

---

***Relazione di stima del valore  
economico delle quote della  
società 2B1 Srl – r.g.e. mob. n.  
5624/2017 (sostituisce la relazione di stima  
depositata in data 5/12/2018)***

7 Febbraio 2019



# Indice

1. Introduzione	3
1.1 Oggetto della valutazione e termini dell'incarico	3
1.2 Finalità dell'operazione	4
1.3 Data di riferimento	4
1.4 Documentazione e fonti utilizzate	4
1.5 Ipotesi e limitazioni	5
1.6 Lavoro svolto	6
1.7 Restrizioni all'uso della presente relazione	6
2. Profilo della Società	7
2.1 La Società	7
2.2 La situazione economica e patrimoniale della Società	8
2.3 Riepilogo delle rettifiche proposte e relativi effetti fiscali sulla situazione economica e patrimoniale infrannuale al 30.09.2018	12
3. Presupposti metodologici	14
3.1 Introduzione	14
3.2 Il metodo dei flussi di cassa attualizzati (Discounted Cash Flow)	14
3.3 Metodo reddituale	16
3.4 Metodi patrimoniali	17
Il metodo patrimoniale semplice	17
Il metodo patrimoniale complesso	17
3.5 Il metodo misto patrimoniale – reddituale	17
3.6 Il metodo dei multipli di mercato	18
4. Determinazione del valore economico della Società	19
4.1 La scelta metodologica: il metodo patrimoniale complesso	19
4.2 L'applicazione del metodo patrimoniale complesso	19
4.3 Considerazioni finali	22
5. Conclusioni	23
Appendice 1 – Elenco della documentazione allegata	24



# 1. Introduzione

## 1.1 Oggetto della valutazione e termini dell'Incarico

In data 28 giugno 2017 è stato depositato presso il Registro delle Imprese della Camera di Commercio di Milano l'atto di pignoramento, a favore di Inarcassa C.N.P.A. per gli ingegneri e architetti liberi professionisti creditore precedente, delle quote di partecipazione (pari al 95% del capitale sociale<sup>1</sup>), di proprietà del \_\_\_\_\_ nella società 2B1 Srl (nel seguito anche "2B1" o la "Società") (C.F. 04225500968), società attiva nel settore della progettazione, produzione e vendita di dispositivi medici con sede a Milano in Via Giovanni Battista Pirelli 24.

In data 19 dicembre 2017 lo scrivente ha ricevuto comunicazione di essere stato nominato in data 17 dicembre 2017, dalla Dott.ssa Caterina Trentini - Giudice dell'Esecuzione del Tribunale di Milano Sez. III Civile -, per la procedura esecutiva mobiliare iscritta al numero di ruolo 5624/2017, quale "Ausiliario del Giudice" con il preciso compito di redigere "(...) *una prima check-list relativamente alla società oggetto di pignoramento che evidenzi l'effettiva possibilità di collocare sul mercato la quota oggetto di cui si discute (ndr., quote detenute dal \_\_\_\_\_ i in 2B1 (le "Quote"))*".

In data 16 marzo 2018 lo scrivente ha depositato nel fascicolo della procedura esecutiva in oggetto una Nota Informativa relativa alla check-list predisposta all'esito delle preliminari attività di valutazione delle quote della società 2B1, nelle cui conclusioni è stato riportato che:  
*"in considerazione delle informazioni sopra riportate **parrebbe plausibile attribuire astrattamente ad oggi alla Società (e conseguentemente alla quota oggetto di pignoramento) un valore positivo** (posto che non sono ad oggi noti gli accadimenti societari successivi alla data del 31 dicembre 2016). **Tale valore positivo, andrebbe ragionevolmente determinato sulla base del metodo dei flussi di cassa prospettici attualizzati e verificando la presenza di un valore intrinseco della partecipata**".*

Inoltre, sempre nella relativa Nota Informativa del 16 marzo 2018, è stato riportato che:  
*"(i) Dai bilanci degli ultimi 4 esercizi disponibili (2013-2016) si evince che la società ha registrato utili netti abbastanza modesti (mediamente pari a Euro 7.000 circa annui) a fronte di ricavi mediamente pari a Euro 180.000 circa annui. (ii) L'attivo della Società (pari a Euro 335 mila circa, al 31 dicembre 2016), in base alle informazioni acquisite, è costituito principalmente da crediti (prevalentemente verso clienti) per Euro 188 mila circa, da rimanenze finali per Euro 69 mila circa e da disponibilità liquide per Euro 35 mila circa. Le rimanenze evidenziano un andamento decrescente nel tempo mentre i crediti commerciali in quattro anni passano, a sostanziale parità di fatturato, da Euro 88 mila a Euro 188 mila, con un potenziale "invecchiamento" delle partite creditorie e un potenziale rischio di incasso. (iii) Il passivo della Società è pari a Euro 288 mila circa al 31 dicembre 2016. (iv) Il patrimonio netto della Società al 31 dicembre 2016 è positivo per Euro 48 mila circa".*

Successivamente al deposito di tale Nota Informativa, in data 15 giugno 2018 lo scrivente è stato nominato dalla Dott.ssa Caterina Trentini quale "perito stimatore" delle Quote assegnando il seguente incarico (di seguito l'"Incarico"): *"Dica lo stimatore, esaminati gli atti e i documenti di causa, acquisita tutta la documentazione utile o solo necessaria presente presso gli uffici pubblici in generale e la Camera di Commercio in particolare, sentiti gli amministratori della società le cui quote sono state pignorate, visionati i libri sociali comunque tenuti dalla società, prese le opportune informazioni presso l'Agenzia delle Entrate, l'agente per la riscossione Equitalia servizi di riscossione s.p.a., l'INPS e l'INAIL o altri istituti pubblici sull'esistenza e l'ammontare di eventuali*

<sup>1</sup> Informazioni tratte dalla Visura Storica della 2B1 Srl estratta al 04.10.2018 dalla banca dati Lince - Cerved Group (Allegato 1).



*debiti della società non risultanti dai libri contabili, il presumibile valore di realizzo ad oggi derivante dalla vendita delle quote sociali di cui si discute”.*

Firmatario della presente relazione è il Dott. Alberto Beretta, socio della società PricewaterhouseCoopers SpA, iscritto nel Registro dei Revisori Contabili ai sensi del Decreto Legislativo 27 gennaio 1992 n.88.

Per svolgere le attività valutative lo scrivente si è avvalso del supporto di PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A. - Divisione Corporate Finance (“**PwC CF**”), società di consulenza specializzata in operazioni di finanza straordinaria, in particolare nella persona del Dott. Andrea Brambilla.

## **1.2 Finalità dell’operazione**

Il valore determinato sarà utilizzato come una delle informazioni di supporto per la determinazione del prezzo di vendita delle Quote da parte del delegato per la vendita che sarà nominato dal Tribunale di Milano.

Per valore economico o valore del capitale economico si intende il valore di riferimento di un’impresa in condizioni di autonomia operativa, o di una parte del suo capitale, che può essere negoziato fra compratore e venditore prescindendo dalle caratteristiche delle parti interessate alla negoziazione, dalle forze contrattuali che esse esprimono, nonché dalle sinergie eventualmente realizzabili dall’operazione di integrazione.

Ne consegue che tale valore potrebbe differire, anche in modo significativo, sia dal valore soggettivo sia dal prezzo, laddove il primo rappresenta una dimensione di valore calcolata nella prospettiva dell’utilità derivante dall’acquisizione per una specifica parte, mentre il secondo riflette, oltre che considerazioni legate a fattori soggettivi per le parti in causa, fenomeni di carattere contingente legati allo stato della domanda e dell’offerta della specifica attività oggetto di negoziazione.

## **1.3 Data di riferimento**

La data di riferimento per la valutazione in oggetto è il 30 settembre 2018 (di seguito la “Data di Riferimento”) e di conseguenza a tale data vengono sviluppati gli elementi di base del processo valutativo. Ai fini dello sviluppo del procedimento valutativo è stata considerata la situazione economica e patrimoniale alla data del 30 settembre 2018 e gli elementi di rilievo intervenuti. In ogni caso, non sono stati portati alla nostra attenzione dai Referenti della Società eventi non inclusi nelle informazioni utilizzate o ulteriori elementi di rilievo intervenuti tra la Data di Riferimento e la data di sottoscrizione della presente Relazione di Stima e che potrebbero avere un impatto rilevante sulle conclusioni rappresentate nel presente documento.

## **1.4 Documentazione e fonti utilizzate**

Ai fini della presente relazione di stima abbiamo richiesto e ottenuto dal referente di 2B1 Srl e, nello specifico, dal socio e Amministrazione Unico della stessa \_\_\_\_\_ (di seguito congiuntamente, il “Referente della Società”), tra gli altri, i seguenti documenti:



- Situazione economico/patrimoniale infrannuale al 30.09.2018<sup>2</sup>;
- Bilancio d'esercizio della Società approvato al 31.12.2017;
- Tabulato magazzino al 30.09.2018;
- Partitario Clienti al 30.09.2018;
- Partitario Fornitori al 30.09.2018;
- Bilancio società partecipata TCS Srl al 31.12.2017.

## ***1.5 Ipotesi e limitazioni***

La valutazione è stata sviluppata sulla base delle assunzioni e limitazioni di seguito riportate:

- la valutazione è stata effettuata in ipotesi di continuità aziendale e in condizioni "normali" di funzionamento (astraendo da eventi straordinari e non ricorrenti di gestione), con riferimento alla situazione in atto ed alle prospettive conosciute alla data della presente Relazione di Stima e pertanto non tiene conto di eventi esterni futuri straordinari o inattesi;
- la valutazione è basata su informazioni e su documenti predisposti dai Referenti della Società, che sono stati da noi verificati sia per ragionevolezza sia per il tramite di procedure di verifica di seguito illustrate. La responsabilità sulla qualità, completezza e sulla correttezza dei dati e delle informazioni compete esclusivamente ai referenti medesimi;
- l'incarico non prevede lo svolgimento di procedure di revisione contabile come definite dagli statuti principi di revisione generalmente accettati, né un esame dei controlli interni o altre procedure di verifica. Di conseguenza, non si esprime alcun parere né alcuna altra forma di certificazione sui bilanci della Società o su qualsiasi altra informazione finanziaria, o sui controlli operativi o interni;
- con riferimento allo svolgimento di verifiche ed accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura fiscale, contrattuale, previdenziale, connesse a problematiche non riportate nei bilanci e negli altri documenti utilizzati ai fini dell'analisi, si evidenzia sono stati richiesti al Referente della Società, ma non ottenuti, il certificato dei carichi pendenti penali e fiscali e il cosiddetto "Cassetto Fiscale". Il Referente della Società ci ha tuttavia informato di non essere a conoscenza di passività oltre a quelle eventualmente registrate in bilancio o rischi per contenziosi. Conseguentemente, ai fini della presente valutazione, si è assunto che sulla Società non gravino passività potenziali di natura fiscale e previdenziale oltre a quelle esposte nella situazione contabile utilizzata a riferimento (i.e. al 30.09.2018);
- l'incarico descritto non prevede l'assistenza e/o la consulenza di natura legale e/o fiscale nell'ambito della possibile operazione di rivalutazione del valore della Società, né alcun giudizio sulla sua fattibilità o convenienza.

<sup>2</sup> Tale situazione contabile non conteneva le scritture di chiusura delle rimanenze finali che sono state integrate sulla base del tabulato extracontabile di magazzino alla stessa data ottenuto dalla Società. Al tempo stesso, come da indicazioni del Referente della Società, si è effettuato una riclassifica di Euro 700 da immobilizzazioni finanziarie ad altri crediti.



## ***1.6 Lavoro svolto***

Nell'ambito dell'Incarico abbiamo svolto le attività di seguito riportate:

- Esame delle principali poste patrimoniali della Società anche con l'ausilio di interviste effettuate al Referente della stessa;
- Individuazione delle metodologie di valutazione da applicare nella fattispecie; queste ultime sono state individuate sulla base della finalità dell'Incarico, delle informazioni disponibili e del settore di attività in cui opera la Società;
- Applicazione delle metodologie di valutazione; in particolare, l'applicazione delle metodologie individuate ha richiesto lo svolgimento di una serie di attività quali l'identificazione dei parametri valutativi necessari;
- Sulla base delle considerazioni emergenti dall'attività svolta e sulla base delle analisi effettuate abbiamo, infine, individuato il valore economico della Società per la quale è stato promosso l'atto di pignoramento delle quote.

## ***1.7 Restrizioni all'uso della presente relazione***

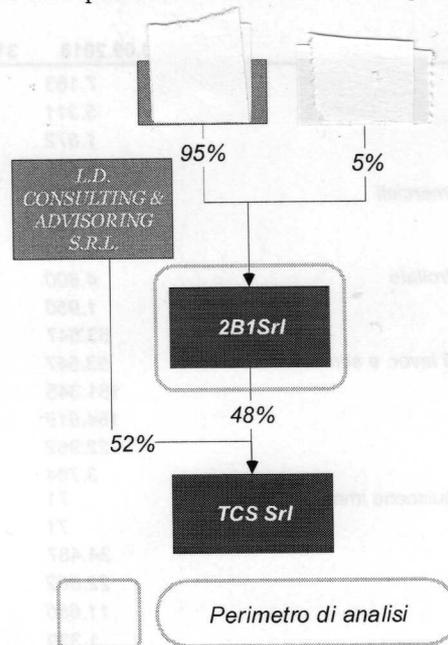
La presente relazione di valutazione non potrà essere utilizzata per finalità diverse da quelle indicate nel Paragrafo denominato 1.2 "Finalità dell'operazione" del presente capitolo e non potrà essere consegnata a terzi al di fuori dei soggetti coinvolti nella presente procedura esecutiva, senza il nostro preliminare consenso.



## 2. Profilo della Società

### 2.1 La Società

2b1 Srl (C.F. 04225500968) è una società – attualmente attiva – costituita in data 19 gennaio 2004 con sede in via Pirelli Giovanni Battista 24, Milano (MI) – 20124. I soci della Società sono il [redacted], proprietario del 95% delle quote del capitale sociale della Società, e il [redacted], proprietario del 5% delle quote del capitale sociale della stessa. Di seguito viene riportato l'azionariato della Società<sup>3</sup>.



L'oggetto sociale della Società include<sup>4</sup>:

- l'attività di progettazione, produzione e commercializzazione di dispositivi medici così come identificati nella direttiva CEE nr. 93/42, recepita con D.Lgs. nr.46 del 24/02/1997;
- tutte le operazioni commerciali, finanziarie, mobiliari ed immobiliari utili per il conseguimento degli scopi sociali;
- la possibilità di assumere partecipazioni ed interessenze in altre società aventi scopi analoghi, affini e/o connessi al proprio, nonché sempre per il conseguimento dell'oggetto sociale rilasciare avalli e fidejussioni a favore di terzi.

<sup>3</sup> Informazioni tratte dalla Visura Storica della 2B1 Srl estratta al 04.10.2018 dalla banca dati Lince – Cerved Group (Allegato 1).

<sup>4</sup> Informazioni tratte dalla Visura Storica della 2B1 Srl estratta al 04.10.2018 dalla banca dati Lince – Cerved Group (Allegato 1).

## 2.2 La situazione economica e patrimoniale della Società

Nella tabella seguente si riepiloga lo Stato Patrimoniale della Società relativo all'esercizio sociale chiusosi al 31 dicembre 2017 e la situazione patrimoniale infrannuale al 30 settembre 2018 (rispettivamente **Allegato 2** e **Allegato 3**).

Tabella 1 – Situazione patrimoniale 2B1 Srl

<b>Stato Patrimoniale (Euro)</b>	<b>30.09.2018</b>	<b>31.12.2017</b>
Immobilizzazioni immateriali	7.183	11.656
<i>Diritti di brevetto industrial</i>	5.311	8.668
<i>Concessioni licenze e marchi</i>	1.872	2.988
Immobilizzazioni materiali	6.431	9.250
<i>Attrezzature Industriali e Commerciali</i>	5.203	7.516
<i>Altri Beni</i>	1.227	1.734
Immobilizzazioni Finanziarie	6.750	4.800
<i>Partecipazioni in imprese controllate</i>	4.800	4.800
<i>Crediti verso altri</i>	1.950	-
Rimanenze	53.547	52.173
<i>Rimanenze prodotti in corso di lavor. e similav.</i>	53.547	52.173
Crediti	181.345	191.745
<i>Crediti vs Clienti</i>	154.619	178.448
<i>Crediti tributari</i>	22.962	11.647
<i>Crediti vs Altri</i>	3.764	1.650
Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	71	71
<i>Altri titoli</i>	71	71
Disponibilità liquide	34.487	13.307
<i>Depositi e c/c attivi</i>	22.802	4.707
<i>Cassa</i>	11.685	8.600
Ratei e Risconti attivi	1.339	4.053
<b>Totale Attivo</b>	<b>291.153</b>	<b>287.055</b>
Patrimonio Netto	73.941	62.397
<i>Capitale sociale</i>	10.000	10.000
<i>Riserve</i>	29.334	14.721
<i>Perdita portata a nuovo</i>	23.063	23.063
<i>Utile (perdita) d'esercizio</i>	11.544	14.613
Totale Passività	216.412	222.873
<i>Debiti vs Fornitori</i>	131.999	145.745
<i>Debiti vs Banche</i>	28.719	28.176
<i>Debiti tributari</i>	51.034	44.291
<i>Debiti vs Altri</i>	4.660	4.662
Ratei e Risconti passivi	800	1.786
<b>Totale Passivo</b>	<b>291.153</b>	<b>287.055</b>

Valori espressi in Euro

Come si evince dalla tabella sopra riportata, prendendo in considerazione la situazione patrimoniale della Società alla Data di Riferimento (30 settembre 2018), le principali voci dell'**Attivo** sono



rappresentate da **Crediti** (pari ad **Euro 181.345**) e **Rimanenze di Prodotti in corso di lavorazione e semilavorati** (pari ad **Euro 53.547**).

Con riferimento alle voci **Immobilizzazioni Immateriali** (pari ad **Euro 7.183**) e **Immobilizzazioni Materiali** (pari ad **Euro 6.431**) sono state richieste e ottenute copie dei relativi Libri cespiti e schede contabili da cui si evince che tutti i cespiti risultano quasi interamente ammortizzati. In considerazione dell'esiguo ammontare dei valori netti contabili residui non si è ritenuto necessario effettuare ulteriori analisi.

Le **Immobilizzazioni Finanziarie** (pari ad **Euro 6.750**) sono composte dalla partecipazione del 48% nell'impresa TCS pari ad Euro 4.800 e da depositi cauzionali per Euro 1.950.

Si è provveduto ad effettuare un confronto tra il valore di iscrizione della partecipazione nella situazione contabile infrannuale con il patrimonio netto ed il risultato d'esercizio della società partecipata (ultimo aggiornamento disponibile al 31.12.2017), al fine di individuare la presenza di eventuali indicatori di perdita di valore nell'investimento partecipativo. Tale confronto è stato esposto nella tabella che segue.

*Tabella 2 – Confronto tra valore di carico partecipazione e Patrimonio Netto società partecipata*

<i>(Importi in €)</i>	<b>Quota posseduta in % (A)</b>	<b>Patrimonio Netto (B)</b>	<b>Patrimonio Netto pro-quota (C) = (A) x (B)</b>	<b>Valore di Carico Partecipazione (D)</b>	<b>Differenza (C) - (D)</b>
<b>Società Controllata</b>					
TCS Srl	48%	11.449	5.496	4800	696

Si nota che la differenza riscontrata è positiva e pertanto non si ritiene corretto mantenere in bilancio l'attuale valore di carico della partecipazione.

Per quanto riguarda il valore delle **Rimanenze di Prodotti in corso di lavorazione e semilavorati** nel complesso risultano essere stati valorizzati per **Euro 53.547**.

Tuttavia, l'analisi effettuata sui tabulati di magazzino ottenuti e le informazioni reperite da colloquio con l'amministratore unico della Società hanno permesso di identificare alcuni articoli di magazzino che non vengono movimentati da più di due anni. Secondo quanto riferito dall'amministratore unico, detti prodotti, ad oggi scaduti, non sarebbero più collocabili sul mercato anche perché l'eventuale riattivazione del processo di sterilizzazione sarebbe troppo oneroso. Pertanto, l'analisi svolta conduce alla rilevazione della seguente rettifica della situazione contabile al 30.09.2018, riepilogata nella seguente tabella, con la quale si propone di svalutare interamente gli articoli di magazzino succitati:

<b>Nr.</b>	<b>Descrizione</b>	<b>Dare</b>	<b>Avere</b>
1	(CE) Svalutazione Rimanenze	7.918	
2	(SP) Rimanenze di Prodotti in corso di lavorazione e semilavorati		7.918

*Valori espressi in Euro*

Con riferimento alla voce **Crediti** (pari ad **Euro 181.345**), tale voce si riferisce a:

- **Crediti verso clienti per Euro 154.619 (pari a Euro 160.335 al netto di un fondo svalutazione crediti da Euro 5.716)**, di cui parte risultano essere crediti incagliati al



30.09.2018; abbiamo richiesto e ottenuto dal Referente della Società il dettaglio della composizione di tale voce. Dalle analisi svolte e dai colloqui intercorsi si è appreso che vi sono 9 posizioni creditorie di difficile realizzo che ammontano a complessivi Euro 83.451. Tra queste 9 posizioni, tuttavia, risulta esserci un cliente che al tempo stesso è anche fornitore della Società e vanta un credito verso di essa per Euro 25.689. Pertanto, l'esposizione netta totale su cui emergono problemi di recuperabilità di crediti è pari ad Euro 57.762.

Si segnala che relativamente a tali crediti la Società ha provveduto ad appostare nella situazione contabile infrannuale al 30.09.2018, un Fondo Svalutazione Crediti per Euro 5.716. Il valore nominale dei crediti con problemi di recuperabilità dovrebbe essere prudenzialmente rettificato tramite un ulteriore accantonamento al fondo svalutazione il cui saldo al momento non è rappresentativo dell'effettivo rischio di non recuperabilità di detti crediti.

Pertanto, la presente analisi conduce alla rilevazione della seguente rettifica, riepilogata nella seguente tabella, con la quale si propone di accantonare un importo tale per cui il Fondo Svalutazione Crediti diventi almeno pari al 50% del valore nominale dei crediti di dubbia recuperabilità tenendo in considerazione quanto fino ad oggi già accantonato dalla Società (Euro  $57.762 / 2 = 28.881 - 5.716 = 23.165$ ):

Nr.	Descrizione	Dare	Avere
1	(CE) Accantonamento Fondo Svalutazione Crediti	23.165	
2	(SP) Fondo Svalutazione Crediti		23.165

Valori espressi in Euro

- **Crediti tributari per Euro 22.962**, di cui principalmente crediti IRES/IRAP e crediti per imposte anticipate per Euro 9.782. La recuperabilità di questi ultimi crediti presenta elementi di incertezza.
- **Crediti verso altri per Euro 3.764** sui quali non si è proceduto ad effettuare procedure di verifica data la non significatività degli importi.

Per quanto riguarda le **Disponibilità liquide** (pari ad **Euro 34.487**) si precisa che non si è proceduto ad effettuare procedure di verifica sul saldo della voce "Cassa" pari a Euro 11.685 ottenendo unicamente la relativa scheda contabile, mentre sulla voce "Depositi e c/c attivi" pari a Euro 22.802 abbiamo ottenuto copia degli estratti, al 30.09.2018, di tutti i conti corrente che la compongono e li abbiamo confrontati con i dati contabili alla medesima data ad eccezione del saldo della carta prepagata che non risultava essere significativo. Dall'analisi svolta è emerso che il saldo al 30.09.2018 della Banca CIS desumibile da estratto conto risultava inferiore a quanto riportato contabilmente per un ammontare pari ad Euro 12.923. Da colloquio con il Referente della Società si è appreso che il commercialista della Società non aveva contabilizzato alcuni pagamenti verso fornitori. Pertanto, si propone la seguente riclassifica che non ha alcun impatto sul patrimonio netto:

Nr.	Descrizione	Dare	Avere
1	(SP) Disponibilità Liquide		12.923
2	(SP) Debiti verso Fornitori	12.923	

Valori espressi in Euro

Relativamente alla voce **Patrimonio Netto**, esso comprende principalmente le voci **Capitale Sociale** (pari ad **Euro 10.000**), **Riserve** (per un totale di **Euro 29.334**) e **Utili** (per un totale di **Euro 34.607**).



Con riferimento al **Passivo**, esso consiste principalmente in **Debiti verso Fornitori** (per Euro **131.999**), **Debiti Bancari** (per Euro **28.719**) e **Debiti Tributari** (per Euro **51.034**).

Infine, si segnala che come emerge dalla documentazione bancaria ottenuta i mutui fondiari risultano essere in regolare ammortamento.

La voce **Debiti Bancari** accoglie principalmente il saldo a debito del **conto corrente bancario** acceso presso l'istituto di credito Monte dei Paschi di Siena SpA, per un importo pari ad Euro **24.123**. In proposito, si segnala che è in corso un contenzioso attivo contro MPS, attualmente in cassazione, nel quale la Società propone appello alla sentenza del 18.01.2017 in cui il Giudice riconosce comunque, almeno parzialmente, le ragioni della Società rideterminando l'ammontare di tale debito e condannando MPS al risarcimento delle spese di lite. La Società ha deciso di proporre appello in quanto ritiene che MPS sia debitrice di circa Euro 30 migliaia. In ogni caso, l'ammontare contabilizzato risulta rappresentativo del rischio massimo di passività e risulta pertanto corretto mantenerlo prudenzialmente iscritto a bilancio.

Con riferimento alla voce **Debiti verso fornitori**, pari ad Euro **131.999**, questa si riferisce principalmente al debito verso alcuni fornitori che risultano essere al tempo stesso clienti per complessivi Euro 44.315. Il credito verso ciascuno di questi soggetti così come desumibile dalla situazione infrannuale ottenuta, risulta sempre superiore al debito.

I **Debiti Tributari**, infine, pari ad Euro **51.034** sono composti sostanzialmente da debiti IRES/IRAP, IVA e ritenute varie.



## **2.3 Riepilogo delle rettifiche proposte e relativi effetti fiscali sulla situazione economica e patrimoniale infrannuale al 30.09.2018**

Di seguito si riporta il riepilogo delle rettifiche che, in base alle risultanze delle procedure svolte, che andrebbero apportate alla situazione economico/patrimoniale infrannuale al 30.09.2018 da noi ottenuta:

- 1) Svalutazione delle Rimanenze di Prodotti in corso di lavorazione e semilavorati relativamente agli articoli non movimentati da più di due anni e per i quali non vi è mercato; nella tabella di seguito si riporta la scrittura proposta:

Nr.	Descrizione	Dare	Avere
1	(CE) Svalutazione Rimanenze	7.918	
2	(SP) Rimanenze di Prodotti in corso di lavorazione e semilavorati		7.918

Valori espressi in Euro

- 2) Svalutazione dei Crediti incagliati nella misura del 50% del loro valore nominale; nella tabella di seguito si riporta la scrittura proposta:

Nr.	Descrizione	Dare	Avere
1	(CE) Accantonamento Fondo Svalutazione Crediti	23.165	
2	(SP) Fondo Svalutazione Crediti		23.165

Valori espressi in Euro

- 3) Contabilizzazione di pagamenti a fornitori non registrati in precedenza; nella tabella di seguito si riporta la scrittura proposta:

Nr.	Descrizione	Dare	Avere
1	(SP) Disponibilità Liquide		12.923
2	(SP) Debiti verso Fornitori	12.923	

Valori espressi in Euro

Di seguito si riportano gli impatti delle rettifiche da noi proposte sul risultato d'esercizio e sul patrimonio netto della Società. Come si evince dalla tabella di seguito riportata, abbiamo ipotizzato gli impatti fiscali delle rettifiche proposte sulla base delle aliquote fiscali (Ires e Irap) vigenti. A tale riguardo si precisa che gli impatti fiscali sono stati da noi stimati in mancanza di informazioni di dettaglio sulla fiscalità della Società in termini di imposte differite e pertanto non possiamo escludere un effetto fiscale effettivo diverso rispetto alla nostra stima.



Tabella 3 – Patrimonio Netto Rettificato

Descrizione	Patrimonio Netto al 30.09.2018	Effetto Lordo rettifiche	Stima effetto fiscale sulle rettifiche	Effetto netto totale	Patrimonio netto rettificato
Capitale sociale	10.000				10.000
Riserve	29.334				29.334
Perdita portata a nuovo	23.063				23.063
Utile (perdita) d'esercizio	11.544	(31.083)	(9.760)	(21.323)	(9.779)
<b>Totale Patrimonio Netto</b>	<b>73.941</b>	<b>(31.083)</b>	<b>(9.760)</b>	<b>(21.323)</b>	<b>52.618</b>

Valori espressi in Euro



## 3. Presupposti metodologici

### 3.1 Introduzione

I metodi di stima del capitale economico delle aziende si possono ricondurre concettualmente alle seguenti tipologie basate su:

- il ritorno finanziario atteso dall'investimento, cioè sui flussi di cassa che esso è atto a generare nel futuro, dal momento attuale alla sua completa liquidazione (metodo dei flussi di cassa attualizzati o DCF - *Discounted Cash Flow*);
- i redditi che l'investimento è atto a produrre nel futuro (metodo reddituale);
- il valore patrimoniale corrente (metodo patrimoniale);
- l'unione dei principi essenziali dei procedimenti reddituali e patrimoniali (metodo misto patrimoniale - reddituale e metodo dell'*Economic Profit*);
- l'analisi comparativa di società e transazioni comparabili (metodo dei multipli).

Riportiamo nelle pagine seguenti la descrizione dei metodi utilizzati nel contesto dell'analisi.

### 3.2 Il metodo dei flussi di cassa attualizzati (*Discounted Cash Flow*)

Il metodo dei flussi di cassa attualizzati si ispira al concetto generale che il valore di un'azienda sia pari al valore attualizzato dei due seguenti elementi:

- flussi di cassa che essa sarà in grado di generare entro l'orizzonte di previsione;
- valore residuo, cioè il valore del complesso aziendale derivante dal periodo al di là dell'orizzonte di previsione.

Nell'approccio che considera i flussi operativi (approccio *unlevered*), al fine di ottenere il valore economico del capitale investito operativo (*Enterprise Value*), i flussi di cassa considerati sono i *Free Cash Flow* operativi (FCF), i quali vengono scontati al WACC (*Weighted Average Cost of Capital*).

Il valore così ottenuto viene rettificato della posizione finanziaria netta alla data di riferimento della valutazione e dell'ammontare del valore delle eventuali attività non operative (*Surplus Assets*) ottenendo così il valore del capitale economico (*Equity Value*).

La formula generale in base alla quale si procede alla determinazione del valore del capitale economico dell'azienda è così rappresentabile:

$$Equity Value = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1 + WACC)^i} + TV + SA - PFN$$



dove:

*FCF = free cash flow, o flusso di cassa prodotto dalla gestione operativa;*

*WACC = costo medio ponderato del capitale;*

*n = periodo di previsione esplicita;*

*TV = valore attuale del valore residuo (Terminal Value), ossia il valore derivante dai flussi finanziari prodotti al di là dell'orizzonte di previsione esplicita;*

*SA = Surplus Assets;*

*PFN = Posizione finanziaria netta.*

### **COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE – WACC**

Il costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital – WACC*) è determinato come media ponderata del costo del capitale proprio e del costo del capitale di terzi, al netto degli effetti fiscali.

La formula del WACC è quindi:

$$WACC = K_e \times \frac{E}{(D + E)} + K_d \times (1 - t_c) \times \frac{D}{(D + E)}$$

dove:

*Ke = costo del capitale proprio;*

*E/(D+E) = percentuale del capitale proprio sul totale del capitale investito (capitale di rischio + capitale di debito);*

*Kd = costo del capitale di debito prima delle imposte;*

*tc = aliquota d'imposta ("scudo fiscale");*

*D/(D+E) = percentuale del capitale di debito sul totale del capitale investito (capitale di rischio + capitale di debito).*

Il costo del capitale proprio rappresenta il rendimento che ci si aspetta, in condizioni non influenzate da fenomeni contingenti, dal settore di appartenenza dell'azienda ed è stato calcolato utilizzando il *Capital Asset Pricing Model*, attraverso la formula:

$$K_E = r_f + \beta \times (R_m - R_f) + S_p$$

dove:

*Ke = costo del capitale proprio;*

*Rf = tasso privo di rischio (risk-free rate), pari al rendimento offerto nel medio-lungo termine da investimenti quali i titoli di stato;*

*b = coefficiente "beta" espressivo del rischio che caratterizza la particolare impresa rispetto al mercato finanziario in generale;*

*Rm - Rf = premio per il rischio azionario, ovvero il rendimento addizionale richiesto da un investitore avverso al rischio rispetto al rendimento delle attività prive di rischio; esso è pari alla differenza tra il rendimento medio del mercato azionario e il tasso privo di rischio;*

*Sp = Small size premium o Additional premium, ovvero il rendimento addizionale richiesto dall'investitore razionale che investe in società di piccole dimensioni o non quotate, che comportano una minore liquidabilità dell'investimento.*

Il costo del debito finanziario (*Kd*) è il tasso di interesse al quale si ipotizza l'azienda possa finanziarsi. Questo tasso è solitamente stimato facendo riferimento a tassi di mercato, considerando uno *spread*



per riflettere il potere contrattuale delle società nei confronti dei fornitori di capitale di debito. Il costo del debito deve essere considerato al netto dell'aliquota d'imposta "t", al fine di tenere conto del risparmio fiscale generato dalla deducibilità degli oneri finanziari.

### 3.3 Metodo reddituale

Il valore di un'azienda, secondo il metodo reddituale, deriva unicamente dai redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre. Per determinare il reddito atteso, si tratta di definire una funzione di capitalizzazione, nel senso che la determinazione del valore attribuibile al capitale economico dell'impresa (*Equity Value*) si suppone, per ipotesi, formata dalla serie dei valori attuali dei redditi futuri dell'impresa.

La formula comunemente adottata corrisponde all'ipotesi di durata a tempo indefinito della vita dell'azienda e si esprime come segue:

$$Equity Value = \frac{R}{i}$$

dove:

*R* = reddito netto medio - normale atteso;  
*i* = tasso di capitalizzazione.

La definizione quantitativa del reddito medio normale atteso si può delineare attraverso le seguenti ipotesi di stima:

- supponendo la conservazione dei risultati consuntivi ottenuti in tempi recenti (metodo dei risultati storici);
- mediante la proiezione dei risultati storici nel futuro, in funzione del probabile comportamento di alcune variabili. Ad esempio: dimensione dell'attività svolta, livello dei prezzi unitari, grado di produttività del lavoro, incidenza di costi generali oppure di oneri finanziari, ecc. (metodo di proiezione dei risultati storici);
- assumendo i risultati economici espressi nel budget e nei piani aziendali per definiti periodi futuri (metodo dei risultati programmati);
- definendo nuove condizioni di gestione futura e valutandone le probabili conseguenze in termini di reddito (metodo dell'innovazione).

La scelta del tasso di capitalizzazione è un aspetto centrale di questo procedimento. Il criterio generalmente preferito è quello del cosiddetto tasso – opportunità, che consiste nella scelta di un tasso equivalente al rendimento offerto da investimenti alternativi, a parità di rischio.

Il tasso utilizzato per capitalizzare il reddito normale atteso è il costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital* o WACC). Per maggiori dettagli con riferimento al calcolo del tasso di capitalizzazione si faccia riferimento al Paragrafo denominato "Il metodo dei flussi di cassa attualizzati" del presente capitolo.



### ***3.4 Metodi patrimoniali***

#### ***Il metodo patrimoniale semplice***

Il metodo patrimoniale semplice si fonda sul principio dell'espressione, a valori correnti, dei singoli elementi attivi che compongono il capitale dell'azienda e dell'aggiornamento degli elementi passivi.

Il metodo patrimoniale assume, come punto di partenza, il patrimonio netto di bilancio così come espresso dalla situazione patrimoniale contabile di riferimento. Nel patrimonio netto viene incluso anche l'utile dell'esercizio, con esclusione di solito degli importi per i quali è già stata decisa la distribuzione ai soci.

Al patrimonio netto contabile di cui sopra vengono apportate le seguenti rettifiche:

- rettifiche per uniformarsi ai corretti principi contabili;
- rettifiche necessarie per recepire la plusvalenza emergente su specifiche poste dell'attivo (al netto dell'effetto fiscale).

#### ***Il metodo patrimoniale complesso***

Il metodo patrimoniale complesso si basa sul presupposto che i beni intangibili quali la tecnologia, l'addestramento, le capacità del personale, i marchi, il portafoglio prodotti, la clientela abbiano spesso un peso decisivo nel determinare il reale valore complessivo dell'impresa.

I suddetti elementi immateriali sono sovente fenomeni che in parte si sovrappongono e quindi è più agevole comprenderli in un unico valore. Il presupposto necessario ed ineliminabile per attribuire un valore a tali beni intangibili è la capacità reddituale dell'impresa.

Al patrimonio netto contabile, rettificato come nel caso dell'applicazione del metodo patrimoniale semplice, viene sommato il valore attribuibile ai beni immateriali individuati.

### ***3.5 Il metodo misto patrimoniale – reddituale***

Un metodo diffuso di stima per aziende (soprattutto industriali) è il metodo misto patrimoniale - reddituale. Sua caratteristica essenziale è la ricerca di un risultato conclusivo che consideri contemporaneamente i due aspetti, così da tenere conto dell'elemento di obiettività e verificabilità proprio dell'aspetto patrimoniale, senza peraltro trascurare le attese reddituali, che sono concettualmente una componente essenziale del valore del capitale economico.

Il metodo in questione è idoneo a identificare, attraverso una stima autonoma, il goodwill. Questo procedimento gode, anche a livello internazionale, di ampio credito.

La formula comunemente adottata è così rappresentata (secondo l'approccio cosiddetto *equity side*):



$$Equity Value = K + \sum_{i=1}^n \frac{(R_i - r \times K)}{(1 + k_e)^i}$$

dove:

*K = capitale netto rettificato*  
*Ke = costo del capitale proprio (tasso di attualizzazione del sovra-reddito);*  
*R= reddito netto atteso per il futuro;*  
*r = tasso di rendimento normale del tipo di investimento considerato;*  
*n= numero definito e limitato di anni.*

Tale metodologia, nella versione cosiddetta *asset side*, si richiama alla teoria dell'*Economic Value Added* (EVA) e si basa sul presupposto che il *goodwill* individuato corrisponda, sostanzialmente, all'EVA.

### **3.6 Il metodo dei multipli di mercato**

Il metodo dei multipli di mercato si fonda sull'analisi delle quotazioni borsistiche riferite ad un campione selezionato di società operanti nel settore di riferimento (società quotate comparabili) e sulla successiva applicazione dei multipli, evidenziati da tale analisi, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione.

I multipli sono ottenuti quale rapporto tra la capitalizzazione di Borsa delle società comparabili e le grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie ritenute significative ad esse relative.

Lo schema di applicazione di tale approccio di valutazione si articola nei seguenti punti:

- **Identificazione delle società comparabili**: l'appropriata selezione del campione di società comparabili rappresenta uno dei passi principali alla base di tale metodologia. La significatività dei risultati è strettamente dipendente dall'omogeneità del campione. Nella selezione delle società comparabili si è soliti tener conto di vari fattori, tra i quali, il settore di riferimento, il rischio dell'attività, la dimensione della società, la diversificazione geografica, la redditività, l'attendibilità dei dati finanziari e l'intensità di scambio dei titoli nel mercato azionario.
- **Definizione dell'intervallo temporale di riferimento**: la determinazione dell'intervallo temporale di riferimento ha solitamente il fine di neutralizzare eventi di carattere eccezionale, fluttuazioni di breve periodo e tensioni speculative; nel contempo, ha il compito di riflettere le informazioni rese disponibili al mercato. Questa fase implica, in particolare, la scelta fra l'utilizzo di una media relativa ad un determinato intervallo temporale e l'applicazione di un valore puntuale.
- **Determinazione dei multipli ritenuti più significativi**: sussistono numerosi rapporti che possono essere utilizzati per l'applicazione del criterio dei multipli di mercato. La scelta dei multipli più significativi avviene solitamente sulla base delle caratteristiche del settore e del campione in esame.
- **Applicazione dei multipli alle società in esame**: i multipli ottenuti dall'analisi del campione di confronto sono applicati alle corrispettive grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie della società oggetto di valutazione.



## 4. Determinazione del valore economico della Società

### 4.1 La scelta metodologica: il metodo patrimoniale complesso

La scelta della metodologia di valutazione è stata effettuata considerando le caratteristiche della Società, la natura delle sue attività, la finalità dell'operazione che ha richiesto la valutazione e le informazioni disponibili.

Nell'ambito della presente analisi, va precisato che nella stima del valore di mercato per un'impresa di piccole e medie dimensioni si incontrano operativamente alcune difficoltà peculiari, sia perché la stima del valore di una impresa di limitate dimensioni - magari a gestione familiare e certamente non quotata su mercati regolamentati - è insita di un maggiore rischio di errore rispetto alla stima del valore di una impresa di grandi dimensioni i cui titoli sono scambiati sui mercati azionari.

Ad esempio, il prezzo del titolo di una azienda quotata, in condizioni normali, costituisce un buon riferimento di valore ed inoltre, per questioni di organizzazioni del lavoro, l'influenza e l'impatto sulle *operations* ascrivibile alla presenza di una ipotetica *persona chiave* all'interno della società, cioè un soggetto in grado di fornire relazioni e conoscenze insostituibili per l'azienda, risulta giocoforza circoscritto.

Dall'analisi della letteratura e, in particolare di un articolo del Dott. Davide Rossi, intitolato "*Personal Goodwill* e valore d'azienda nel diritto delle successioni" e pubblicato nella rivista *Le Società* a giugno 2017, si evince il valore sostanziale del contributo dell'imprenditore, o *persona chiave*, nelle aziende di piccole o medie dimensioni.

Sulla base di tali considerazioni, si è deciso di valutare la Società tramite l'applicazione del **Metodo Patrimoniale Complesso**.

### 4.2 L'applicazione del metodo patrimoniale complesso

Ai fini della determinazione del valore del capitale economico di 2B1 è stato adottato il Metodo Patrimoniale Complesso. In particolare, con riferimento agli *asset* intangibili si è stimato il valore dell'avviamento, sulla base di considerazioni relative alla figura dell'imprenditore, o persona chiave.

La persona chiave all'interno di una piccola e media impresa di solito coincide con la figura dell'imprenditore che contemporaneamente riveste anche il ruolo di azionista e amministratore della società. L'eventuale presenza di una persona chiave all'interno dell'azienda determina che il valore di mercato dell'azienda in esame si sottragga ai comuni modelli valutativi, in quanto essi sono sviluppati sulla base di modelli di imprese tendenzialmente quotate, o di rilevanti dimensioni, per le quali il contributo di persone chiave è marginale.

È importante sottolineare come la presenza della persona chiave all'interno dell'azienda rappresenti tanto più un elemento d'errore nella stima di valore di una impresa di piccole e medie dimensioni



quanto più è elevato il valore del contributo economico fornito da tale soggetto. Ciò accade in quanto il contributo di figure chiave si rivela decisivo nelle *performance* aziendali, per cui il valore di mercato che un generico acquirente riconoscerebbe all'azienda, al venir meno della figura chiave, risulta inferiore rispetto al valore in uso della società nelle mani della figura chiave stessa.

Al fine di comprendere l'errore che si commetterebbe se si considerasse nella stima del valore della società a mani di un terzo il contributo economico non replicabile della persona chiave, basti pensare al valore di un'azienda calcolato come un prodotto finanziario tra un flusso di reddito e un prezzo di mercato di tale quantità economica:

*Valore dell'azienda = Multiplo x Flusso di reddito*

Assumendo ora che una frazione del reddito totale generato è funzione solo della presenza in società della figura chiave, potremmo suddividere il valore dell'azienda in due componenti:

- la componente di risultato non replicabile in mano a un terzo, ovvero il reddito che si perderebbe nel caso in cui la figura chiave lasciasse l'azienda, ossia il valore attuale del flusso di "reddito personale" ascrivibile direttamente a tale soggetto;
- la componente di risultato che l'azienda genererebbe, nelle mani di persone capaci, ma prive delle peculiari doti della persona chiave, ossia il valore attuale di tali flussi di reddito rappresenta il valore attuale dell'azienda *stand-alone*.

Di conseguenza, in caso di cessione dell'azienda, il generico acquirente che non potesse garantirsi l'uso delle competenze dell'imprenditore, escluderebbe dal prezzo di acquisto la componente di risultato che verrebbe meno in assenza della figura chiave, con l'effetto di determinare un valore di acquisto - inteso come valore di mercato - a sconto rispetto al valore dell'impresa con la figura chiave presente.

Pertanto il valore di mercato riconosciuto dall'acquirente sarebbe pari:

*Valore dell'azienda stand-alone = Multiplo x (Flusso di "Reddito Totale" - "Reddito personale")*

Tale differenza di valori è definita nella letteratura statunitense *Personal Goodwill*. Il *Personal Goodwill* è quindi una complessità specifica della valutazione delle piccole e medie imprese in quanto non è trasferibile e rappresenta il valore attuale dei flussi di reddito aziendali che verrebbero meno nel caso in cui una specifica persona chiave decidesse di interrompere il proprio rapporto di collaborazione con la società. Il *Personal Goodwill* non può essere riconosciuto nel valore di mercato dell'azienda in quanto non può essere trasferito, non potendo l'acquirente assicurare la presenza della figura chiave all'interno dell'azienda.

La differenza sostanziale tra il *goodwill* trasferito in una operazione di compravendita e il *Personal Goodwill* risiede infatti nella trasferibilità dell'*asset* immateriale. Il *Personal Goodwill* costituisce una risorsa immateriale non trasferibile in quanto risiede in abilità e qualità detenute dalla persona chiave - infatti, il capitale umano è un *asset* non controllabile - mentre il *goodwill* trasferito, definito all'interno della letteratura statunitense *Enterprise Goodwill*, è costituito da beni non materiali trasferibili a favore dell'acquirente.

L'*Enterprise goodwill*, a differenza del *Personal Goodwill*, può rientrare nel valore di trasferimento dell'azienda nella misura in cui la capacità di reddito non cessa in seguito del trasferimento e al venir meno della persona chiave. A tal proposito, la ripartizione tra attività immateriali separabili della società e quelle dell'imprenditore si fonda sull'esame dei presupposti economici e legali/contrattuali per l'utilizzo dell'attività. In altri termini, l'esistenza di un diritto legale di sfruttamento dell'intangibile da parte della società non è sufficiente ad attribuirne la titolarità se non vi sono i presupposti economici per un suo sfruttamento indipendentemente dalla presenza della persona chiave.



A fronte delle dianzi evidenze riportate, è possibile concludere che i comuni criteri di valutazione non restituiscono in presenza del *Personal Goodwill* valori affidabili, per cui la stima del valore dell'azienda in presenza di *Personal Goodwill* richiede dei criteri valutativi specifici al fine di verificare la presenza, o meno, del *Personal Goodwill*, garantire il requisito di non trasferibilità e stimarne il valore.

La stima della componente del *Personal Goodwill* si fonda su un processo che consta di tre fasi:

1. esame della presenza del *Personal Goodwill*: è necessario dimostrare il nesso di causa-effetto tra presenza corrente della persona chiave e le performance aziendali ad esso attribuibili in quanto la concomitante presenza di una persona chiave e di buone performance aziendali non costituisce prova sufficiente della presenza di *Personal Goodwill*.

A tal proposito, le **condizioni** che incoraggiano lo sviluppo di un personal goodwill non trasferibile sono la presenza di:

- un soggetto ai vertici con forti competenze tecniche;
- una struttura organizzativa contraddistinta da una concentrazione dei poteri e delle attività ad elevato valore aggiunto in mano ad una singola persona;
- una gestione delle relazioni di clientela e di fornitura direttamente svolta dal soggetto al vertice.

Inoltre, **i fattori** che comunemente indicano la presenza di *Personal Goodwill* sono:

- relazioni di clientela gestite in via diretta dall'imprenditore (customer relationship);
- conoscenze tecniche (know-how) dell'imprenditore non trasferibili alla società;
- forte reputazione della persona chiave che permette di accedere a relazioni altrimenti non realizzabili (capitale reputazionale);

2. scorporo del *Personal Goodwill* dalle altre attività immateriali: si deve tener conto, come esposto, non solo della proprietà legale delle attività immateriali, ma anche dell'effettivo controllo da parte della persona chiave delle stesse;
3. stima del valore della società ascrivibile alla presenza della persona chiave (*Personal Goodwill*): è opportuno utilizzare modelli specifici, stante l'oggetto di valutazione.

Il principale criterio per l'individuazione del valore del *Personal Goodwill* si fonda sul valore attuale dei flussi differenziali di due scenari distinti: l'uno in presenza della persona chiave (scenario with) e l'altro in assenza della persona chiave (scenario without).

Tale risultato si può ottenere con due diverse modalità:

- a) il criterio analitico diretto: si basa sull'individuazione analitica dei flussi di risultato di pertinenza della persona chiave (logica *bottom up*). Il valore del *Personal Goodwill* è quindi ottenuto tramite attualizzazione dei flussi di risultato differenziali attribuibili all'imprenditore, analiticamente determinati;
- b) il criterio indiretto: si basa sull'ipotesi che la società, in assenza della persona chiave, sia destinata a ridurre, per poi perdere, il proprio vantaggio competitivo. Ciò implica che nel tempo le performance della società tendano a riallinearsi alle performance medie di settore, per cui è possibile giungere al valore del *Personal Goodwill* per differenza tra il valore della società nelle mani dell'imprenditore (scenario with) ed il valore della società senza l'imprenditore (scenario without).



Altro criterio per la determinazione del valore del *Personal Goodwill*, anche se maggiormente utilizzato come criterio di controllo, è l'applicazione del criterio dei multipli di mercato. In tal caso è necessario identificare il contributo dell'imprenditore ed escluderlo dalle quantità economiche rilevanti. In alternativa, da un punto di vista meramente teorico, sarebbe possibile utilizzare un multiplo che sconti già al suo interno la presenza di una persona chiave.

In nuce, tanto maggiore sarà il contributo dell'imprenditore alla formazione dei risultati aziendali, tanto minore risulterà il prezzo riconosciuto da un generico acquirente rispetto al valore dell'azienda a mani dell'imprenditore; al contrario, tanto minore sarà il contributo dell'imprenditore, tanto più il valore d'impresa a mani dell'imprenditore e valore normale di mercato convergeranno.

Nel caso in esame, è innegabile la preponderanza dell'elemento del cd *Personal Goodwill* alla luce del fatto che la società valutanda è *de facto* priva di una struttura organizzativa, ma si regge unicamente sull'*effort* dell'imprenditore.

Inoltre, è opportuno notare che non sono presenti adeguati oneri riferibili all'imprenditore all'interno dei conti economici dell'azienda oggetto di analisi, giacché non vi sono riflessi né costi del personale né compensi per gli amministratori, spese operative che una azienda con una struttura con normali costi di mercato dovrebbe sostenere.

Da ciò l'osservazione che la marginalità storicamente registrata, sì positiva ma di una magnitudo limitata, verrebbe completamente erosa dai predetti oneri ascrivibili a una struttura di costi di mercato, conducendo ad una perdita operativa.

Anche prescindendo da tematiche di *Personal Goodwill* ma considerando l'assenza di Business Plan, eventuali applicazioni di metodologie valutative canoniche quali l'attualizzazione dei flussi di cassa attualizzati DCF, il metodo reddituale o il metodo dei multipli si fonderebbero dunque su flussi di reddito o di cassa tendenzialmente negativi e non potrebbero condurre a valorizzazioni positive per l'azienda in esame.

Sulla base di tali considerazioni si evince che il valore della Società non può discostarsi dal valore del **Patrimonio Netto Rettificato** al 30 settembre 2018 individuato pari a circa **Euro 53 mila**, considerando il valore *de facto* nullo attribuito all'avviamento.

### 4.3 Considerazioni finali

Nell'ambito della valutazione delle quote oggetto di pignoramento di proprietà del \_\_\_\_\_, considerando il set informativo a disposizione, è stato adottato il metodo patrimoniale complesso.

L'esercizio valutativo è consistito principalmente nella determinazione del Patrimonio Netto Rettificato sulla base dell'ultima situazione disponibile, sottraendo al patrimonio netto contabile le minusvalenze della Società identificate.

**La valutazione ha così determinato un valore economico della Società pari a circa Euro 53 mila.**



## 5. Conclusioni

Sulla base del lavoro svolto, illustrato nel documento, e sulla base della metodologia valutativa prescelta, ossia il metodo Patrimoniale Complesso, riteniamo che il valore economico attribuibile alla società 2B1 alla Data di Riferimento del 30 settembre 2018 possa attestarsi nell'intorno di **Euro 53 mila**. Di conseguenza, il valore della quota di partecipazione oggetto di pignoramento, corrispondente al 95% del capitale sociale di 2B1, risulta essere pari a circa **Euro 50 mila**.

Non è stato quantificato alcun goodwill aggiuntivo in quanto un eventuale valore potrebbe in astratto essere attribuibile unicamente alla casistica sopradescritta del "*Personal Goodwill*", che tuttavia nel caso di specie sarebbe riferibile all'amministratore unico il quale nel caso in esame rappresenta anche il soggetto terzo pignorato.

Si precisa infine che tale valore è stato identificato nell'ambito delle finalità valutative di cui al Paragrafo 1.2 e considerate le ipotesi e limitazioni espresse nel Paragrafo 1.5 della presente relazione.

Milano, 7 Febbraio 2019

PricewaterhouseCoopers Advisory SpA



Alberto Beretta  
(Consulente Tecnico)



## **Appendice 1 – Elenco della documentazione allegata**

<b>N. Allegato</b>	<b>Titolo documento</b>
1	Visura Storica della 2B1 Srl estratta al 04.10.2018 dalla banca dati Lince – Cerved Group
2	Bilancio d'esercizio 2B1 Srl al 31.12.2017
3	Situazione economico-patrimoniale infrannuale 2B1 Srl al 30.09.2018
4	Dettaglio rimanenze di magazzino al 30.09.2018
5	Partitario Clienti al 30.09.2018
6	Partitario Fornitori al 30.09.2018
7	Bilancio d'esercizio TCS Srl al 31.12.2017
8	Situazione rimanenze al 31.12.2018
9	Situazione rimanenze al 31.12.2018 con dettaglio dispositivi
10	Report descrittivo sui brevetti predisposto dall
11	Attestazione sulla situazione fiscale della società

