

STUDIO NOTARILE DOTT. LUCA TROILI
00195 Roma - Via Oslavia, 12 - Tel. +39 06 3720548 r.a. - Fax +39 06 37526536 - segreteria@notaiotroili.it

RELAZIONE GIURATA DI STIMA DEL
VALORE DELLA SOCIETÀ
"E-VOLVE SERVICE SA"
ALLA DATA DEL 31 DICEMBRE 2016

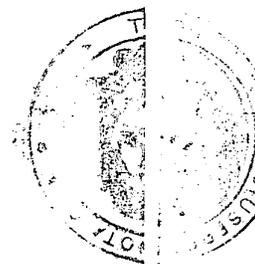
Dott. Daniela Frusone

1

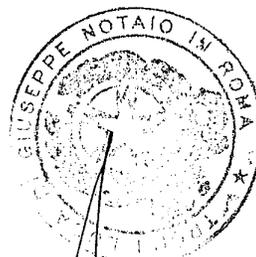


INDICE

1. INCARICO E FINALITÀ	4
2. LA SOCIETÀ OGGETTO DELLA STIMA	4
3. PREMESSE E ASSUNZIONI	6
4. NOTA METODOLOGICA	8
4.1 <i>La natura del valore oggetto di perizia</i>	8
4.2 <i>I criteri di stima (breve cenni di metodo)</i>	10
a) <i>Premesse generali</i>	10
b) <i>Il metodo finanziario</i>	12
c) <i>Il metodo reddituale</i>	14
d) <i>Il metodo patrimoniale semplice</i>	15
e) <i>Il metodo patrimoniale complesso</i>	17
f) <i>Il metodo misto patrimoniale - reddituale</i>	18
5. LA VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO DELLA SOCIETÀ "SODALUX"	22
5.1 <i>Cenni storici e descrizione dell'attività aziendale</i>	22
5.2 <i>Il criterio di stima adottato e le ragioni della scelta</i>	24
5.3 <i>La determinazione del valore del capitale economico della SODALUX alla data del 31 dicembre 2016</i>	24
5.4 <i>Conclusioni sul valore del capitale economico della SODALUX alla data del 31 dicembre 2016</i>	33
6. LA VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO DELLA SOCIETÀ "E-VOLVE USA"	34
6.1 <i>Cenni storici e descrizione dell'attività aziendale</i>	34
6.2 <i>Il criterio di stima adottato e le ragioni della scelta</i>	34
6.3 <i>La determinazione del valore del capitale economico della E-VOLVE USA alla data del 31 dicembre 2016</i>	35



6.4	<i>Conclusioni sul valore del capitale economico della E-VOLVE USA alla data del 31 dicembre 2016</i>	40
7.	LA VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO DELLA SOCIETÀ "E-VOLVE CH"	40
7.1	<i>Cenni storici e descrizione dell'attività aziendale</i>	40
7.2	<i>Il criterio di stima adottato e le ragioni della scelta</i>	44
7.3	<i>La determinazione del valore del capitale economico della E-VOLVE CH alla data del 31 dicembre 2016</i>	46
7.4	<i>Conclusioni sul valore del capitale economico della E-VOLVE CH alla data del 31 dicembre 2016</i>	51
8.	CONCLUSIONI SUL VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO DELLA E-VOLVE CONSOLIDATA ALLA DATA DEL 31 DICEMBRE 2016	51
9.	ALLEGATI	52



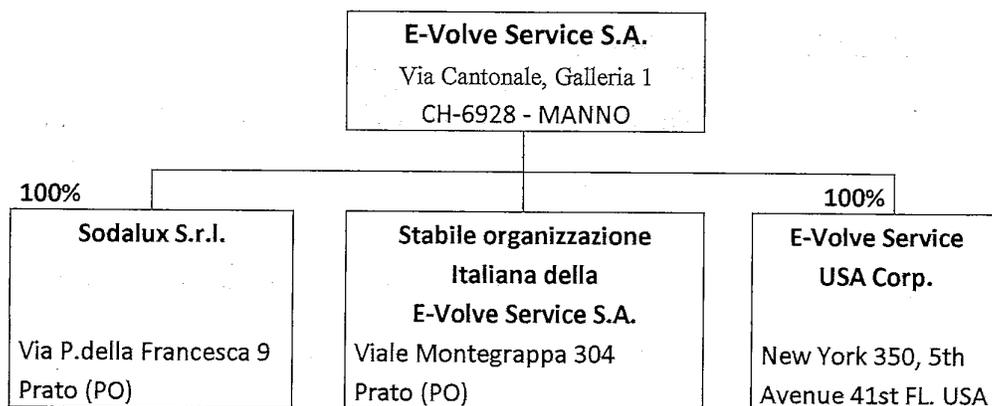
1. INCARICO E FINALITÀ

La sottoscritta Daniela Frusone, con studio in Roma, Via Condotti, n. 91, iscritta all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma al n. AA_005429, codice fiscale FRS DNL 67M62 H501R, su incarico del Dott. Alessandro Giglio, rappresentante legale della Giglio Group S.p.A. (C.F. 07396371002), come da poteri al medesimo conferiti dal Consiglio di Amministrazione tenutosi in data 21 novembre 2016, ha predisposto la relazione di stima della società "E-Volve Service S.A." (di seguito "E-VOLVE CONSOLIDATA"), con sede legale in Manno (Svizzera), Galleria 1, Via Cantonale, Capitale Sociale di CHF 1.882.000,00 (pari ad Euro 1.752.490,92 al cambio del 31 dicembre 2016), interamente versato, iscritta al Registro di Commercio del Canton Ticino al n. CHE - 301.607.488, Codice Fiscale italiano 02360450973, allo scopo di determinare il valore della società alla data del 31 dicembre 2016, ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 3, c.c..



2. LA SOCIETÀ OGGETTO DELLA STIMA

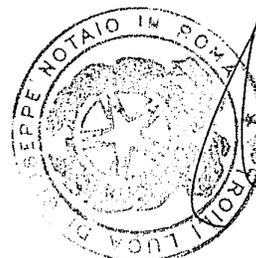
La E-VOLVE CONSOLIDATA, oggetto della presente valutazione, alla **data** del 31 dicembre 2016, evidenzia la seguente struttura societaria:



Come noto, la stabile organizzazione non ha una propria personalità giuridica distinta dalla casa madre e i risultati economici realizzati sono direttamente acquisiti nel bilancio della casa madre. Conseguentemente, la valutazione della E-VOLVE CONSOLIDATA includerà anche la valutazione della propria stabile organizzazione in Italia.

Ciò premesso, la scrivente ha proceduto, preliminarmente, alla valutazione del capitale economico delle società partecipate SODALUX S.R.L. (di seguito "SODALUX") ed E-VOLVE SERVICE USA CORP (di seguito "E-VOLVE USA").

Quindi, ha effettuato la valutazione del capitale economico della E-volve Service S.A., includendo solo la propria stabile organizzazione in Italia (di seguito "E-VOLVE CH"), per poi concludere con la determinazione dell'intero valore del capitale economico della E-VOLVE CONSOLIDATA.



DR

3. **PREMESSE E ASSUNZIONI**

Il processo di valutazione e la relazione che lo commenta vanno letti tenendo presente gli elementi di seguito esposti:

- a) la presente valutazione è basata sul Piano Societario Triennale Consolidato 2016-2018 della E-VOLVE CONSOLIDATA che include i risultati prospettici della E-VOLVE CH (compresa la propria stabile organizzazione in Italia), nonché delle controllate E-VOLVE USA e SODALUX (AII.1);
- b) la presente valutazione è basata anche su una situazione economico-patrimoniale di undici mesi al 31 dicembre 2016 della E-VOLVE CH (AII.2), considerando che l'esercizio sociale chiude al 31 gennaio 2017;
Entrambi i succitati documenti sono stati approvati dal Consiglio di Amministrazione della E-VOLVE CONSOLIDATA in data 30 gennaio 2017 (AII.3);
- c) la presente valutazione si basa altresì sulla bozza di bilancio al 31 dicembre 2016 della SODALUX (AII. 4);
- d) la scrivente ha altresì analizzato i bilanci della E-VOLVE CH al 31 gennaio 2015 e al 31 gennaio 2016, nonché i bilanci della SODALUX al 31 dicembre 2013, al 31 dicembre 2014 e al 31 dicembre 2015 ed anche il bilancio della E-VOLVE USA al 31 gennaio 2016 e una situazione della E-VOLVE USA al 31 dicembre 2016 (11 mesi);
- e) la presente valutazione tiene conto della prudenza ed è stata redatta nella prospettiva della continuazione dell'attività caratteristica indicata al

numero uno del primo comma dell'articolo 2423 bis c.c.;

- f) la valutazione è stata effettuata sulla base delle condizioni economiche e di mercato attuali e alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e, pertanto, non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e imprevedibile (ad es. nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale e degli scenari politici e sociali). In proposito, deve essere sottolineato come l'attuale congiuntura economico-finanziaria renda assai difficile effettuare previsioni in ordine all'evoluzione dei mercati, sicché le valutazioni espresse nella presente relazione scontano questa incertezza;
- g) sebbene la stima del valore sia da considerarsi accurata e completa da un punto di vista sostanziale, nulla di quanto contenuto nella presente relazione deve essere ritenuto una promessa o una rappresentazione dei risultati futuri della Società;
- h) tutte le informazioni che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della presente relazione sono state fornite dalla società E-VOLVE CONSOLIDATA;
- i) la scrivente, pur avendo adottato le necessarie precauzioni per un'attenta valutazione dei dati, dei documenti e delle informazioni a disposizione e pur avendo svolto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, non risponde della completezza, accuratezza, veridicità, attendibilità e rappresentatività dei dati, documenti e informazioni forniti; resta ferma, quindi, la responsabilità della società E-VOLVE CONSOLIDATA

per qualsiasi errore od omissione concernente tali documenti, dati e informazioni e per qualsiasi errore od omissione che dovesse emergere in sede di valutazione a seguito del loro impiego;

- j) in considerazione di quanto espresso ai precedenti punti a) ed i), la presente valutazione verte sul presupposto della sostanziale correttezza delle poste di bilancio.

4. NOTA METODOLOGICA

Le note che seguono si propongono di definire il quadro concettuale e sistematico all'interno del quale debbono essere collocate le presenti considerazioni sul concetto di valore di capitale economico di un'impresa e, in particolare, sulla funzione e la natura della presente "relazione giurata di stima".

4.1 *La natura del valore oggetto di perizia*

La stima del "Capitale Economico" - che come noto rappresenta il valore *stand alone* di un complesso aziendale oggetto di trasferimento, da parte di un esperto indipendente rispetto alle parti interessate all'operazione - deve prescindere da un lato, dalla valorizzazione delle specifiche sinergie e delle specifiche economie/diseconomie che le parti interessate all'operazione di trasferimento possono ottenere dalla stessa, dall'altro lato, dall'effetto economico che determinati fattori (quali l'asimmetria informativa delle parti, lo stato di necessità di una di esse, il differente potere contrattuale dei soggetti coinvolti nell'operazione e così via) denominati "condizioni soggettive di negoziazione" possono avere sul "prezzo" di trasferimento del complesso aziendale. Il "Capitale

Economico", al pari delle altre molteplici configurazioni di capitale individuate nella dottrina economico-aziendale e correntemente stimate nella pratica professionale, è una quantità astratta, variamente configurabile nel suo valore in funzione delle ipotesi e delle stime assunte a fondamento della valutazione.

Secondo un orientamento prevalente della dottrina¹ la stima del "*Capitale Economico*" di un complesso aziendale deve essere ispirata a concetti, criteri e metodologie in grado di esprimere una misura cui possano essere riconosciuti, in misura quanto più possibile soddisfacente, i connotati di:

- * *razionalità*, nel senso che la stima del valore del capitale economico deve derivare da un processo logico, chiaro e convincente e, come tale, largamente condivisibile;
- * *obiettività* (o dimostrabilità), che si ottiene quando il processo di valutazione si fonda su dati affidabili, credibili, ma soprattutto controllabili;
- * *generalità* (o neutralità), che si raggiunge quando la stima del valore economico del capitale prescinde da effetti contingenti di domanda e offerta, dalle caratteristiche delle parti interessate alla negoziazione e dalla forza contrattuale e abilità negoziale che esse esprimono;
- * *stabilità*, garantita dal fatto che la valutazione sia svincolata da fatti contingenti o da variazioni di prospettive dipendenti più da opinioni soggettive che da consolidati mutamenti dello scenario di riferimento.

¹ Cfr. L. Guatri, M. Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2009; G. Zanda (a cura di), *Casi ed applicazioni di valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, 1996.



4.2 *I criteri di stima (breve cenni di metodo)*

a) *Premesse generali*

Le presenti note metodologiche si limitano ad esprimere alcuni concetti necessari alla comprensione dei successivi paragrafi.

Occorre innanzitutto premettere che, per la determinazione del "Capitale Economico" della società si è fatto riferimento alle condizioni in essere di gestione dell'azienda, tralasciando l'effetto di eventuali interventi attuabili da terzi.

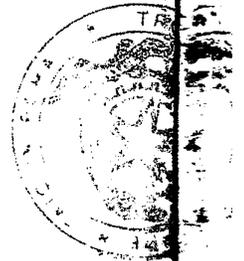
* * *

Com'è noto, i metodi cosiddetti "analitici" di stima del "Capitale Economico" delle aziende si possono basare concettualmente, su tre tipi d'informazione:

- a) sul "ritorno" finanziario atteso dell'investimento, cioè sui flussi di cassa che esso è atto a generare nel futuro, da oggi alla sua completa liquidazione;
- b) sui redditi che l'investimento è atto a generare nel futuro;
- c) sul suo odierno "valore patrimoniale".

Mentre i due primi tipi d'informazione (finanziaria ed economica) attengono a fattori prospettici, l'informazione patrimoniale è un dato attuale.

Essa, secondo l'impostazione più diffusa, corrisponde ai prezzi che dovrebbero oggi essere pagati per acquisire i singoli elementi che compongono il capitale dell'impresa (ad esempio, per ricostruire gli impianti, per formare il magazzino,



ecc.); tenendo ovviamente conto, per alcuni beni già logorati dall'uso o già superati economicamente, di opportune stime del degrado da essi subito.

In condizioni di perfetta trasparenza, ipotizzando cioè la conoscenza completa e senza incertezze di tutti i fatti economico-finanziari che interessano l'azienda lungo l'intero arco della sua esistenza, esiste una precisa graduatoria di validità dei vari tipi di informazioni (finanziarie, reddituali, patrimoniali) che servono per definire il valore del capitale economico.

Tale graduatoria vede al primo posto (e come espressione della corretta valutazione dell'azienda) la stima finanziaria (W_f).

Al secondo posto, come stima approssimata, ma tuttavia in generale di buona attendibilità, abbiamo la stima reddituale (W_r); ben distanziata segue, invece, la stima patrimoniale (W_p).

L'esperienza insegna, per contro, che, quando da ipotesi astratte si passa all'esame di situazioni concrete, la possibilità di pervenire alla conoscenza, con sufficiente grado di attendibilità, dei vari tipi di elementi finanziari, reddituali e patrimoniali necessari per calcolare i valori W_f , W_r e W_p è inversamente correlata alla fondatezza concettuale di queste stime.

In altre parole, gli elementi che definiscono W_p sono ottenibili con moderate difficoltà e con buon grado di certezza; diversamente, gli elementi che definiscono W_r sono ben più ardui da raccogliere e ben più incerti (con



[Handwritten signature]

[Handwritten initials]

un'incertezza che diventa sempre maggiore quanto più ci si allontani nel futuro). Gli elementi che definiscono W_f , infine, salvo alcune particolari situazioni, sono poi praticamente impossibili da ottenere con un sufficiente grado di attendibilità.

Da quanto sopra, consegue la necessità frequente di utilizzare, nella pratica delle valutazioni delle aziende, tutte le informazioni disponibili.

Tra queste, peso notevole assumono quelle patrimoniali; mentre quelle reddituali, pur essenziali, vengono usate per quanto possibile e con appropriate cautele.

Molto più raro, e praticamente confinato a poche situazioni particolarmente favorevoli, è l'impiego delle informazioni attinenti ai "ritorni" finanziari. Ciò in quanto la definizione quantitativa di tali "ritorni" nell'ambito di aziende complesse e destinate a durare indefinitamente, è estremamente ardua. Essa esige, infatti, proiezioni finanziarie anche a lungo termine, la cui credibilità è generalmente molto bassa.

* * *

b) *Il metodo finanziario*

Il valore di "Capitale Economico" dell'impresa, è rappresentato dal valore attuale di tutti i flussi di cassa che procurerà all'investitore tra il momento del suo acquisto e quello della sua successiva vendita.

Tali flussi di cassa sono, ad evidenza, i dividendi distribuiti ogni anno ed il prezzo finale di vendita.

Appare quindi di immediata comprensione come la determinazione dei flussi di cassa futuri, così come la liquidazione del prezzo dell'azienda al tempo "n", sia profondamente influenzata dall'arbitrio e dalla soggettività previsionale del valutatore.

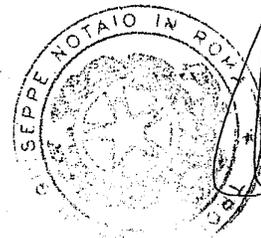
Infatti, salvo alcuni casi nei quali appare relativamente agevole prevedere le dinamiche gestionali interne d'impresa ed esterne di mercato, non sembra possibile anticipare di diversi anni i flussi di cassa che l'impresa sarà in grado di generare nonché il valore che essa avrà al momento della sua cessione.

La previsione dei flussi finanziari su cui si basa il metodo in questione, infatti, deve necessariamente prescindere dalle condizioni economiche attuali, interne d'impresa ed esterne di mercato, così come non può fare riferimento a condizioni medio-normali attese di svolgimento della gestione.

Essa, invero, deve fondarsi su una puntuale previsione dell'evoluzione strategica e gestionale dell'impresa, opportunamente correlata ed armonizzata con l'evoluzione del quadro ambientale in cui essa opera.

Appare quindi evidente che siffatto criterio, ancorché caratterizzato da una assoluta razionalità metodologica, porta necessariamente a conclusioni che sono fortemente dipendenti dalla bontà delle previsioni sugli scenari futuri, d'impresa e di mercato, elaborati dal perito.

* * *



A handwritten signature or set of initials, possibly "JP", located at the bottom right of the page.

c) *Il metodo reddituale*

Sulla base del metodo "reddituale", invece, il valore del capitale economico di un'impresa è funzione dei redditi futuri che essa è in grado di generare.

Nel lungo periodo, i due metodi (finanziario e reddituale) portano necessariamente a risultati analoghi, atteso che i redditi sono destinati a tradursi in flussi di cassa e la loro quota parte reinvestita nell'azienda ne accresce il valore, determinando un aumento delle attese di reddito futuro.

I tratti distintivi delle varie formulazioni dei metodi reddituali consistono:

- nel sostituire alla dimensione finanziaria (valore attuale dei dividendi attesi), la dimensione reddituale (valore attuale dei redditi attesi);
- nel considerare al posto dei singoli valori dei redditi attesi per ciascuna delle annualità considerate, un valore di *reddito medio atteso*;
- nel considerare infinita la vita dell'impresa, in guisa tale da eliminare il valore dell'impresa a termine.

Il primo dei tratti distintivi sopra indicati, muove dalle considerazioni già esposte in ordine alla uguaglianza nel lungo periodo dei flussi di reddito con i flussi di dividendi; esso opera, semmai, nel senso di un aumento del valore attuale dei flussi considerati, atteso che il dividendo costituisce di norma una porzione del reddito conseguito.

Il secondo (riferimento ad un valore di *reddito medio atteso*), invece, sacrifica la precisione e l'obiettività dei dati sull'altare della praticabilità dello stesso, dato che un reddito medio o normale è certamente un'entità più facilmente



prevedibile e dimostrabile rispetto ad una serie puntuale di redditi riferita alle annualità oggetto di analisi.

Il terzo dei presupposti, infine, risulta compensare la sostituzione del reddito prodotto al dividendo operata dal primo assunto, in quanto conduce ad una sottostima del valore economico.

* * *

d) Il metodo patrimoniale semplice

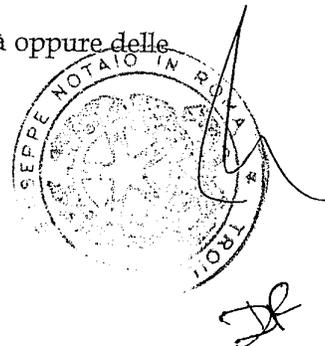
Esso si fonda sul principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale.

Mentre gli elementi passivi sono sempre tutti considerati, gli elementi attivi sono variamente trattati.

Entrano nei calcoli, infatti, solo gli elementi attivi dotati di materialità.

Di regola la valutazione patrimoniale semplice può essere altamente significativa, ai fini della stima finale, nel caso di aziende ad elevato contenuto patrimoniale nelle quali il profilo complessivo di redditività / rischio rappresenta sostanzialmente la sintesi dei profili implicitamente o esplicitamente considerati nella valutazione dei singoli cespiti patrimoniali.

Queste condizioni ricorrono per le Società immobiliari e per le holding di partecipazioni che si limitano alla gestione di immobili di proprietà oppure delle partecipazioni in altre imprese.



Per le Società di questo tipo, la valutazione delle attività componenti il patrimonio già esprime tutte le informazioni necessarie: in particolare, valori di mercato ed aspettative di redditività.

In tali situazioni non hanno significato informazioni aggiuntive attinenti alla Società; quest'ultima, nell'aspetto valutativo, appare come mero involucro formale, non incidente sul valore dei beni immobili e delle partecipazioni che essa contiene.

Talché, la somma dei valori attribuiti ai singoli beni, al netto delle passività (e se del caso degli oneri fiscali potenziali), definisce anche il valore del capitale economico.

Questo convincimento si fonda sulla considerazione che i beni hanno un loro autonomo valore, realizzabile anche cedendoli separatamente. In altre parole per questo tipo di Società manca quel collegamento funzionale tra i beni che normalmente caratterizza il patrimonio delle aziende.

In tal caso le differenze tra valori funzionali e valori di liquidazione dei beni divengono trascurabili, fino al punto di una sostanziale coincidenza. E' in questo senso che la valutazione delle immobiliari e delle finanziarie di pura gestione può avvenire nel modo indicato.

Per la sua applicazione si procede dapprima con la considerazione del capitale netto di bilancio o, comunque del "netto" espresso da una situazione



patrimoniale contabile.

Con partenza dal capitale netto contabile così stabilito, si procede in successione:

- a) a riesprimere in termini di valori correnti (di mercato o di stima) gli elementi attivi non monetari (immobilizzazioni tecniche, rimanenze di magazzino, titoli, partecipazioni ecc.) determinando così una serie di plusvalenze o minusvalenze;
- b) eventualmente, ad attualizzare il valore dei crediti e di debiti differiti senza interessi o, comunque, con interessi non in linea col mercato;
- c) a determinare il valore da attribuire ai beni immateriali (nel caso di applicazione del metodo Patrimoniale complesso).

La risultante delle suindicate operazioni, rappresenta il valore del capitale economico dell'impresa.

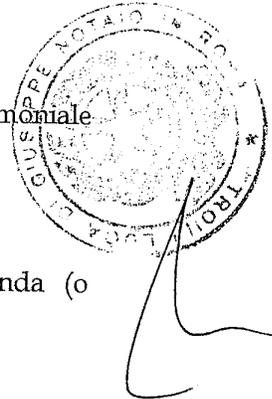
* * *

e) *Il metodo patrimoniale complesso*

A differenza del sistema precedente, sono valorizzati anche i beni immateriali con procedimenti adatti allo scopo.

Questo metodo è indicato quando l'estensione della stima di tipo patrimoniale agli elementi immateriali si renda particolarmente opportuna in quanto:

- a) quest'ultimi hanno peso rivelante ai fini del successo dell'azienda (o addirittura prevalente rispetto agli elementi materiali);



JP

- b) sono associati a processi d'investimento chiaramente rilevabili;
- c) possono essere oggetto di trasferimenti o di utilizzo separato.

Conseguentemente, la somma dei valori degli elementi materiali ed immateriali del patrimonio della società, rappresenta il valore del suo capitale economico.

f) Il metodo misto patrimoniale - reddituale

Il metodo di stima di un'azienda industriale comunemente utilizzato è il metodo misto patrimoniale-reddituale.

Esso si basa su di un insieme di informazioni atte a consentire la più attendibile soluzione del problema, in quanto appunto fonda i principi essenziali dei metodi reddituali e patrimoniali.

Sua caratteristica essenziale è la ricerca di un risultato 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 appare specificamente applicabile, nel nostro caso, nella formulazione detta di "stima autonoma del Goodwill (o Badwill)".

Questa gode anche a livello internazionale, di ampio credito. Essa si basa sulla nota formula:

$$W = K + a_{n/i'} (R - iK)$$

in cui:

- K è il valore del capitale netto rettificato (che può essere sostituito, in talune categorie di aziende ed in date situazioni, dal capitale netto comprensivo dei valori attribuibili ai beni immateriali, cioè dal valore K');
- R è il reddito medio normale atteso per il futuro;
- n è un numero definito e limitato di anni;
- i è il tasso di rendimento "normale" rispetto al tipo di investimento considerato;
- i' è il tasso di attualizzazione del sovra-reddito (o sotto-reddito), cioè della differenza $(R - Ki)$.

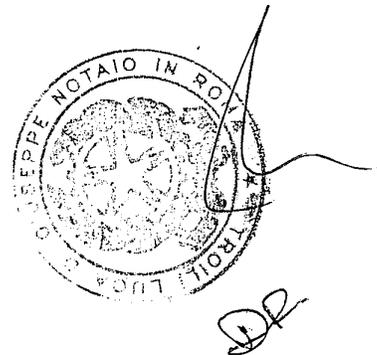
Sulle modalità di determinazione di " K " si rimanda a quanto indicato in precedenza con riferimento al Metodo Patrimoniale Semplice o Complesso.

La definizione di " n " è la base stessa del procedimento, che si fonda su di una limitata durata del sovra-reddito o del sotto-reddito.

Si suppone, in altri termini, che le condizioni generatrici di reddito oltre la norma, non possano durare a lungo e siano quindi destinate ad estinguersi o ad attenuarsi nel corso di alcuni anni.

E' quindi evidente la natura prudentiale di tale atteggiamento, che dovrebbe portare ad una valutazione per difetto del *Goodwill*.

Secondo la prassi un tempo più diffusa, " n " variava tra 3 e 5 anni.



Nel tempo l'evoluzione concettuale che il metodo ha seguito, con l'abbandono della necessaria prevalenza della componente patrimoniale e la crescente rilevanza attribuita agli aspetti reddituali, ha condotto ad una sostanziale revisione di tali indicazioni.

Per società caratterizzate da elevata e stabile redditività, i valori di "n" eguagliano la misura dei 10 anni, quando addirittura non la superano.

Nel merito, le realtà americane e giapponesi rispondono diversamente; la pratica americana, infatti, non si pone il problema, poiché considera la capitalizzazione perpetua (sia pure a tassi assai elevati) degli *Excess Earnings*.

La prassi giapponese, invece, anche a causa della normativa fiscale sulle successioni, esprime il limite massimo di 10 anni.

Il tasso di reddito "i", che viene applicato al capitale netto rettificato, esprime una misura del rendimento giudicata soddisfacente, nei limiti della norma, tenuto conto del rischio specifico che l'azienda incontra nello svolgere la propria attività.

Nella definizione di "i", si è a lungo dibattuto se la "normalità" vada riferita al settore di appartenenza dell'impresa, piuttosto che all'impresa stessa con i suoi rischi specifici (ulteriori rispetto a quelli settoriali). In quest'ultimo caso, il tasso "i", sarebbe più basso per le imprese meno rischiose della media e più alto per quelle in condizioni opposte.

È parere della scrivente che, in mancanza di una mole significativa di dati concernente la variabilità dei risultati dell'impresa oggetto di valutazione rispetto all'andamento della redditività del settore in cui esso opera, il tasso "i" debba essere necessariamente identificato con il tasso di rendimento medio del settore.

Il tasso di attualizzazione "i'" serve, invece, semplicemente all'allineamento temporale di valori variamente distribuiti nel tempo; è perciò un tasso finanziario generico.

È dunque un mezzo per trasferire nel tempo i valori; come tale è indipendente da problemi di rischio specifico dell'impresa e si collega quindi a parametri finanziari "senza rischio" (tipicamente, al tasso di rendimento dei titoli di Stato per corrispondenti durate). Si caratterizza quindi per essere un tasso particolarmente contenuto.

Rimane da esaminare il problema della definizione quantitativa di "R" (reddito medio atteso).

Esso viene comunemente identificato nella "capacità reddituale media ordinaria" che l'azienda sarà in grado di manifestare nel futuro, in considerazione dell'evoluzione prevista del contesto competitivo nel quale essa opera.

Per "capacità reddituale media ordinaria", s'intende indicare la capacità dell'impresa di produrre flussi di reddito non influenzati da componenti positive e negative di natura straordinaria oppure estranei alla sua gestione caratteristica.



A small, stylized handwritten mark or signature located at the bottom right of the page.

Con tale espressione, quindi, si vuole indicare la misura media ordinaria dell'effettivo risultato economico generato dall'impresa, a prescindere dalle eventuali componenti reddituali che, seppur hanno influenzato i redditi passati o si prevede influenzeranno i redditi futuri, non possono ritenersi espressivi della redditività caratteristica dell'azienda indagata.

5. LA VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO DELLA SOCIETÀ

"SODALUX"

5.1 *Cenni storici e descrizione dell'attività aziendale*

La SODALUX è stata costituita in data 15/11/2013 con atto del Notaio Andrea Lops (rep. 353907, racc. 32092).

La sede legale della società si trova a Prato (PO), Via Pier della Francesca 9, il codice fiscale è 0228537097 e il capitale sociale ammonta a complessivi Euro 20.000,00=.

Sulla base della visura estratta dal Registro delle Imprese di Prato, l'oggetto sociale della società risulta essere il seguente:

"La Società ha per oggetto:

-il commercio elettronico in generale, da attuarsi tramite piattaforma online, di ogni tipologia di beni e prodotti, sia propri sia di terzi;

-la ricerca, l'implementazione, lo sviluppo, la realizzazione, l'installazione, la manutenzione e, più in generale, la gestione di piattaforme online per il commercio

elettronico;

-l'assistenza tecnica e commerciale in materia;

-l'assunzione di mandati di rappresentanza di imprese esercenti le summenzionate attività, ovvero l'attività di commissionaria di vendita per conto delle medesime imprese.

La società, ai soli fini del raggiungimento dell'oggetto sociale e comunque quali attività non prevalenti, potrà, tra l'altro:

-compiere qualsiasi operazione commerciale ed industriale, finanziaria ed immobiliare;

-ricorrere a qualsiasi forma di finanziamento con istituti di credito, banche, società e privati, concedendo le opportune garanzie reali e personali;

-prestare fidejussioni, avalli, pegni ed ipoteche, ed altre garanzie in genere, sia reali che personali a favore di obbligazioni di terzi;

-assumere partecipazioni ed interessenze in altre imprese o società, costituite o costituende, aventi oggetto analogo o comunque connesso al proprio, nel rispetto delle disposizioni di cui all'articolo 2361 c.c.;

-partecipare a consorzi od a raggruppamenti di imprese anche temporanei.

Tutte le attività sopraindicate potranno essere svolte nell'ambito dei limiti e degli obblighi imposti dalla legge e subordinatamente all'ottenimento delle necessarie autorizzazioni, in ogni caso essendo preclusa la raccolta di risparmio tra il pubblico o le attività riservate per legge a soggetti specificamente abilitati".

Di fatto la società, svolge attività di commercio on-line per conto di clienti che operano nel settore fashion e luxury goods (Patrizia Pepe, Golden Goose Deluxe Brand).

Nelle pagine seguenti verrà esplicitato il criterio valutativo adottato, le ragioni



DP

della sua scelta e le risultanze numeriche della perizia estimativa che la scrivente ha redatto facendo riferimento alla data del 31 dicembre 2016.

5.2 *Il criterio di stima adottato e le ragioni della scelta*

Per la valutazione del capitale economico della SODALUX si è scelto di utilizzare il metodo di valutazione *reddituale puro*.

Le ragioni di tali scelta sono state che:

- nel caso specifico della SODALUX, la ricchezza societaria, più che ad aspetti patrimoniali, è strettamente correlata alla sua capacità di produrre costanti flussi reddituali;
- dall'analisi dei bilanci della società, nessuna voce patrimoniale presentava differenze fra valore contabile e valore *normale*, tali da rendere necessario l'apporto di una rettifica.

5.3 *La determinazione del valore del capitale economico della SODALUX alla data del 31 dicembre 2016*

Come premesso il metodo reddituale permette di ricostruire il valore del capitale economico di una società in funzione della sua capacità di produrre reddito. Tale criterio si basa sulla stima che riguarda due parametri applicativi:

- reddito da capitalizzare;
- il tasso di attualizzazione.

I metodi reddituali presentano nell'esperienza vari possibili orizzonti temporali a

cui fare riferimento al fine di determinare il reddito medio da capitalizzare, il cui limite minimo è solitamente identificato in pochi anni e il massimo teoricamente anche all'infinito.

Contro la limitazione dell'analisi circoscritta a pochi anni, si pone però l'argomentazione che l'impresa, in quanto tale, è un istituto giuridico orientato a perdurare nel tempo.

La formula matematica che è stata utilizzata per determinare il valore del "Capitale Economico" è quella della "rendita perpetua", rettificata come sopra indicato, la cui simbologia tradizionale è la seguente:

$$W = \frac{R}{i}$$

dove:

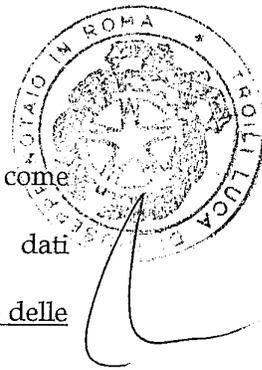
W = valore del capitale economico;

R = reddito medio normale atteso;

i = tasso di attualizzazione.

REDDITO MEDIO NORMALE ATTESO

Il reddito medio normale atteso, netto di imposta (R), deve essere inteso come media appropriatamente calcolata, ponderando opportunamente dati normalizzati di reddito e deve altresì essere idoneo ad esprimere, sulla base delle



informazioni disponibili la futura capacità di generazione di redditi dell'azienda oggetto di stima, considerando le competenze distintiva a vario titolo possedute.

Il processo di normalizzazione dei risultati storici comprende:

- la redistribuzione nel tempo di proventi e costi "straordinari";
- l'eliminazione di proventi e costi "estranei alla gestione";
- la neutralizzazione di eventuali politiche di bilancio, qualora poste in essere.

Il perito, ai fini dell'individuazione del reddito medio normale atteso, ha preso in esame i seguenti documenti:

1. Bilancio della società al 31.12.2013 (Stato Patrimoniale, Conto Economico, Nota integrativa) depositato in data 27.06.2014 presso la Camera di Commercio di Prato.
2. Bilancio della società al 31.12.2014 (Stato Patrimoniale, Conto Economico, Nota integrativa) depositato in data 14.07.2015 presso la Camera di Commercio di Prato.
3. Bilancio della società al 31.12.2015 (Stato Patrimoniale, Conto Economico, Nota integrativa) depositato in data 27.06.2016 presso la Camera di Commercio di Prato.
4. Bozza di bilancio al 31 dicembre 2016 (Stato Patrimoniale, Conto Economico) di cui all'**All.4**.
5. Piano Societario Triennale Consolidato 2016-2018 approvato dal Consiglio di Amministrazione della E-VOLVE CONSOLIDATA in data 30 gennaio 2017 di cui all'**All.1**.

I dati (in Euro) dei bilanci al 31 dicembre 2014, al 31 dicembre 2015, nonché i dati relativi al Piano Societario Triennale Consolidato (2016-2018) sono stati opportunamente riclassificati come segue:

CONTO ECONOMICO

	2014	2015	2016	2017	2018
Ricavi netti	4.736.978	6.866.188	8.535.124	7.703.303	8.510.255
Costi per acquisti	3.478.089	5.002.573	6.466.763	5.903.917	6.539.333
Costi per servizi	926.815	1.303.738	1.124.547	818.000	935.000
Costi per godimento beni di terzi	55.214	87.458	12.527	20.000	20.000
Variazione rimanenze	-	-	-	-	-
Oneri diversi di gestione	3.488	18.545	24.060	40.000	40.000
Valore Aggiunto	273.372	453.874	907.227	921.386	975.922
Costo del lavoro	80.904	354	364.164	360.000	400.000
Margine Operativo Lordo - EBITDA	192.468	453.520	543.063	561.386	575.922
Amm.ti, Svalni e altri Accan.ti	68.241	91.436	106.429	220.173	230.000
Risultato Operativo - EBIT	124.227	362.084	436.634	341.213	345.922
Proventi diversi	-	-	-	-	-
Risultato della gestione finanziaria	7.834	27.227	93.192	- 8.000	- 10.000
Risultato della gestione straordinaria	-	-	- 3.286	-	-
Risultato prima delle imposte	132.061	389.311	526.540	333.213	335.922
Imposte sul reddito	47.016	122.686	173.758	109.962	110.865
Risultato dell'esercizio	85.045	266.625	352.782	223.252	225.056

Il procedimento di normalizzazione del reddito, che parte dalla riclassificazione dei dati di bilancio, non ha evidenziato componenti straordinari estranei alla gestione o derivanti da politiche di bilancio.

Invece, per quanto riguarda gli esercizi da prendere in considerazione ai fini della determinazione del reddito medio atteso, la sottoscritta ha ritenuto opportuno:

* escludere i risultati dei primi due esercizi di attività della società (2013 e



2014), in quanto il primo esercizio è stato di soli 1,5 mesi e, nel secondo esercizio, l'attività della società doveva ancora entrare a pieno regime.

Quindi, i redditi da prendere a riferimento sono risultati essere i seguenti:

CONTO ECONOMICO

	2015	2016	2017	2018
Ricavi netti	6.866.188	8.535.124	7.703.303	8.510.255
Costi per acquisti	5.002.573	6.466.763	5.903.917	6.539.333
Costi per servizi	1.303.738	1.124.547	818.000	935.000
Costi per godimento beni di terzi	87.458	12.527	20.000	20.000
Variazione rimanenze	-	-	-	-
Oneri diversi di gestione	18.545	24.060	40.000	40.000
Valore Aggiunto	453.874	907.227	921.386	975.922
Costo del lavoro	354	364.164	360.000	400.000
Margine Operativo Lordo - EBITDA	453.520	543.063	561.386	575.922
Amm.ti, Sval.ni e altri Accan.ti	91.436	106.429	220.173	230.000
Risultato Operativo - EBIT	362.084	436.634	341.213	345.922
Proventi diversi	-	-	-	-
Risultato della gestione finanziaria	27.227	93.192	- 8.000	- 10.000
Risultato della gestione straordinaria	-	- 3.286	-	-
Risultato prima delle imposte	389.311	526.540	333.213	335.922
Imposte sul reddito	122.686	173.758	109.962	110.865
Risultato dell'esercizio	266.625	352.782	223.252	225.056

$$R = (R_{2015} + R_{2016} + R_{2017} + R_{2018}) / 4 =$$

$$(266.625 + 352.782 + 223.252 + 225.056) / 4 = \text{€ } 266.929$$

Da tale processo di normalizzazione emerge che il **reddito normale atteso** della società possa essere quantificato in **Euro 266.929**.

TASSO DI ATTUALIZZAZIONE

Il tasso i esprime il tasso di rendimento del capitale proprio giudicato soddisfacente, tenuto conto del grado di rischio connesso alla specifica impresa; in particolare, la misura di i è tanto più elevata quanto maggiore è l'intensità di rischio sopra richiamato e quanto più elevati sono i rendimenti degli investimenti alternativi a rischio trascurabile.

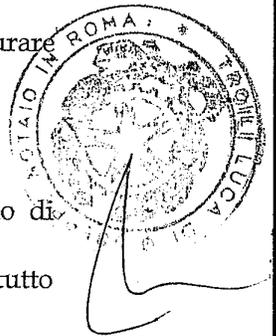
La determinazione del tasso sotto il profilo operativo è il risultato di un procedimento che traendo origine dall'analisi di settore si perfeziona con l'identificazione del rischio rendimento associabile alla società.

Ai fini della determinazione del suddetto tasso di interesse la dottrina più qualificata propone il modello Capital Asset Pricing Model Modificato (CAPM modificato o build up method) che esprime il rendimento atteso di una attività finanziaria rischiosa sulla base della seguente relazione:

$$i = r + s$$

secondo cui il tasso di attualizzazione (i) è la risultante dalla somma dei due tassi, (r) e (s) che rappresentano rispettivamente il saggio di remunerazione degli investimenti senza rischio (r) e un indice quantitativo volto a misurare l'intensità del rischio d'impresa (s).

Qualche considerazione merita la costante (r) che rappresenta il saggio di remunerazione di un investimento senza rischio (*tasso free risk*). È innanzitutto



Handwritten signature or initials, possibly "JA", located at the bottom right of the page.

necessario premettere che tutte le forme di investimento sono per natura soggette a rischio, che ne giustifica la remunerazione. Esistono, tuttavia, delle forme di investimento il cui rischio è così tenue da divenire quasi inesistente e, in questi casi, la remunerazione non è più correlata con il rischio dell'investimento, bensì rappresenta un compenso per la rinuncia a disporre, per un certo periodo, del capitale investito.

Il *tasso free risk* (r) è dato dalla somma del tasso di rendimento netto dei titoli di stato a dieci anni decurtato del tasso medio dell'inflazione attesa.

Il tasso BTP considerato in questa sede è quello ufficiale effettivo lordo, riferito al 30 gennaio 2017 per BTP in scadenza a dieci anni pari all'2,35%².

La depurazione dalla componente inflazionistica si ottiene tramite l'applicazione della regola elaborata di I. Fisher³, tenuto conto che il tasso di inflazione programmato dal Ministero dell'Economia per l'anno 2017 risulta essere pari all'0,9%⁴.

Tasso di rendimento reale = $\frac{\text{Rendimento nominale} - \text{tasso di inflazione}}{1 + \text{tasso di inflazione}}$

$$= \frac{0,0235 - 0,009}{1 + 0,009} = 1,437\%$$

² Fonte: MTS - Il Sole 24 Ore del 30 gennaio 2017 (AII. 5).

³ Cfr. I. Fisher, *Appreciation and Interest*, MacMillan, New York, 1986.

⁴ Fonte: Ministero dell'economia estratto del 23 gennaio 2017 (AII. 6).

$r = \text{Tasso free risk} = \text{Tasso di rendimento reale} = 1,437\%$

Il discorso si complica un po' passando ad analizzare la seconda variabile (s) che compone il tasso di attualizzazione. La determinazione della componente legata al rischio d'impresa ha una forte connotazione soggettiva. Da una parte, la stima di tale tasso è legata alla sensibilità e all'esperienza del perito e, dall'altra, va confrontata con i rendimenti medi di settore, tenuto conto delle caratteristiche proprie della società oggetto di valutazione.

Il tasso s, secondo il "build up method", si determina applicando al Premio per il Rischio di Mercato Azionario (ERP, Equity Risk Premium), il Coefficiente β unlevered, quest'ultimo aggiustato con correttivo specifico per il premio dimensionale (size premium).

In sintesi la formula che esplicita il criterio appena esposto è la seguente:

$$s = \text{ERP} \times \beta \text{ unlevered} \times \text{size premium}$$

Per quanto riguarda il Premio per il Rischio di Mercato Azionario (ERP, Equity Risk Premium), che è il premio per il maggior rendimento atteso dall'investitore, che impiega le sue risorse in un'attività o investimento rischiosi, i dati più recenti a disposizione aggiornati al mese di gennaio 2017 evidenziano un Premio per il Rischio di Mercato (ERP) per l'Italia pari al 7,95%⁵.

Per quanto riguarda il coefficiente β unlevered, che è il coefficiente di volatilità dei

⁵ Cfr. Aswath Damodaran, "Country Defaults Spreads and Risk Premiums", last updated in January 2017 (All. 7).



rendimenti di un campione di titoli quotati di imprese operanti nello stesso settore e con caratteristiche simili in assenza di debito finanziario, si è fatto riferimento a quello relativo alle vendite on line (retail on line), pari a 1,16⁶.

Per quanto riguarda il correttivo specifico per il premio dimensionale (*size premium*), considerando che le imprese di minor dimensione a parità di coefficiente β mostrano rendimenti maggiori, si è apportata una correzione in aumento del coefficiente β del 25%, come indicato dalla dottrina prevalente (cfr. Guatri - Bini, Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende - 2009, pag.239).

Alla luce di tutto quanto innanzi esposto si giunge alla determinazione di s in misura pari a:

$$s = 7,95 \times 1,16 \times 1,25 = 11,528\%$$

Conseguentemente, il tasso di attualizzazione è pari a

$$i = r + s$$

dove:

$$r = 1,437\%$$

$$s = 11,528\%$$

pertanto,

$$i = 1,437\% + 11,528\% = 12,965\%$$

⁶ Cfr. *Aswath Damodaran, "Beta, Unlevered beta and other risk measures", last updated in January 2017 (All 8)*.

Conseguentemente, alla scrivente - ai fini della presente valutazione - appare appropriato un tasso i pari al 12,965% per esprimere il rendimento normale atteso dei capitali investiti in attività commerciali con grado di rischio analogo.

**VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO DETERMINATO MEDIANTE
L'APPLICAZIONE DEL METODO REDDITUALE**

Applicando la formula adottata ($W = R/i$) per la determinazione del valore del capitale economico della SODALUX alla data del 31/12/2016 si ottiene quanto segue:

Reddito medio normale atteso	266.929,00	R
	-----	-----
Tasso di attualizzazione	12,965%	i
Valore del Capitale Economico	€ 2.058.843	R/i

54. *Conclusioni sul valore del capitale economico della SODALUX alla data del 31 dicembre 2016*

La valutazione con il metodo reddituale della società "SODALUX S.R.L.", alla data del 31 dicembre 2016, viene quantificato nella misura di euro 2.058.843,00 che, ai fini della stima, si arrotonda in euro 2.000.000,00.

Euro 2.000.000,00

(euro due milioni)



6. LA VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO DELLA SOCIETÀ "E-VOLVE USA"

6.1 *Cenni storici e descrizione dell'attività aziendale*

La E-VOLVE USA è stata costituita il 20 aprile 2015. La sede legale della società si trova negli Stati Uniti, a New York 350, Fifth Avenue 41st FL (NY 10118).

Il capitale sociale ammonta a complessivi USD 10.000,00.= e il codice EIN è 47-3768071.

Sulla base della documentazione consegnata alla sottoscritta, l'oggetto sociale della società risulta essere il commercio on-line per conto di clienti che operano nel settore fashion e luxury goods (Moleskine).

Nelle pagine seguenti verrà esplicitato il criterio valutativo adottato, le ragioni della sua scelta e le risultanze numeriche della perizia estimativa che la scrivente ha redatto facendo riferimento alla data del 31 dicembre 2016.

6.2 *Il criterio di stima adottato e le ragioni della scelta*

Per la valutazione del capitale economico della **E-VOLVE USA** si è scelto di utilizzare il metodo di valutazione *reddituale puro*.

Le ragioni di tali scelta sono state che:

- nel caso specifico della E-VOLVE USA la **ricchezza societaria**, più che ad aspetti patrimoniali, è strettamente correlata **alla sua capacità** di produrre costanti flussi reddituali;



- dall'analisi dei bilanci della società, nessuna voce patrimoniale presentava differenze fra valore contabile e valore *normale*, tali da rendere necessario l'apporto di una rettifica.

6.3

La determinazione del valore del capitale economico della E-VOLVE USA alla data del 31 dicembre 2016

Come già innanzi precisato, in occasione della determinazione del valore del capitale economico della SODALUX, il metodo reddituale permette di ricostruire il valore del capitale economico di una società in funzione della sua capacità di produrre reddito e i due parametri applicativi su cui si basa sono:

- il reddito da capitalizzare;
- il tasso di attualizzazione.

Anche nel caso di E-VOLVE USA, la formula matematica che è stata utilizzata per determinare il valore del "Capitale Economico" è quella della "rendita perpetua", rettificata come sopra indicato, la cui simbologia tradizionale è la seguente:

$$W = \frac{R}{i}$$

dove:

- W = valore del capitale economico;
- R = reddito medio normale atteso;
- i = tasso di attualizzazione.



Handwritten signature or initials.

REDDITO MEDIO NORMALE ATTESO

Il reddito medio normale atteso, netto di imposta (R), deve essere inteso come media appropriatamente calcolata, ponderando opportunamente dati normalizzati di reddito e deve altresì essere idoneo ad esprimere, sulla base delle informazioni disponibili, la futura capacità di generazione di redditi dell'azienda oggetto di stima, considerando le competenze distintive a vario titolo possedute.

Il processo di normalizzazione dei risultati storici comprende:

- la redistribuzione nel tempo di proventi e costi "straordinari";
- l'eliminazione di proventi e costi "estranei alla gestione";
- la neutralizzazione di eventuali politiche di bilancio, qualora poste in essere.

Il perito, ai fini dell'individuazione del reddito medio normale atteso, ha preso in esame i seguenti documenti:

1. Bilancio della società relativo al periodo dal 20 aprile 2015 (data di costituzione della società) al 31 gennaio 2016.
2. Bilancio infrannuale (11 mesi) al 31 dicembre 2016 di cui all'AIL.9.
3. Piano Societario Triennale Consolidato 2016-2018 approvato dal Consiglio di Amministrazione della E-VOLVE CONSOLIDATA, in data 30 gennaio 2017 di cui all'AIL. 1.

I dati (in Euro) del Bilancio relativo al periodo 20 aprile 2015 - 31 gennaio 2016, nonché i dati del Piano Societario Triennale Consolidato 2016-2018 sono stati opportunamente riclassificati come segue:

	20/4/15- 31/1/16	2016	2017	2018
CONTO ECONOMICO				
Ricavi netti	2.363.047	4.561.426	5.960.536	6.588.978
Costi per acquisti	2.149.998	3.832.227	5.206.062	5.750.618
Costi per servizi e godimento di beni di terzi	320.424	446.149	552.447	575.753
Oneri diversi di gestione		4.154		
Valore Aggiunto	- 107.375	278.896	202.027	262.608
Costo del lavoro				
Margine Operativo Lordo - EBITDA	- 107.375	278.896	202.027	262.608
Amm.ti, Sval.ni e altri Accan.ti				
Risultato Operativo - EBIT	- 107.375	278.896	202.027	262.608
Risultato della gestione finanziaria	- 11.731	- 8.029	- 2.965	- 2.965
Risultato della gestione straordinaria		1.849		
Risultato prima delle imposte	- 119.106	272.717	199.061	259.642
Imposte sul reddito		2.072	-	-
Risultato dell'esercizio	- 119.106	270.644	199.061	259.642

Il procedimento di normalizzazione del reddito, che parte dalla riclassificazione dei dati di bilancio, non ha evidenziato componenti straordinari estranei alla gestione o derivanti da politiche di bilancio.

Invece, per quanto riguarda gli esercizi da prendere in considerazione ai fini della determinazione del reddito medio atteso, la sottoscritta ha ritenuto opportuno:

- * escludere il risultato del primo esercizio di attività della società, in quanto l'esercizio è stato di soli 9 mesi e l'attività della società doveva ancora entrare a pieno regime.



Quindi, i redditi da prendere a riferimento sono risultati essere i seguenti:

	2016	2017	2018
CONTO ECONOMICO			
Ricavi netti	4.561.426	5.960.536	6.588.978
Costi per acquisti	3.832.227	5.206.062	5.750.618
Costi per servizi e godimento di beni di terzi	446.149	552.447	575.753
Oneri diversi di gestione	4.154		
Valore Aggiunto	278.896	202.027	262.608
Costo del lavoro			
Margine Operativo Lordo - EBITDA	278.896	202.027	262.608
Amm.ti, Sval.ni e altri Accan.ti			
Risultato Operativo - EBIT	278.896	202.027	262.608
Risultato della gestione finanziaria	- 8.029	- 2.965	- 2.965
Risultato della gestione straordinaria	1.849		
Risultato prima delle imposte	272.717	199.061	259.642
Imposte sul reddito	2.072	-	-
Risultato dell'esercizio	270.644	199.061	259.642

$$R = (R_{2016} + R_{2017} + R_{2018}) / 3 =$$

$$(270.644 + 199.061 + 259.642) / 3 = \text{€ } 243.116$$

Da tale processo di normalizzazione emerge che il **reddito normale atteso** della società possa essere quantificato in **Euro 243.116**.

TASSO DI ATTUALIZZAZIONE

Il tasso di attualizzazione i è stato già individuato nel paragrafo 5.3, relativo alla determinazione del valore del capitale economico della SODALUX alla data del 31

dicembre 2016.

Tale tasso è applicabile anche alla E-VOLVE USA, dal momento che le società sono del tutto simili, sia in termini di attività esercitata, che in termini di dimensione.

Conseguentemente, alla scrivente – ai fini della valutazione – appare appropriato un tasso *i* pari al 12,965% per esprimere il rendimento normale atteso dei capitali investiti in attività commerciali con grado di rischio analogo.

**VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO DETERMINATO MEDIANTE
L'APPLICAZIONE DEL METODO REDDITUALE**

Applicando la formula adottata ($W = R/i$) per la determinazione del valore del capitale economico della E-VOLVE USA alla data del 31/12/2016 si ottiene quanto segue:

Reddito medio normale atteso	243.116,00	R
	-----	-----
Tasso di attualizzazione	12,965%	i
Valore del Capitale Economico	€ 1.875.172	R/i



DA

6.4 *Conclusioni sul valore del capitale economico della E-VOLVE USA alla data del 31 dicembre 2016*

La valutazione con il metodo reddituale della società "E-VOLVE SERVICE USA CORP", alla data del 31 dicembre 2016, viene quantificato nella misura di euro 1.875.172,00 che, ai fini della stima, si arrotonda in euro 1.850.000,00.

Euro 1.850.000,00

(euro un_milione_ottocento_cinquanta_mila)

7. LA VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO DELLA SOCIETÀ "E-VOLVE CH"

7.1 *Cenni storici e descrizione dell'attività aziendale*

In data 31 agosto 2011, ad opera della promotrice E-volve Group Holding SA, con sede in Svizzera, veniva costituita la società a garanzia limitata⁷ E-volve Service Sagl, avente capitale nominale pari a CHF 20'000.00, suddiviso in no. 20 quote di nominali CHF 1'000.00.

In data 19 aprile 2012, l'assemblea straordinaria di E-volve Service Sagl deliberava di modificare il taglio delle quote sociali da No 20 quote da CHF

⁷ Sagl - Società a garanzia limitata: è una tipologia società di capitali di diritto svizzero che prevede "garanzia limitata" unicamente per i soci e non per la società come tale; il capitale sociale deve essere interamente liberato e la responsabilità personale di ogni socio non è quindi coinvolta. Il capitale sociale è suddiviso in quote, di cui ciascun socio deve detenerne almeno una. Può essere considerata l'"equivalente" della società a responsabilità limitata di diritto italiano.

1'000.00 ciascuna a No. 200 quote da CHF 100.00 ciascuna e, successivamente, di effettuare un aumento del capitale sociale per complessivi CHF 2'200.00 passando da CHF 20'000.00 a CHF 22'200.00 con emissione di No. 22 nuove quote sociali di nominali CHF 100.00 ciascuna.

In data 29 aprile 2014, l'assemblea straordinaria approvava un aumento di capitale, convertendo il credito vantato da E-volve Group Holding SA pari a CHF 1'178'862.- (postergato in sede di chiusura del bilancio al 31.12.2012) in patrimonio netto tramite la sottoscrizione di No. 1 (una) quota di nuova emissione del valore di CHF 100.- e aggio per CHF 1'178'762.-.

L'assemblea approvava inoltre la trasformazione da Società a Garanzia Limitata (Sagl) in Società Anonima (SA).

In data 13 giugno 2013, l'assemblea straordinaria di E-volve Service Sagl deliberava l'aumento di CHF 100.- del capitale sociale della società, passando da CHF 22'200.- a CHF 22'300.- tramite l'emissione di No. 1 (una) nuova quota sociale di nominali CHF 100.- al prezzo di CHF 100.- e aggio per CHF 1'178'762.- con conferimento mediante compensazione di crediti.

In data 13 giugno 2013, l'assemblea straordinaria di E-volve Service Sagl deliberava l'aumento di CHF 89'200.- del capitale sociale della società, passando da CHF 22'300.- a CHF 111'500.- tramite l'emissione di No. 892 nuove quote sociali di nominali CHF 100.- al prezzo di CHF 100.- mediante la conversione di capitale proprio liberamente disponibile.



Handwritten signature or initials.

Il nuovo capitale sociale ammontava a CHF 111'500.- suddiviso in No. 1'115 quote da CHF 100.-

In data 13 giugno 2014, l'assemblea straordinaria di E-volve Service Sagl deliberava:

- la trasformazione della forma giuridica della E-volve Service Sagl in Società Anonima, sulla base del progetto di trasformazione del 13 giugno 2014, continuando l'attività aziendale sulla base di attivi per CHF 7'727'054.- e passivi verso terzi per complessivi CHF 8'776'044.-; in pari data sono stati eseguiti due aumenti di capitale passando quindi complessivamente il capitale sociale da CHF 22'200.00 a CHF 111'500.00;

- susseguenti modifiche statutarie: mutando la ragione sociale in E-Volve Service SA e convertendo le quote sociali in No. 1'115 azioni nominative di nominale CHF 100.00 ciascuna e ricevendo i soci per ogni quota di CHF 100.- di capitale sociale una azione nominativa di nominali CHF 100.-.

In data 23 ottobre 2015, l'assemblea straordinaria di E-volve Service SA deliberava l'aumento di CHF 1'770'500.- del capitale sociale della società, passando da CHF 111'500.- a CHF 1'882'000.- tramite l'emissione di 17'705 nuove azioni nominative di nominali CHF 100.- al prezzo di CHF 100.- con conferimento del valore nominale in contanti mediante deposito presso un istituto bancario.

L'aumento di capitale azionario pari a circa l'85% del capitale sociale è stato

sottoscritto e interamente liberato tramite l'ingresso di un nuovo socio.

Dall'esame della visura della società del 24 gennaio 2017, estratta dal Registro di Commercio del Canton Ticino, risulta che la sede legale della società si trova a Manno (Svizzera), Galleria 1, Via Cantonale.

Sempre dalla suddetta visura risulta che la società "può svolgere per conto terzi o per altre società del gruppo, le seguenti attività: il commercio tramite internet, altrimenti detto e-commerce e la fornitura di servizi ad esso connessi relativi al commercio elettronico di prodotti a marchio proprio o di terzi; sono compresi fra i suindicati servizi commerciali la realizzazione, la commercializzazione, la locazione, anche per conto di terzi, di spazi pubblicitari e promozionali di qualsiasi natura, nell'ambito di siti internet; la progettazione, la realizzazione, la commercializzazione, la distribuzione, l'acquisto e la vendita di prodotti, di sistemi e di servizi hardware e software funzionali o relativi all'attività di commercio elettronico fra cui la progettazione, la realizzazione, la configurazione, di siti internet, nonché la gestione e la manutenzione degli stessi, la prestazione di servizi di grafica 3D e di design con e senza l'ausilio di strumenti informatici; la realizzazione di servizi e prodotti di editoria connessi o relativi all'attività di commercio elettronico o ai prodotti commercializzati; la realizzazione, la registrazione, il possesso, l'acquisto, la vendita, l'importazione e l'esportazione di diritti d'autore (copyright), brevetti, royalties, patenti e qualsiasi altra proprietà intellettuale sui programmi (software); la società può compiere tutte le operazioni commerciali immobiliari e finanziarie - compresa l'assunzione di partecipazioni - che saranno ritenute utili dall'organo amministrativo per il conseguimento dell'oggetto sociale".



DP

Come da elenco fornito dai responsabili della società, si evidenzia che la forza lavoro della società alla data del 31 dicembre 2016 era costituita da n. 18 dipendenti.

In sostanza, la società, svolge attività di commercializzazione tramite canali di vendita on line per conto di clienti che operano nel settore fashion e luxury goods (Moleskine, The Bridge, Colmar, Ermanno Scervino, Pinko, La Martina, Braccialini, Stefano Ricci, Max Mara, Alessi, Bric's, ecc.).

Nelle pagine seguenti verrà esplicitato il criterio valutativo adottato, le ragioni della sua scelta e le risultanze numeriche della perizia estimativa che la scrivente ha redatto facendo riferimento alla data del 31 dicembre 2016.

7.2 *Il criterio di stima adottato e le ragioni della scelta*

La E-VOLVE CH ha evidenziato, dalla sua costituzione sino all'ingresso del nuovo socio, avvenuto in data 23 ottobre 2015, una situazione economica, patrimoniale e finanziaria di squilibrio.

Tuttavia, l'ingresso della nuova proprietà ha segnato un netto cambiamento rispetto alla gestione passata.

L'operazione di risanamento è partita, dapprima con l'effettuazione, nel bilancio al 31 gennaio 2016, di una serie di operazioni straordinarie di riallineamento di valori, tra cui la svalutazione di crediti non più esigibili, che hanno fatto sì che l'esercizio chiudesse con una perdita di bilancio pari ad euro 2.478.942.

Contestualmente, però, la nuova proprietà, di indubbia solidità finanziaria, si è subito operata nel processo di sostegno finanziario e di rilancio dell'attività commerciale della società, mediante il rilascio di una Support Letter del 30 marzo 2016, nella quale i nuovi azionisti hanno manifestato la loro irrevocabile volontà e impegno nel sostenere l'attività aziendale anche per il futuro.

Nel bilancio al 31 gennaio 2016, si legge che a conferma del proprio impegno ed a corroborare l'assetto patrimoniale della società, il nuovo azionista di riferimento ha rilasciato, in data 27 giugno 2016, una postergazione di credito per CFH 1.000.000,00. Accanto a tale misura di conforto, è pure stata rilasciata una postergazione sui crediti di regresso rivenienti e direttamente ricondotti alla garanzia e alla firma che l'azionista ha prestato a favore di un fornitore di E-Volve Service SA (Max Mara) con lo scopo di ottenere condizioni commerciali di migliori favore.

La continuità aziendale è garantita proprio in virtù di tali impegni vincolanti, nonché dal conforto dato dall'andamento positivo che si sta registrando nel corso dell'esercizio 2016/2017, che dovrebbe permettere alla società di chiudere con un utile di bilancio, a riprova della ritrovata redditività.

Conseguentemente, anche per la valutazione del capitale economico della E-VOLVE CH si è scelto di utilizzare il metodo di valutazione *reddituale puro*, dal momento che la ricchezza societaria è strettamente correlata alla sua capacità di produrre in futuro costanti flussi reddituali.



7.3 *La determinazione del valore del capitale economico della E-VOLVE CH alla data del 31 dicembre 2016*

Come già innanzi precisato, in occasione della determinazione del valore del capitale economico della SODALUX e della E-VOLVE USA, il metodo reddituale permette di ricostruire il valore del capitale economico di una società in funzione della sua capacità di produrre reddito e i due parametri applicativi su cui si basa sono:

- il reddito da capitalizzare;
- il tasso di attualizzazione.

Anche nel caso di E-VOLVE CH, la formula matematica che è stata utilizzata per determinare il valore del "Capitale Economico" è quella della "rendita perpetua", rettificata come sopra indicato, la cui simbologia tradizionale è la seguente:

$$W = \frac{R}{i}$$

dove:

W = valore del capitale economico;

R = reddito medio normale atteso;

i = tasso di attualizzazione.

REDDITO MEDIO NORMALE ATTESO

Il reddito medio normale atteso, netto di imposta (R), deve essere inteso come media appropriatamente calcolata, ponderando opportunamente dati normalizzati di reddito e deve altresì essere idoneo ad esprimere, sulla base delle informazioni disponibili, la futura capacità di generazione di redditi dell'azienda oggetto di stima, considerando le competenze distintiva a vario titolo possedute.

Il processo di normalizzazione dei risultati storici comprende:

- la redistribuzione nel tempo di proventi e costi "straordinari";
- l'eliminazione di proventi e costi "estranei alla gestione";
- la neutralizzazione di eventuali politiche di bilancio, qualora poste in essere.

Il perito, ai fini dell'individuazione del reddito medio normale atteso, ha preso in esame i seguenti documenti:

1. Bilancio della società al 31 gennaio 2015;
2. Bilancio della società al 31 gennaio 2016;
3. Situazione economico patrimoniale al 31 dicembre 2016 (11 mesi), approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 30 gennaio 2017, di cui all'All. 2;
4. Piano Societario Triennale Consolidato 2016-2018, approvato dal Consiglio di Amministrazione della E-VOLVE CONSOLIDATA in data 30 gennaio 2017, di cui all'All.1;

I dati (in Euro) dei bilanci al 31 gennaio 2015, al 31 gennaio 2016, nonché i dati del Piano Societario Triennale Consolidato 2016-2018, che includono anche i



risultati della stabile organizzazione in Italia della E-VOLVE CH, sono stati opportunamente riclassificati come segue:

CONTO ECONOMICO

	2014	2015	2016	2017	2018
Ricavi netti	16.887.142	28.703.636	37.029.300	40.132.979	46.168.348
Costi per acquisti	13.374.035	24.133.715	30.123.335	31.994.768	36.805.005
Costi per servizi	2.392.262	3.611.379	5.438.752	5.781.734	6.603.276
Costi per godimento beni di terzi	81.552	141.440	167.496	171.650	179.150
Variazione rimanenze	723.282	137.293	627.710	-	-
Oneri diversi di gestione	147.229	275.945	185.816	195.233	195.233
Valore Aggiunto	168.782	403.864	1.741.611	1.989.593	2.385.683
Costo del lavoro	1.290.926	1.702.074	1.080.178	1.440.045	1.537.182
Margine Operativo Lordo - EBITDA	-1.122.144	-1.298.210	661.434	549.548	848.501
Amm.ti, Sval.ni e altri Accan.ti	992.292	289.708	454.292	302.404	351.137
Risultato Operativo - EBIT	-2.114.436	-1.587.918	207.141	247.144	497.364
Proventi diversi	5.617	6.815			
Risultato della gestione finanziaria	-175.070	-305.837	-139.051	-40.471	-40.471
Risultato della gestione straordinaria	2.304.445	-591.270	-88.967		
Risultato prima delle imposte	20.556	-2.478.210	-20.876	206.674	456.893
Imposte sul reddito	-522	732	7.958		
Risultato dell'esercizio	21.078	-2.478.942	-28.835	206.674	456.893

Il procedimento di normalizzazione del reddito, che parte dalla riclassificazione dei dati di bilancio, ha evidenziato componenti straordinari estranei alla gestione negli esercizi 2014, 2015 e 2016 rispettivamente per complessivi euro 2.304.445, nell'esercizio 2014, euro -591.270, nell'esercizio 2015 ed euro -88.967, nell'esercizio 2016.

Per quanto riguarda gli esercizi da prendere in considerazione, ai fini della determinazione del reddito medio atteso, la sottoscritta ha ritenuto opportuno:

* escludere i risultati degli esercizi 2014 e 2015 in quanto il primo è

antecedente all'ingresso del nuovo socio e, nel secondo, è stata posta in essere una decisa opera di ristrutturazione, per cui tali esercizi non sono significativi ai fini della determinazione del reddito atteso;

* escludere i componenti straordinari rilevati nell'esercizio 2016.

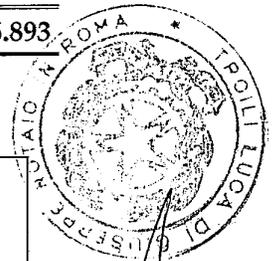
Quindi, i risultati normalizzati da prendere a riferimento sono risultati essere i seguenti:

CONTO ECONOMICO

	2016	2017	2018
Ricavi netti	37.029.300	40.132.979	46.168.348
Costi per acquisti	30.123.335	31.994.768	36.805.005
Costi per servizi	5.438.752	5.781.734	6.603.276
Costi per godimento beni di terzi	167.496	171.650	179.150
Variazione rimanenze	627.710	-	-
Oneri diversi di gestione	185.816	195.233	195.233
Valore Aggiunto	1.741.611	1.989.593	2.385.683
Costo del lavoro	1.080.178	1.440.045	1.537.182
Margine Operativo Lordo - EBITDA	661.434	549.548	848.501
Amm.ti, Sval.ni e altri Accan.ti	454.292	302.404	351.137
Risultato Operativo - EBIT	207.141	247.144	497.364
Proventi diversi	-	-	-
Risultato della gestione finanziaria	- 139.051	- 40.471	- 40.471
Risultato della gestione straordinaria	-	-	-
Risultato prima delle imposte	68.090	206.674	456.893
Imposte sul reddito	7.958	-	-
Risultato dell'esercizio	60.132	206.674	456.893

$$R = (R_{2016} + R_{2017} + R_{2018}) / 3 =$$

$$(60.132 + 206.674 + 456.893) / 3 = \text{€ } 241.233$$



Handwritten signature

Da tale processo di normalizzazione emerge che il reddito normale atteso della società possa essere quantificato in Euro 241.233,00.

TASSO DI ATTUALIZZAZIONE

Il tasso di attualizzazione i è stato già individuato nel paragrafo 5.3, relativo alla determinazione del valore del capitale economico della SODALUX alla data del 31 dicembre 2016.

Tale tasso è applicabile anche alla E-VOLVE CH del momento che le società sono del tutto simili sia in termini di attività esercitata che in termini di dimensione.

Conseguentemente, alla scrivente – ai fini della valutazione – appare appropriato un tasso i pari al 12,965% per esprimere il reddito normale atteso dei capitali investiti in attività commerciali con grado di rischio medio.

VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO DETERMINATO MEDIANTE
L'APPLICAZIONE DEL METODO REDDITUALE

Applicando la formula adottata ($W = R / i$) per la determinazione del valore del capitale economico della E-VOLVE CH alla data del 31 dicembre 2016 si ottiene quanto segue:

Reddito medio normale atteso	241.233,00	R

Tasso di attualizzazione	12,965%	i
Valore del Capitale Economico	18.611.648,00	R/i

7.4 Conclusioni sul valore del capitale economico della E-VOLVE CH alla data del 31 dicembre 2016

La valutazione con il metodo reddituale della società "E-VOLVE CH", alla data del 31 dicembre 2016, che comprende anche la valutazione della Stabile Organizzazione in Italia, viene quantificato nella misura di euro 1.860.648,00 che, ai fini della stima, si arrotonda in euro 1.850.000,00.

Euro 1.850.000,00

(euro_un_milione_ottocento_cinquanta_mila)

8. CONCLUSIONI SUL VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO DELLA E-VOLVE CONSOLIDATA ALLA DATA DEL 31 DICEMBRE 2016

Ai fini della determinazione del valore complessivo della E-VOLVE CONSOLIDATA è necessario aggiungere al valore della E-VOLVE CH anche quello delle controllate SODALUX e E-VOLVE USA, come quantificate, sempre con il metodo reddituale, nei paragrafi che precedono, nella seguente misura:

SODALUX = euro 2.000.000,00;

E-VOLVE USA = euro 1.850.000,00

Conseguentemente, il valore complessivo della E-VOLVE CONSOLIDATA che



include oltre alla propria Stabile Organizzazione in Italia anche la SODALUX e la E-VOLVE-USA è pari alla somma del valore delle tre società.

€ 2.000.000 (SODALUX) + € 1.850.000 (E-VOLVE USA) + € 1.850.000 (E-VOLVE CH) =

EURO 5.700.000 (E-VOLVE CONSOLIDATA)

In conclusione, la valutazione con il metodo reddituale della società "E-VOLVE SERVICE S.A.", alla data del 31 dicembre 2016 viene quantificato nella misura di euro 5.700.000,00.

Euro 5.700.000,00

(euro_cinque_milioni_settecento_mila)

9.

ALLEGATI

1. Piano Societario Triennale Consolidato 2016-2018 della E-VOLVE.
2. Situazione economico patrimoniale al 31 dicembre 2016 (11 mesi) della E-Volve Service S.A., approvata dal Consiglio di Amministrazione del 30 gennaio 2017.
3. Verbale del Consiglio di Amministrazione della E-Volve Service S.A. del 30 gennaio 2017.
4. Bozza di bilancio al 31 dicembre 2016 della SODALUX.

5. Tasso di rendimento dei BTP a 10 anni: fonte MTS - Il Sole 24 Ore del 30 gennaio 2017.
6. Tasso di inflazione programmato per il 2017 dal Ministero dell'economia estratto del 23 gennaio 2017.
7. Aswath Damodaran, "Country Defaults Spreads and Risk Premiums", last updated in January 2017.
8. Aswath Damodaran, "Beta, Unlevered beta and other risk measures", last updates in January 2017.
9. Situazione economico patrimoniale al 31 dicembre 2016 (11 mesi) della E-VOLVE USA.

Roma, 13 febbraio 2017

(Dott.ssa Daniela Frusone)

