* è stato ottenuto indirettamente determinando il valore della partecipata. Il valore di quest'ultima è stato

Il know-how  
tecnologico



determinato utilizzato il **metodo reddituale** in ipotesi di rendita limitata.

## §

Gli altri “drivers” del valore che sono stati sopra descritti, non sono stati oggetto di autonoma valutazione, per le difficoltà insite in un simile processo valutativo.

Il **marchio** (non registrato) e la **denominazione** sociale sono noti al mercato e hanno certamente conservato un valore che, tuttavia, chi scrive non è in grado di stimare con ragionevole obiettività. Pertanto, nell’ottica prudenziale che connota il processo valutativo, si è reputato di non tener conto di tale *asset*.

Gli altri drivers  
non valutati

Infine, fa parte dell’azienda la **certificazione** rilasciata da ASSIRM. Le certificazioni hanno certamente un valore in quanto necessarie per la BU Ricerche di mercato. Non si è proceduto ad una autonoma valutazione di questo *asset*, perché ricompreso nel valore attribuito al Capitale umano, in virtù del fatto che il potenziale acquirente può mantenere tale certificazione dotandosi di processi organizzativi e personale altamente qualificato, quale quello rappresentato dai *Key-manager* attualmente presente in azienda.

## 12. Determinazione del Valore dell’azienda

### 12.1 Il Capitale umano

Con l’ausilio del *management* aziendale, sono state individuate 28 figure professionali qualificate, cd “*key-manager*”, lavoratori che rivestono ruoli fondamentali all’interno dell’organizzazione aziendale, suddivisi per BU, come mostrato nella seguente Tabella



Aree di business	Key-manager
Generale	11
Merchandising	9
Instore Promotion	1
Customized Research	3
Monitoring	4
<b>Totale complessivo</b>	<b>28</b>

L'area "Generale" è relativa a Direzione e Risorse Umane, funzionale allo svolgimento di tutte le altre aree di *business*.

Il costo, comprensivo di retribuzione e contributi a carico della Società, per questi *key manager* è riepilogato nella seguente tabella:

Aree di business	Costo complessivo
Generale	586.837
Merchandising	313.438
Instore Promotion	68.583
Customized Research	339.601
Monitoring	241.888
<b>Totale complessivo</b>	<b>1.550.347</b>

Ponendosi nell'ottica di un potenziale acquirente, che deve decidere quale valore attribuire al Capitale umano, egli valuterà il mancato immediato conseguimento di ricavi, nell'ipotesi alternativa di non acquisizione dell'azienda e di avvio dell'attività *ex novo*, impiantandola da zero.

L'ipotesi valutativa, connotata da elementi di soggettività, ma che appare ragionevole assumere è che nel processo decisionale l'investitore sarà disposto a



pagare l'azienda un importo commisurato alla retribuzione dei *key manager* in quanto assume di poter conseguire Ricavi nell'immediato in grado di coprire il relativo costo.

Nel processo valutativo, però, andrà assunto un atteggiamento prudentiale per tenere conto della circostanza che i *key manager* non sono legati all'azienda da particolari contratti di non concorrenza, con la conseguenza che l'alea legata alla fuoriuscita di *manager* appare elevata.

In astratto, appare dunque ragionevole ipotizzare il rischio di "migrazione" dei vertici dell'azienda, con conseguente perdita di ricavi (nel caso esaminato, strettamente legati alle persone) e, di riflesso, di valore aziendale.

Alla luce di quanto precede, il perito ha scelto di utilizzare il costo del lavoro dei key-manager, come parametro di riferimento per la valorizzazione del Capitale umano, per un limitato periodo di tempo (basandosi su una stima dei tempi necessari per il "rimpiazzo" e la completa implementazione di un'organizzazione simile a quella dell'azienda oggetto di valutazione)<sup>2</sup>.

#### Stima dei tempi per implementare la BU **Merchandising**

- Periodo non inferiore a 6 mesi per il *recruitment* di 28 *key manager* e 2 commerciali che dovrebbero essere necessariamente sottratti alla concorrenza – il *recruiting* dovrebbe essere graduale e progressivo in ragione delle commesse acquisite. Le prime figure da reclutare sarebbero i

---

<sup>2</sup> Per la stima dei tempi di implementazione delle BU ci si è avvalsi dei dati forniti dalla Direzione Generale



Responsabili commerciali i quali hanno tempi di spostamento medio-lunghi (es. il Direttore Generale della società ha un preavviso di 4 mesi in caso di dimissioni e di 8 mesi in caso di licenziamento); conseguentemente per avere una squadra completa come quella attualmente presente in azienda un investitore dovrebbe impiegare: 4 mesi minimo per i commerciali + 6 mesi per i *key manager* = 10 mesi per avere le persone a bordo;

- in concomitanza, un periodo di tre / quattro mesi per la formazione della rete operativa a partire dall'ingresso in azienda dei *key manager* - quindi le reti esterne potranno iniziare ad operare non prima di 9 / 10 mesi - ipotizzando sempre un reclutamento in concomitanza con quello dei 28 *key manager*;
- in concomitanza, un periodo variabile che può giungere sino ad un anno per l'acquisizione dei clienti, i quali dovranno attendere la scadenza del contratto in essere con il loro fornitore, in quanto ancorché non vi sono penali per l'ipotesi di recesso anticipato, la campagna di rilevamento dati viene organizzata all'inizio dell'anno e non appare conveniente per il cliente interrompere la relazione in corso d'anno (i budget e le attività dei clienti sono tendenzialmente annuali);
- Per completezza, se escludiamo i due grandi competitors di Consulmarketing nel settore del merchandising, tutti gli altri competitors sono aziende di piccole dimensioni con fatturati variabili tra uno / due milioni di euro.



### Stima dei tempi per implementare la BU Monitoring Nielsen

- La relazione commerciale è subordinata alla capacità operativa – ovvero Nielsen può affidare il lavoro solamente a chi è in grado di eseguirlo e non al miglior commerciale – la competenza tecnica è preponderante;
- Occorre considerare che il cliente Nielsen deve scontare un periodo di disingaggio non inferiore a 6 mesi, durante i quali avrebbe la necessità di avviare una rilevazione parallela per “validare” altro eventuale fornitore;
- Occorrono non meno di 6 mesi (in concomitanza) per la formazione della rete di rilevamento dati – periodo nel quale non si può garantire il servizio di raccolta dati, così come necessario a Nielsen. Partendo da zero, i 6 mesi di formazione producono dati di bassa qualità.

### Stima dei tempi per implementare la BU Ricerche di mercato

- Per implementare questa BU occorrono non meno di 4 mesi per reclutare le risorse umane necessarie al *project management*, che dovrebbero essere necessariamente sottratte alla concorrenza;
- In concomitanza sarà necessario sviluppare accordi con i fornitori dei servizi per le ricerche di mercato *ad hoc* (location con specchi bidirezionali, streaming, consulenti, etc);
- Tempi di accreditamento Assirm – ottenimento certificato di qualità, non meno di 6 mesi – prerequisito per operare come fornitore dei maggiori gruppi di ricerca e clienti istituzionali;
- Reclutamento di un Ricercatore / Esperto riconosciuto dal settore delle



ricerche di mercato ad hoc (titolo preferenziale membro Esomar).

§

L'analisi dei tempi mediamente necessari ad implementare le BU maggiormente generatrici di Ricavi paragonabili a quelle presenti in azienda, ha indicato un orizzonte temporale di esecuzione complessivamente di un anno.

In una logica prudenziale e per tenere anche conto della circostanza che i *key manager* non sono legati alla Società da particolari vincoli contrattuali, si è ritenuto di ipotizzare un orizzonte temporale minimo di 6 mesi.

Conseguentemente – ribadite tutte le incertezze che connotano la valutazione di un *asset* come quello in questione – chi scrive è giunto ad attribuire al Capitale umano dell'azienda un valore pari al 50% del costo aziendale annuo dei *key manager* presenti all'interno dell'azienda, assumendo questo valore come una stima della perdita in termini di mancato conseguimento di Ricavi per il periodo di set-up dell'organizzazione.

In conclusione, al **Capitale Umano** viene attribuito il seguente valore:

$$V_1 = 775.000.$$

## 12.2 Il portafoglio clienti

Il portafoglio clienti è composto dall'insieme di contratti attivi, ancora in essere, tra Consulmarketing S.p.A. e i propri clienti, alla data di riferimento.

Come evidenziato in precedenza, si segnala una progressiva riduzione dei contratti



attivi, dovuta all'incertezza circa le sorti dell'azienda, che scoraggia i clienti esistenti dal rinnovare i contratti e ne rende difficile l'acquisizione di nuovi.

La società non adotta un sistema di contabilità analitica in grado di evidenziare la marginalità delle singole commesse; è stato pertanto richiesto alla direzione aziendale un'estrapolazione della marginalità per Business Unit dei contratti attivi alla data di riferimento, riepilogata nella seguente tabella:

Business Unit	Ricavi BU	Ebitda % atteso	Ebitda atteso BU
Merchandising	6.102.000	7%	427.140
InStore Promotion	630.500	12%	75.660
Customized research	1.476.000	8%	118.080
Monitoring	2.200.000	10%	220.000
Consulenza marketing	500.000	17%	85.000
<b>TOTALE</b>	<b>10.908.500</b>	<b>8%</b>	<b>925.880</b>

Dall'esame della Tabella sopra riportata, si ricava che la direzione aziendale si attende di conseguire per il 2019 un fatturato di circa 10.9 ml con una marginalità operativa, dopo la copertura di tutti i costi diretti, di Euro **925.880**.

Sul presupposto ragionevole che l'investitore manterrà e svilupperà le relazioni commerciali in essere, assicurandosi una redditività duratura nel tempo, si è assunto come valore di questo *asset* la marginalità attesa per il 2019 attualizzata alla data di riferimento della presente valutazione.



In formule:

$$V_2 = \frac{R}{(1+i)^n}$$

Dove:

- “V<sub>2</sub>” è il Valore attuale del margine operativo atteso;
- “R” è il margine operativo atteso per il 2019;
- “i” è il tasso di attualizzazione;
- “n” è il numero di periodi da attualizzare.

Per il calcolo di “i” è stata utilizzata la formula del *Capital Asset Pricing Model*

(C.A.P.M.):

$$i = r_f + \beta_i + (r_m - r_i)$$

Dove:

- r<sub>f</sub> è il tasso “free-risk”;
- B<sub>i</sub> è un fattore di correzione che indica il grado di sensibilità dei rendimenti del settore di riferimento rispetto al rendimento di mercato;
- r<sub>m</sub> è il tasso di rendimento medio del mercato italiano;

La prassi valutativa identifica il tasso “free-risk” con il rendimento dei titoli di stato a 10 anni, che per l’Italia, alla data di riferimento della presente relazione, è pari a



2,79%<sup>3</sup>.

Per quanto riguarda il fattore  $\beta$ , è stato posto pari a 0,67<sup>4</sup>, utilizzando come riferimento le tabelle fornite da Aswath Damodaran; per completezza informativa, occorre precisare che tali parametri sono differenziati a seconda dell'attività svolta e dell'area geografica di riferimento. Nel caso specifico, non è stato rinvenuto un settore simile a quello in cui opera Consulmarketing, essendo quest'ultimo caratterizzato da una elevata specificità. Pertanto, è stato considerato il settore dell'advertising, ritenuto più "vicino" a quello di appartenenza.

Applicando la formula sopra espressa, "i" risulta pari a **6,96%**.

Invece "n" è stato assunto uguale a 1, essendo la visibilità sui ricavi attesi limitata al solo 2019.

Applicando il tasso così ricavato all'EBITDA atteso del portafoglio clienti, si ricava che il valore attuale del portafoglio clienti dell'azienda è pari a:

$$V_2 = 865.000.$$

### 12.3 *La componente tecnologica.*

La società utilizza tablet e palmari di cui ha la disponibilità in forza di noleggi operativi; i software per le ricerche di mercato e per il monitoring sono di

---

<sup>3</sup> <https://finanza-mercati.ilsole24ore.com/quotazioni.php?QUOTE=GBITL10J.MTS> è stato considerato il valore più prossimo alla data di riferimento della relazione, ovvero quello al 28.12.2018.

<sup>4</sup> Aswath Damodaran, sito internet <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>



proprietà degli stessi clienti, al contrario del software utilizzato per l'attività di merchandising, che è di proprietà di Grigua S.r.l., con sede legale in Milano (MI), Via Ciro Menotti 6, Capitale sociale 10.000 i.v., C.F. e P. IVA 07503040961, che è un fornitore strategico di Consulmarketing S.p.A. in quanto sviluppa il software gestionale necessario per svolgere l'attività del merchandising.

Consulmarketing S.p.A., possiede una partecipazione pari al 60% del capitale sociale. Il restante 40% è posseduto da due persone fisiche che lavorano nell'azienda con funzioni strategiche; tale circostanza rende instabile il valore di questo asset, considerato che un'eventuale loro fuoriuscita pregiudicherebbe il valore aziendale.

I ricavi di questa società, secondo le informazioni fornite dalla direzione aziendale, sono per il 50% generati da Consulmarketing, mentre per il restante 50% derivano da clienti esterni.

Per determinare il valore della partecipazione nella controllata Grigua S.r.l., si è proceduto a determinare il valore dell'intera società, sulla base dei bilanci d'esercizio dal 2014 al 2017 e sull'elaborazione di proiezioni dei risultati storici sugli esercizi futuri.

Nella seguente Tabella è mostrato il Conto Economico riclassificato a Valore Aggiunto:



Conto economico Grigua S.r.l. a valore aggiunto	31-dic-14	31-dic-15	31-dic-16	31-dic-17
<b>Ricavi delle vendite e prestazioni</b>	265.934	353.889	430.236	531.375
Altri ricavi				
- di cui gestione caratteristica	257	86	787	1.574
- di cui gestione straordinaria (non ricompresa)	-	-	-	-
<b>Valore produzione operativo</b>	<b>266.191</b>	<b>353.975</b>	<b>431.023</b>	<b>532.949</b>
Costi acquisto merci	7.998	1.291	22.450	26.324
Costi per servizi	224.790	296.397	284.354	330.100
Costi per godimento beni di terzi	3.591	2.268	1.534	2.702
Variazione rimanenze	-	-	-	-
Oneri diversi di gestione	5.626	10.958	6.845	4.101
<b>Costi della produzione</b>	<b>242.005</b>	<b>310.914</b>	<b>315.183</b>	<b>363.227</b>
<b>Valore aggiunto</b>	<b>24.186</b>	<b>43.061</b>	<b>115.840</b>	<b>169.722</b>
Costi del personale	-	-	-	7.302
<b>Margine Operativo Lordo (EBITDA)</b>	<b>24.186</b>	<b>43.061</b>	<b>115.840</b>	<b>162.420</b>
Ammortamenti	3.170	17.858	10.822	13.970
Svalutazioni	570	560	800	900
Accantonamenti	-	-	-	-
<b>EBIT</b>	<b>20.446</b>	<b>24.643</b>	<b>104.218</b>	<b>147.550</b>
Risultato gestione finanziaria	- 1.249	- 1.062	- 1.515	- 823
<b>RISULTATO ECONOMICO LORDO IMPOSTE</b>	<b>19.197</b>	<b>23.581</b>	<b>102.703</b>	<b>146.727</b>
Imposte	11.599	17.888	39.474	49.965
<b>Utile netto</b>	<b>7.598</b>	<b>5.693</b>	<b>63.229</b>	<b>96.762</b>

Considerata la particolare composizione dell'attivo di questa società (mancanza di immobilizzazioni), il settore di attività in cui opera (produzione software) e la progressione registrata dall'utile netto nel periodo osservato, si è ritenuto di adottare per la determinazione del valore della società, il metodo reddituale in ipotesi di rendita limitata.

In formula:

$$V_3 = R * \frac{(1+i)^n - 1}{i * (1+i)^n}$$



Dove:

- "V<sub>3</sub>" è il valore economico di Grigua S.r.l.;
- "R" è il reddito normalizzato e ponderato, ottenuto sulla base dell'utile netto degli esercizi prospettici, in ipotesi di crescita costante;
- "n" è il numero di esercizi presi in considerazione;
- "i" è il tasso di attualizzazione;

§

Ai fini della valutazione della partecipazione in Grigua S.r.l., sulla base del *trend* di crescita registrato negli esercizi precedenti, è stata ipotizzata una crescita costante nei successivi esercizi dell'utile netto, ad un tasso pari al 10%, come evidenziato nella seguente Tabella:

Voci di conto economico	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021
Utile netto	96.762	106.438	117.082	128.790	141.669
Tasso di crescita (decrecita)	10%	10%	10%	10%	10%
Peso	1,00	0,80	0,60	0,40	0,20
<b>Utile "Pesato"</b>	<b>96.762</b>	<b>85.151</b>	<b>70.249</b>	<b>51.516</b>	<b>28.334</b>

Per tenere conto dell'incertezza della previsione prospettica degli utili netti attesi, si è deciso di normalizzare il reddito prospettico attraverso una media ponderata con "pesi" decrescenti in ragione del tempo.

Pertanto il reddito medio normalizzato atteso negli esercizi futuri (R) è pari a **110.671**.



In caso di realtà societarie più complesse rispetto a quella in esame, il reddito (R) andrebbe “normalizzato”, ovvero depurato da quei ricavi/costi non derivanti dalla gestione caratteristica e in generale dalle componenti di reddito derivanti da politiche di bilancio, al fine di rideterminare il reddito atteso “normalizzato”.

Nella realtà in esame, il Conto Economico riclassificato a Valore Aggiunto approssima il risultato della normalizzazione del reddito, in quanto evidenzia come la gestione accessoria e quella finanziaria non abbiano influito sulla redditività complessiva; inoltre il basso valore delle immobilizzazioni permette di tralasciare l'effetto distorsivo dato da un'eventuale differenza tra *fair value* e valore contabile delle stesse, che genererebbe effetti fiscali da considerare nella rideterminazione del reddito.

#### §

Anche in questo caso “i” è stato calcolato con la formula del CAPM, di cui al capitolo precedente, utilizzando come valore di  $\beta$  quello relativo al settore della produzione di software.

Applicando la formula, il tasso “i” risulta pari a **7,90%**.<sup>5</sup>

Infine “n”, è stato assunto uguale a 5, ovvero pari al numero di esercizi prospettici considerati, nei quali si è ipotizzato il conseguimento del reddito.

Alla luce di quanto sopra, il valore della Grigua S.r.l. risulta pari ad Euro 443.185.

Pertanto alla partecipazione del 60% è attribuito un valore pari a:

---

<sup>5</sup> Aswath Damodaran, sito internet <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>



$$V_3 = 265.000.$$

### 13. Valutazione finale

Il valore del capitale economico dell'azienda in funzionamento è stato assunto pari al suo valore di avviamento per le ragioni che sono state espone in precedenza e che sono da ricondurre alla prevalenza di valori immateriali non espressi nel bilancio della Società.

Quest'ultimo valore, a sua volta, è stato ottenuto attraverso la individuazione e valorizzazione dei suoi principali *drivers*.

Pertanto, il valore dell'azienda è stato ottenuto indirettamente procedendo alla valutazione autonoma dei singoli *driver* generatori di valore, come mostrato nella seguente tabella:

Assets aziendali	Valore
Capitale umano	775.000
Partecipazione in Grigua S.r.l.	265.000
Portafoglio clienti	865.000
<b>Totale</b>	<b>1.905.000</b>

Il valore dell'azienda in uso a Consulmarketing, considerate tutte le limitazioni valutative rappresentate nei precedenti paragrafi, che rappresentano delle **criticità** nel processo che ha portato alla determinazione del valore, è pari a:

$$V = 1.905.000$$

41

prima di stampare questo documento considera l'impatto ambientale e il rispetto per la natura



§

Tenuto conto che l'azienda è riferibile a soggetti diversi che l'hanno concessa in affitto alla società e che, nell'ambito di una procedura competitiva tesa alla valorizzazione dei valori *intangibles* presenti all'interno dell'azienda, potrebbe rivelarsi utile, per un agevole collocamento della stessa, ipotizzare una sua suddivisione in rami d'azienda, si è proceduto ad una suddivisione in due rami aziendali che sono stati identificati tenendo conto delle indicazioni fornite dalla direzione aziendale sulle possibili sinergie derivanti da BU tra loro collegate.

Si è, pertanto, suddivisa l'azienda nei seguenti due rami:

- Il primo, che per comodità viene identificato come "**Ramo A**", comprende le attività di Merchandising, In-store promotion e Consulenza Marketing;
- Il secondo, identificato invece come "**Ramo B**", comprende le attività di Customized Research e Monitoring;

Per determinare il valore di ciascun ramo, si è proceduto alla ripartizione del valore attribuito all'azienda, sopra determinato, in base ai seguenti criteri:

1. Il valore attribuito al Capitale umano, è stato ripartito tra i due rami in funzione dell'appartenenza dei *key manager* alle rispettive aree di business, come di seguito indicato:



Aree di business	Costo complessivo
Generale	240.590
Merchandising	156.719
Instore Promotion	34.291
<b>Totale Ramo A</b>	<b>431.600</b>

Aree di business	Costo complessivo
Generale	52.829
Customized Research	169.801
Monitoring	120.944
<b>Totale Ramo B</b>	<b>343.573</b>

- Il valore della partecipazione in Grigua è stato attribuito interamente al Ramo A, in quanto il software prodotto dalla Grigua S.r.l. è strumentale solamente all'attività di merchandising;
- La ripartizione del valore attribuito al portafoglio clienti, è stata effettuata sulla base della riferibilità dei contratti attivi alle rispettive BU, come di seguito riepilogato:

Business Unit	Ebitda atteso delle BU	Peso %	Ramo
Merchandising	427.140	46%	A
InStore Promotion	75.660	8%	A
Customized research	118.080	13%	B
Monitoring	220.000	24%	B
Consulenza marketing	85.000	9%	A
<b>TOTALE</b>	<b>925.880</b>	<b>100%</b>	



Il contratto relativo a TVN (Consulenza Marketing), rientra nel Ramo A.

§

Alla luce di quanto sopra, il valore dell'azienda condotta da Consulmarketing è così suddiviso tra i due rami:

Assets aziendali	Valore	Ramo A	Ramo B
Capitale umano	775.000	431.503	343.497
Partecipazione in Grigua S.r.l.	265.000	265.000	-
Portafoglio clienti	865.000	549.150	315.850
<b>Totale</b>	<b>1.905.000</b>	<b>1.245.653</b>	<b>659.347</b>

§

In conclusione si attribuisce un valore di Euro **1.905.000** al complesso aziendale considerato nella sua interezza.

§

Come detto, ai fini di un più agevole collocamento sul mercato, si è ipotizzata la suddivisione dell'azienda in due rami **autonomi** ai quali possono essere ragionevolmente attribuiti i seguenti valori:

- **Ramo A**, che comprende le attività di Merchandising, InStore Promotion, Consulenza Marketing e della quota parte delle attività "Generali", un valore pari ad Euro **1.245.000**;
- **Ramo B**, che comprende le attività di Monitoring e Customized Research, oltre la quota parte delle attività "Generali", un valore pari ad Euro **660.000**;



Prima di concludere la presente relazione, recependo anche una indicazione del curatore, si è ritenuto di dare una valutazione autonoma del Ramo B ipotizzando che l'acquirente di questo ramo d'azienda risulti gradito a Nielsen e quest'ultima decida di revocare la propria disdetta e proseguire nel contratto, in questo modo assicurando un flusso stabile di ricavi per la vita utile del contratto.

In questa evenienza, ai fini della valutazione del portafoglio clienti, si dovrebbe tenere conto della marginalità annua "piena", **rideterminata** senza considerare la disdetta, che porterebbe ad un valore del Ramo B pari ad Euro **1.258.000**.

Milano, 6 febbraio 2019

In fede

Dott. Danilo Cannella