

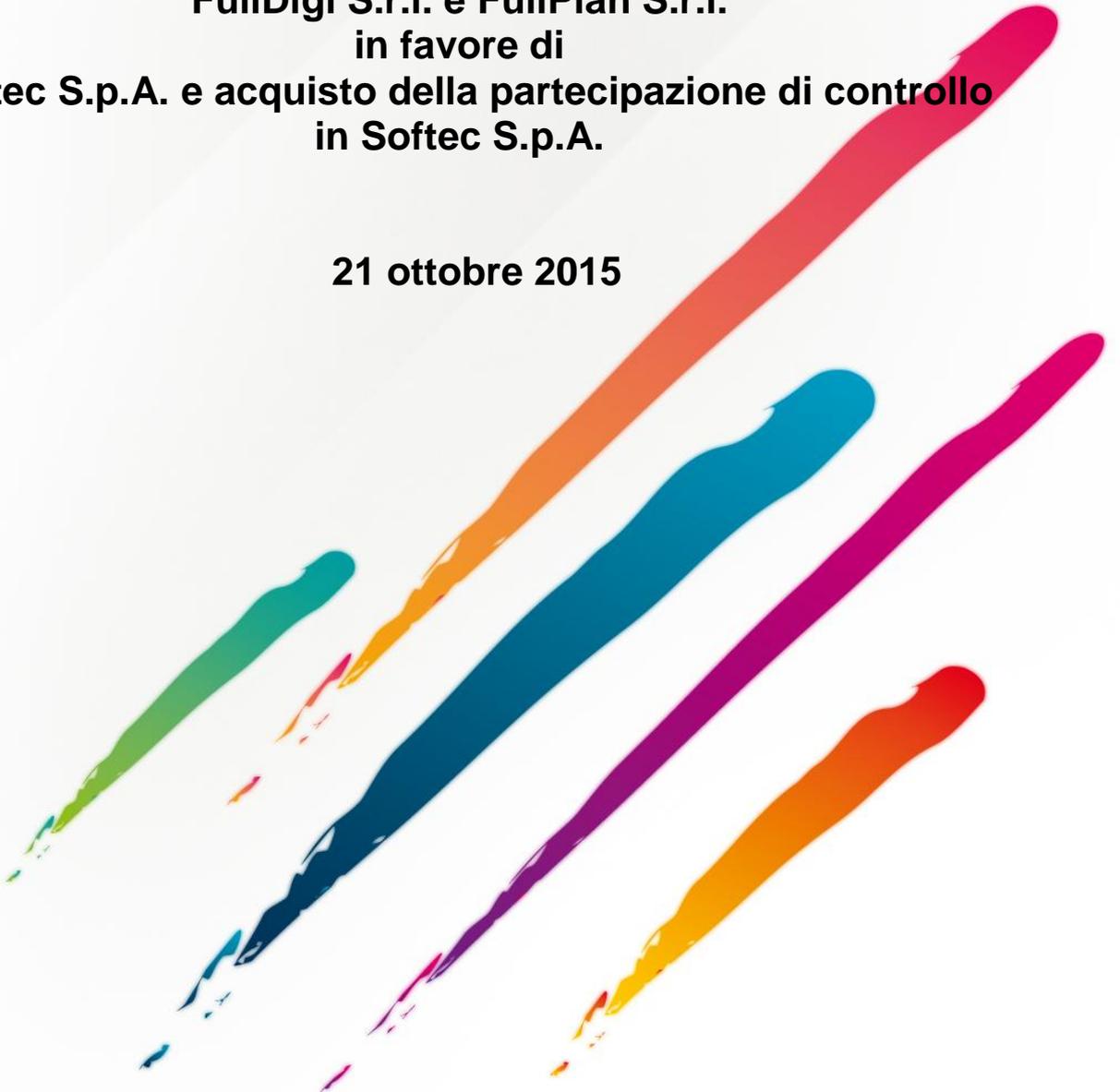


DOCUMENTO INFORMATIVO

**redatto ai sensi dell'art.71 del Regolamento Consob n° 11971
del 14 maggio 1999 e successive modificazioni ed integrazioni**

**Conferimento delle partecipazioni detenute
nelle società interamente controllate
FullDigi S.r.l. e FullPlan S.r.l.
in favore di
Softec S.p.A. e acquisto della partecipazione di controllo
in Softec S.p.A.**

21 ottobre 2015





FULLSIX S.p.A.
Partita IVA, Codice Fiscale ed iscrizione al Registro Imprese di Milano nr. 09092330159
Sede legale: Viale del Ghisallo 20, 20151 Milano – Italy
Tel.: +39 02 89968.1 Fax : +39 02 89968.556 e-mail: fullsix@legalmail.it
Capitale Sociale: euro 5.591.157,50 i.v.
www.fullsix.it



Principali dati economici e finanziari del Gruppo FullSix

(migliaia di euro)	I Semestre 2015	I Semestre 2014	Variazione
Ricavi netti	11.275	7.882	3.393
Costi operativi	(10.910)	(7.972)	(2.939)
Risultato della gestione ordinaria	365	(90)	454
Margine operativo lordo (EBITDA)	553	(164)	717
Risultato operativo (EBIT)	277	(358)	635
Risultato netto di competenza del Gruppo	(207)	(553)	346

(migliaia di euro)	30/06/2015	31/12/2014	Variazione
Patrimonio netto del Gruppo	2.774	2.664	110
Posizione finanziaria netta	(1.626)	(2.976)	1.350



INDICE

Principali dati economici e finanziari del Gruppo FullSix.....	3
Premessa.....	5
1. Avvertenze.....	5
1.1 Rischi ed incertezze che derivano dall'operazione.....	5
2. Informazioni relative all'operazione.....	6
2.1 Descrizione sintetica delle modalità e dei termini dell'operazione.....	6
2.1.1 Descrizione delle società oggetto dell'operazione di conferimento.....	6
2.1.2 Modalità, condizioni e termini dell'operazione.....	8
2.1.3 Destinazione dei mezzi raccolti.....	10
2.2 Motivazioni e finalità dell'operazione.....	11
2.2.1 Motivazioni dell'operazione con particolare riguardo agli obiettivi gestionali dell'Emittente.....	11
2.3 Rapporti con la società oggetto dell'operazione.....	11
2.3.1 Rapporti significativi intrattenuti dall'Emittente con le società oggetto dell'operazione.....	11
2.4 Documenti a disposizione del pubblico.....	14
2.4.1 Luoghi in cui la documentazione può essere consultata.....	14
3. Effetti significativi dell'operazione.....	14
3.1 Effetti significativi dell'operazione sui fattori chiave che influenzano e caratterizzano.....	14
3.2 Implicazioni dell'operazione sulle linee strategiche afferenti i rapporti commerciali, finanziari e di prestazioni accentrate di servizi tra le imprese del Gruppo FullSix.....	14
4. Dati economici, patrimoniali e finanziari relativi alle attività conferite.....	15
4.1 Dati economici, patrimoniali e finanziari relativi a FullDigi e FullPlan.....	15
5. Dati economici, patrimoniali e finanziari pro-forma dell'emittente.....	19
6. Prospettive dell'emittente e del gruppo ad esso facente capo.....	20
6.1 Andamento del Gruppo FullSix nel primo semestre dell'esercizio 2015.....	20
6.2 Evoluzione prevedibile della gestione del Gruppo FullSix.....	20
Allegati.....	21



Premessa

Il presente documento informativo (il “Documento Informativo”), redatto ai sensi dell’art. 71 del Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n° 58 adottato con Delibera Consob 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche (“Regolamento Emittenti”), nonché in conformità allo Schema n. 3 dell’Allegato 3B del Regolamento Emittenti, contiene le informazioni relative al conferimento da parte di FullSix S.p.A. (“FullSix o Emittente”) della partecipazione sociale detenuta nella società FullDigi S.r.l. (“FullDigi”) e nella società FullPlan S.r.l. (“FullPlan”) nell’ambito dell’aumento di capitale riservato deliberato dalla società Softec S.p.A. (“Softec”) in data 30 settembre 2015, società quotata all’AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale (“AIM Italia”).

1. Avvertenze

1.1 Rischi ed incertezze che derivano dall’operazione

Il *management* di FullSix non ha rilevato rischi o incertezze derivanti dall’operazione di conferimento essendo l’operazione avvenuta determinando i valori di conferimento delle partecipazioni sociali detenute da FullSix in FullDigi e FullPlan sulla base di una perizia indipendente ai sensi dell’art. 2343-ter, comma 2, lettera b) del codice civile, come di seguito specificato.



2. Informazioni relative all'operazione

2.1 Descrizione sintetica delle modalità e dei termini dell'operazione.

L'operazione prevede, nell'ambito dell'aumento di capitale riservato deliberato da Softec il conferimento da parte di FullSix della partecipazione da questa detenuta in FullDigi e in FullPlan.

Il conferimento da parte di FullSix delle partecipazioni detenute nelle società FullDigi e FullPlan è stato realizzato a fronte di un aumento del capitale sociale della società Softec riservato a FullSix e deliberato dall'Assemblea Straordinaria della conferitaria in data 30 settembre 2015.

L'aumento di capitale deliberato è un aumento del capitale sociale, a pagamento, in via inscindibile, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, del codice civile, per un controvalore complessivo di euro 6.440.002,38 (seimilioni quattrocentoquarantamila due virgola trentotto) di cui Euro 1.460.318,00 (unmilione quattrocentosessantamilatrecentodiciotto virgola zero zero) a capitale sociale ed 4.979.684,38 (quattromilioninovecentosettantanovemilaseicentottantaquattro virgola trentotto) di sovrapprezzo, mediante emissione di n. 1.460.318 (unmilione quattrocentosessantamilatrecentodiciotto) azioni ordinarie prive di indicazione del valore nominale aventi il medesimo godimento e le medesime caratteristiche delle azioni ordinarie in circolazione, da riservarsi in sottoscrizione alla società Fullsix e da liberarsi mediante conferimento, da parte di quest'ultima, delle partecipazioni detenute all'intero capitale sociale delle società FullDigi e FullPlan.

Alla intera partecipazione al capitale sociale di FullDigi è stato attribuito un valore pari a euro 3.500.000,00 sulla base della relazione di valutazione redatta da un esperto indipendente ai sensi e per gli effetti degli articoli 2343 - ter, comma 2, lett. b) e 2440 del codice civile; alla intera partecipazione al capitale sociale di FullPlan è stato attribuito un valore pari a euro 2.940.002,38, sulla base della relazione di valutazione di FullPlan redatta da un esperto indipendente ai sensi e per gli effetti degli articoli 2343 - ter, comma 2, lett. b) e 2440 del codice civile.

Le azioni a servizio dell'Aumento di Capitale Riservato saranno messe a disposizione di FullSix, in forma dematerializzata, qualora, nel termine di 30 giorni dal conferimento ovvero se successiva dalla registrazione della delibera di aumento del capitale nel registro delle imprese, il Consiglio di Amministrazione di Softec attesti che non siano intervenuti "fatti nuovi rilevanti", dalla valutazione e dalla data di chiusura del bilancio presi a riferimento per determinare il valore delle partecipazioni, tali da modificare sensibilmente il valore delle partecipazioni stesse, ai sensi dell'art. 2343-quater, c.c., e ai sensi dell'art. 2440 c.c. non sia stata richiesta una nuova valutazione ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2343 c.c. A seguito della sottoscrizione dell'aumento di capitale mediante conferimento, FullSix deterrà una partecipazione pari a circa il 70% del capitale sociale di Softec.

2.1.1 Descrizione delle società oggetto dell'operazione di conferimento

FullDigi S.r.l.

FullDigi è una società a responsabilità limitata, costituita in Italia il 16 giugno 2015, con atto a rogito del Notaio Mario Notari, Notaio in Milano, Rep. 22993 Racc. 13463.

FullDigi ha sede legale in Viale del Ghisallo 20, 20151 Milano è iscritta al Registro delle imprese di Milano, C.F. e P.Iva 09122720965, REA MI - 2070316.



Il Capitale sociale di costituzione ammontava a Euro 100.000,00. Tuttavia al 30 giugno 2015, il capitale è stato aumentato per effetto di un conferimento di ramo d'azienda effettuato dal socio unico FullSix a FullDigi. Alla data di redazione del presente Documento Informativo il capitale interamente versato ammonta ad Euro 1.500.000,00.

La società è attualmente amministrata da un Consiglio di Amministrazione composto da 6 membri che durerà in carica sino all'approvazione del bilancio relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2015:

Presidente: Marco Benatti

Amministratore Delegato: Francesco Antonio Meani

Vice-Presidente: Luca Spotti

Consigliere: Giacomo Capra

Consigliere: Elisa Facciotti

Consigliere: Paola Manzoni

FullDigi ha ad oggetto l'attività di progettazione di programmi di marketing relazionale e la loro attuazione, la progettazione, la produzione, il commercio, la ricerca, lo sviluppo e l'analisi di programmi per elaboratori elettronici, di apparecchiature elettroniche e di sistemi di elaboratori elettronici; l'istituzione, la vendita diretta e per corrispondenza di corsi di tecnologia e formazione aziendale rivolte al campo dell'informatica e dell'intelligenza artificiale, nonché l'elaborazione dati per conto terzi e la vendita di impianti e accessori rivolti al campo dell'informatica e molte altre attività connesse sempre nel campo dell'informatica.

Per svolgere la sua attività FullDigi utilizza il *brand* "FULLDIGI" e si avvale di n. 48 dipendenti così suddivisi:

Ruolo	30.06.2015
Dirigenti	1
Quadri	10
Impiegati	37
Operai	0

A seguito dell'operazione di conferimento la compagine societaria è la seguente:

- Softec S.p.A, titolare di una partecipazione pari al 100% del capitale sociale.

FullPlan S.r.l.

FullPlan è una società a responsabilità limitata, costituita in Italia il 13 giugno 2002, con atto a rogito del Notaio Paolo Stefani, Notaio in Bolzano, Rep. 91614 Racc. 5380.

FullPlan ha sede legale in Viale del Ghisallo 20, 20151 Milano è iscritta al Registro delle imprese di Milano, C.F. e P.Iva 02313390219, REA MI-1736361. Il Capitale sociale interamente versato ammonta ad Euro 57.213,00.

La società è amministrata da un Consiglio di Amministrazione composto da 4 membri che durerà in carica sino all'approvazione del bilancio relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2015:

Presidente: Marco Benatti

Amministratore Delegato: Francesco Antonio Meani

Vice-Presidente: Giacomo Capra

Consigliere: Elisa Facciotti



FullPlan ha ad oggetto l'attività di "search engine marketing", la pubblicità online basata su banner o e-mail, la creazione di siti internet ed in generale ogni attività diretta a rendere possibile l'aumento delle vendite via internet.

Per svolgere la sua attività FullPlan utilizza il *brand* "FULLPLAN" e si avvale di n. 15 dipendenti così suddivisi:

Ruolo	30.06.2015
Dirigenti	0
Quadri	1
Impiegati	14
Operai	0

A seguito dell'operazione di conferimento la compagine societaria è la seguente:

- Softec S.p.A, titolare di una partecipazione pari al 100% del capitale sociale.

2.1.2 Modalità, condizioni e termini dell'operazione

L'operazione di conferimento delle partecipazioni detenute da FullSix in FullPlan e FullDigi a Softec può essere descritta secondo i seguenti termini cronologici:

- in data **13 luglio 2015**, FullSix e Softec hanno sottoscritto una Lettera d'Intenti in cui hanno manifestato il loro preliminare e reciproco interesse all'operazione di integrazione tra FullDigi (a socio unico FullSix), FullPlan (a socio unico FullSix) e Softec, finalizzata a creare una nuova realtà sinergicamente attiva nel settore del Marketing Digitale da eseguirsi attraverso un aumento di capitale a pagamento di Softec riservato a FullSix da sottoscrivere mediante il conferimento in natura del 100% delle società FullDigi e FullPlan. Nella Lettera d'Intenti le Parti hanno concordato, in linea di massima, le modalità per proseguire la trattativa in via esclusiva e riservata al fine di negoziare i termini di un accordo di investimento vincolante avente ad oggetto l'operazione;
- in data **13 luglio 2015**, FullSix ha conferito alla società di revisione Mazars S.p.A. l'incarico di svolgimento di talune procedure di verifica concordate sui dati economici, patrimoniali e finanziari nel periodo susseguente il 31 dicembre 2014 riferito alle società Fullplan e Fulldigi. L'intervento condotto in conformità con il principio International Standard on Related Services (ISRS 4400) emesso dall'International Federation of Accountants (IFAC), applicabile agli incarichi di procedure di verifica concordate (Agreed-upon procedures) ha coperto le seguenti aree:
 - Immobilizzazioni immateriali e materiali;
 - Crediti/Magazzino;
 - Debiti;
 - Altre attività / Altre passività;
 - Posizione finanziaria Netta;
- in data **24 agosto 2015**, FullSix e Softec hanno conferito congiuntamente al Dott. Andrea Sfarra il mandato per redigere la relazione di stima ai sensi dell'articolo 2343-ter, comma 2, lettera b) codice civile riguardo al valore delle partecipazioni aziendali detenute dalla società FullSix nelle società FullDigi e FullPlan, allo scopo di effettuare il conferimento delle stesse nel patrimonio della Softec con sottoscrizione del capitale sociale;



- in data **10 settembre 2015**, facendo seguito alle intese preliminari definite nella Lettera d'Intenti sottoscritta in data 13 luglio 2015, FullSix e Softec hanno stipulato un accordo volto a realizzare un'operazione d'integrazione industriale tra le società Softec, FullDigi e FullPlan finalizzata a creare una nuova realtà sinergicamente attiva nel settore del marketing e comunicazione digitale. L'operazione è attuata mediante un aumento di capitale a pagamento di Softec riservato a FullSix, da sottoscrivere mediante conferimento in natura del 100% della partecipazione detenuta da FullSix nella società FullDigi e FullPlan: l'operazione integra la fattispecie del *Reverse Take Over* di cui all'articolo 14 del Regolamento Emittenti AIM Italia – MAC;
- in data **10 settembre 2015**, il Consiglio di Amministrazione di Softec ha deliberato di convocare l'assemblea dei propri azionisti, in sede ordinaria e straordinaria, per esprimersi su una proposta di aumento del capitale sociale a pagamento di euro 1.460.318,00, con sovrapprezzo di euro 4.979.684,38 mediante conferimento in natura delle partecipazioni sociali detenute dalla società "Fullsix S.p.A." nella società "FullDigi S.r.l." e nella società "FullPlan S.r.l.", con emissione di n. 1.460.318 azioni ordinarie prive del valore nominale aventi il medesimo godimento e le medesime caratteristiche delle azioni ordinarie in circolazione, da offrirsi in sottoscrizione alla società "FullSix S.p.A." e con esclusione del diritto di opzione ai sensi del quarto comma dell'art. 2441 del Codice Civile. A seguito del perfezionamento dell'aumento di capitale riservato a Fullsix S.p.A., questa diverrà titolare di una partecipazione di controllo nella società Softec S.p.A., pari a circa il 70% del capitale sociale, e sarà, dunque, obbligata ai sensi dell'art. 12 dello statuto sociale di Softec S.p.A. e dell'art. 106 d.lgs. n. 58/1998 ivi richiamato, a promuovere un'Offerta Pubblica d'Acquisto sulle azioni ordinarie Softec S.p.A. FullSix S.p.A. sarà tenuta a promuovere un'Offerta Pubblica d'Acquisto sulla totalità del capitale sociale di Softec S.p.A., ad un prezzo pari a quello di emissione delle azioni ai fini della sottoscrizione dell'aumento di capitale di Softec S.p.A. determinato in euro 4,41 per azione. La predetta offerta dovrà essere attuata con modalità e tempi da determinarsi con Borsa Italiana S.p.A. secondo la procedura prevista dal Regolamento Emittenti AIM Italia - MAC. In ragione degli impegni contrattuali assunti con la FullSix S.p.A., alcuni soci di Softec S.p.A., per un totale di n. 593.265 azioni corrispondenti al 94,77% del capitale sociale, hanno dichiarato di rinunciare irrevocabilmente, ora per allora, ad aderire all'Offerta Pubblica d'Acquisto Obbligatoria;
- in data **22 settembre 2015**, FullSix ha conferito ad un consulente indipendente l'incarico di formulare un parere, avente natura di *fairness opinion*, al fine di esprimere un giudizio sulla congruità della valorizzazione di Euro 4,41 per azione Softec (pari ad un controvalore di Euro 2.760.580,62 per il capitale sociale ante-conferimento), stabilita ai fini del concambio connesso al conferimento nella stessa Softec delle partecipazioni sociali detenute da FullSix in FullDigi e FullPlan. A seguito dell'esame della documentazione ricevuta e delle informazioni raccolte, il consulente ha ritenuto che la valorizzazione di Euro 4,41 per azione Softec ai fini del concambio potesse considerarsi complessivamente congrua;
- in data **30 settembre 2015**, l'Assemblea Ordinaria e Straordinaria dei Soci di Softec ha approvato, in sede ordinaria, l'operazione di Reverse Take Over, ai sensi dell'articolo 14 del Regolamento Emittenti AIM Italia – MAC, consistente



nell'integrazione societaria tra Softec con le società FullDigi e FullPlan; in sede straordinaria, l'Assemblea ha approvato la proposta di aumento del capitale sociale a pagamento di euro 1.460.318,00, con sovrapprezzo di euro 4.979.684,38 mediante conferimento in natura delle partecipazioni sociali detenute dalla società "FullSix S.p.A." nella società "FullDigi S.r.l." e nella società "FullPlan S.r.l.", con emissione di n. 1.460.318 azioni ordinarie prive del valore nominale aventi il medesimo godimento e le medesime caratteristiche delle azioni ordinarie in circolazione, da offrirsi in sottoscrizione alla predetta società "FullSix S.p.A." e con esclusione del diritto di opzione ai sensi del quarto comma dell'art. 2441 del Codice Civile. La società FullSix S.p.A. ha sottoscritto l'aumento del capitale di Softec S.p.A. e a completa liberazione del suddetto aumento ha conferito l'intera quota di partecipazione sociale detenuta in FullDigi e in FullPlan;

- in data **9 ottobre 2015**, è stata iscritta nel registro delle imprese di Milano la delibera relativa all'aumento di capitale a pagamento di euro 1.460.318,00 della società Softec S.p.A., con sovrapprezzo di euro 4.979.684,38 mediante conferimento in natura delle partecipazioni sociali detenute dalla società FullSix S.p.A. nella società FullDigi S.r.l. e nella società FullPlan S.r.l., con emissione di n. 1.460.318 azioni ordinarie prive del valore nominale aventi il medesimo godimento e le medesime caratteristiche delle azioni ordinarie in circolazione, da offrirsi in sottoscrizione alla predetta società FullSix S.p.A. e con esclusione del diritto di opzione ai sensi del quarto comma dell'art. 2441 del Codice Civile, atto a rogito notaio Claudia Coppola Bottazzi, Repertorio n. 46389 e Raccolta n. 12973;
- in data **14 ottobre 2015**, sono state accreditate a FullSix n. 1.460.318 azioni ordinarie di Softec;
- in data **20 ottobre 2015**, il Consiglio di Amministrazione di Softec ha verificato e attestato che non sono intervenuti fatti nuovi, eccezionali o rilevanti tali da incidere sulla valutazione delle società FullDigi e FullPlan dalla data di chiusura del bilancio presi a riferimento per determinare il valore della partecipazione (ovvero 30 giugno 2015), ai sensi dell'art. 2343-quater, codice civile e ai sensi dell'art. 2440 codice civile e, pertanto, non ha richiesto una nuova valutazione ai sensi e per gli effetti dell'art. 2343 codice civile. Il Consiglio di Amministrazione di Softec ha altresì dichiarato che il valore dei beni e delle attività conferite è almeno pari a complessivi Euro 6.440.002,38 (di cui Euro 1.460.318,00 a titolo di capitale sociale ed Euro 4.979.684,38 a titolo di sovrapprezzo azioni), ossia al valore loro attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e del sovrapprezzo del conferimento;
- alla data di redazione del presente Documento Informativo, FullSix è in attesa delle necessarie disposizioni per il corretto svolgimento dell'offerta pubblica d'acquisto obbligatoria sulle azioni ordinarie di Softec da parte del collegio dei probiviri (Panel) di Borsa Italiana S.p.A. riferito al mercato AIM-Italia – MAC.

2.1.3 Destinazione dei mezzi raccolti

Come descritto nel paragrafo precedente, l'operazione si configura quale "*Reverse Take Over*" realizzato mediante la sottoscrizione di un aumento di capitale a pagamento di euro 1.460.318,00 con sovrapprezzo di euro 4.979.684,38 riservato a FullSix mediante conferimento in natura delle partecipazioni sociali detenute da FullSix nella società FullDigi e FullPlan. Attraverso l'operazione di conferimento delle partecipazioni detenute in FullDigi e FullPlan nell'ambito dell'aumento di capitale riservato, FullSix conseguirà una partecipazione del 70% nel capitale sociale di Softec, con conseguenti obblighi inerenti al lancio di un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria disciplinata secondo le disposizioni previste li-



mitatamente agli articoli 106 e 109 del D. Lgs. 58/1998 (di seguito “TUF”), come definito dal Regolamento riferito al mercato AIM-Italia – MAC e dallo statuto sociale di Softec.

2.2 Motivazioni e finalità dell'operazione

2.2.1 Motivazioni dell'operazione con particolare riguardo agli obiettivi gestionali dell'Emittente

L'integrazione fra Softec, FullDigi e FullPlan da realizzarsi mediante il conferimento in natura delle partecipazioni sociali detenute da FullSix nella società FullDigi e FullPlan è finalizzata a creare una nuova realtà sinergicamente attiva nel settore del marketing e comunicazione digitale.

L'integrazione consentirà all'Emittente:

- a) di accrescere il proprio portafoglio clienti e quindi la propria quota di mercato;
- b) di implementare e completare la propria offerta di prodotti e di ottimizzare i servizi prestati ai propri clienti;
- c) di realizzare, attraverso la partecipazione che verrà acquisita in Softec, sinergie di carattere industriale;
- d) di realizzare notevoli economie di scala in termini di struttura tecnico/commerciale, strutture preposte alla gestione aziendale (Amministrazione, Finanza, Personale, Controllo Interno, Qualità, Revisione, Legal, etc...), strutture tecniche preposte al funzionamento dei sistemi, sedi operative e relative utilities;
- e) di poter sviluppare più facilmente sinergie/joint venture con altri operatori nell'ambito del settore del marketing e della comunicazione digitale.

2.3 Rapporti con le società oggetto dell'operazione

2.3.1 Rapporti significativi intrattenuti dall'Emittente con le società oggetto dell'operazione

FullSix, fino alla data dell'operazione, ha esercitato attività di direzione e coordinamento su FullDigi e FullPlan, ai sensi dell'art. 2497 c.c.. In relazione ai rapporti tra l'Emittente e la controllate FullMobile si evidenzia che, al 30 settembre 2015, sono in essere i seguenti rapporti:

- 1) le società Fulldigi S.r.l. e Fullplan S.r.l. (ai fini del presente paragrafo, le “società partecipanti”), entrambe con socio unico FullSix S.p.A., hanno in essere accordi di cash pooling infragruppo con FullSix S.p.A. medesima. In particolare, si tratta di accordi volti a conferire a FullSix S.p.A. specifici mandati con rappresentanza volti a consentire la gestione della tesorerie di Fulldigi e Fullplan al fine di ottimizzare i flussi finanziari di gruppo. La FullSix S.p.A. opera pertanto, avvalendosi di un primario istituto bancario, quale titolare di un conto corrente sul quale vengono quotidianamente regolati i saldi dei conti correnti bancari, di pertinenza della Fulldigi S.r.l. e Fullplan S.r.l., accesi presso il medesimo istituto di credito.
Nell'ambito delle convenzioni intervenute tra la FullSix S.p.A. e l'istituto di credito è previsto che la prima tenga sollevato e garantito il secondo, sia nei confronti dei terzi, sia nei confronti delle società partecipanti, da qualsiasi responsabilità comunque riferibile all'accentramento presso Fullsix S.p.A. della tesoreria delle società partecipate. Gli accordi tra Fullsix S.p.A. e l'istituto di credito sono convenuti a tempo indeterminato. Tuttavia l'istituto di credito si è riservato la facoltà di recedere in qualsiasi momento per giusta causa. È in ogni caso previsto in favore di ciascuna delle parti la facoltà di recedere con un preavviso di tre giorni lavorativi bancari.
Il contratto prevede che il conto intestato alle società diverse da FullSix possa beneficiare di utilizzi a valere sulle linee concesse per un massimale giornaliero variabile



a seconda delle società e fissato in 150.000,00 per FullPlan e in 300.000 per FullDigi tale massimale deve essere inteso come saldo (negativo) tra partite a credito e a debito transitate nel giorno stesso sul conto corrente della Società Partecipante;

- 2) in data 24 giugno 2015 Fullsix S.p.A. (in qualità di fornitore di servizi) e Fulldigi S.r.l. (quale fruitore dei servizi) hanno stipulato un contratto, con decorrenza dal 1° luglio 2015 e scadenza al 31 dicembre 2015, non soggetto a tacito rinnovo, che prevede, a fronte della corresponsione da parte di Fulldigi S.r.l. di un corrispettivo complessivo di euro 440.000 oltre IVA:
- la concessione in uso a Fulldigi S.r.l. di una porzione del complesso immobiliare sito in Milano, Viale del Ghisallo 20 (piani 4° e 5°);
 - la prestazione in favore di Fulldigi S.r.l. dei servizi di portineria, ricevimento merci, smistamento della corrispondenza in entrata, pulizia e smaltimento rifiuti, manutenzione ordinaria delle parti comuni dell’immobile e dei relativi impianti, illuminazione, riscaldamento/condizionamento, uso degli arredi esistenti;
 - la prestazione in favore di Fulldigi S.r.l. di servizi di (i) contabilità, amministrazione e finanza, (ii) gestione del personale, (iii) acquisti e servizi generali, (iv) gestione della comunicazione integrata.

Rimane espressamente escluso dall’oggetto del contratto la prestazione di qualsivoglia attività relativa, connessa o comunque collegata alla gestione economica della Fulldigi S.r.l. Le parti si sono riservate la facoltà di recedere dal contratto con un preavviso di 30 giorni;

- 3) in data 27 gennaio 2015 Fullsix S.p.A. (in qualità di fornitore di servizi) e Fullplan S.r.l. (quale fruitore dei servizi) hanno stipulato un contratto, con decorrenza dal 1° gennaio 2015 e scadenza al 31 dicembre 2015, non soggetto a tacito rinnovo, che prevede, a fronte della corresponsione da parte di Fullplan S.r.l. di un corrispettivo complessivo di euro 277.000 oltre IVA:
- la concessione in uso a Fullplan S.r.l. di una porzione del complesso immobiliare sito in Milano, Viale del Ghisallo 20 (piani 4° e 5°);
 - la prestazione in favore di Fullplan S.r.l. dei servizi di portineria, ricevimento merci, smistamento della corrispondenza in entrata, pulizia e smaltimento rifiuti, manutenzione ordinaria delle parti comuni dell’immobile e dei relativi impianti, illuminazione, riscaldamento/condizionamento, uso degli arredi esistenti;
 - la prestazione in favore di Fullplan S.r.l. di servizi di (i) contabilità, amministrazione e finanza, (ii) gestione del personale, (iii) acquisti e servizi generali, (iv) gestione della comunicazione integrata.

Rimane espressamente escluso dall’oggetto del contratto la prestazione di qualsivoglia attività relativa, connessa o comunque collegata alla gestione economica della Fullplan S.r.l. Le parti si sono riservate la facoltà di recedere dal contratto con un preavviso di 30 giorni;

- 4) in data 30 luglio 2015 Fullsix S.p.A. e Fulldigi S.r.l. hanno stipulato un accordo che prevede, al fine di accedere da parte di entrambe le società all’istituto del “consolidato fiscale nazione” di cui agli artt. 117-129 del D.p.R. 917/1986, l’esercizio e la prescritta comunicazione all’autorità tributaria della opzione per il menzionato consolidato da parte di entrambe le società. L’accordo disciplina i reciproci obblighi di comunicazione tra le società, prevede impegni a porre in essere determinati adempimenti prescritti dalla vigente disciplina tributaria e regola alcuni aspetti delle impu-



tazioni a ciascuna delle società stipulanti dei previsti effetti derivanti dall'applicazione del regime del consolidato fiscale.

L'accordo prevede che, nel permanere del controllo di Fullsix S.p.A. su Fulldigi S.r.l., l'opzione per il consolidato fiscale dura un esercizio sociale ed è irrevocabile, e che tale opzione possa successivamente essere rinnovata (per successivi periodi triennali). L'accordo è soggetto ad automatica risoluzione al venir meno del controllo di Fullsix S.p.A. su Fulldigi S.r.l.;

- 5) in data 9 settembre 2013 Fullsix S.p.A. e Fullplan S.r.l. hanno stipulato un accordo che prevede, al fine di accedere da parte di entrambe le società all'istituto del "consolidato fiscale nazione" di cui agli artt. 117-129 del D.p.R. 917/1986, l'esercizio e la prescritta comunicazione all'autorità tributaria della opzione per il menzionato consolidato da parte di entrambe le società. L'accordo disciplina i reciproci obblighi di comunicazione tra le società, prevede impegni a porre in essere determinati adempimenti prescritti dalla vigente disciplina tributaria e regola alcuni aspetti delle imputazioni a ciascuna delle società stipulanti dei previsti effetti derivanti dall'applicazione del regime del consolidato fiscale.

L'accordo prevede che, nel permanere del controllo di Fullsix S.p.A. su Fullplan S.r.l., l'opzione per il consolidato fiscale dura tre esercizi sociali ed è irrevocabile, e che tale opzione possa successivamente essere rinnovata. L'accordo è soggetto ad automatica risoluzione al venir meno del controllo di Fullsix S.p.A. su Fullplan S.r.l.;

- 6) Fullsix e Fullplan (DMC) sono parti di un accordo stipulato in data 12 luglio 2012 volto a disciplinare alcuni aspetti dei rapporti economici dedotti da DMC in contenzioso avverso la Alitalia in A.S. nonché verso diversi Ministeri Italiani, come risultanti ad esito delle varie procedure giudiziarie intraprese o, comunque, a chiusura della menzionata Procedura di Amministrazione Straordinaria.

Nell'ambito di tale accordo, in riferimento alla insinuazione al passivo della procedura di Amministrazione Straordinaria di Alitalia, sono previsti tra le parti i seguenti pagamenti:

- nel caso in cui le somme spettanti a Fullplan venissero determinate in misura inferiore (o risultassero inferiori) a euro 537 migliaia, Fullsix dovrà corrispondere a Fullplan la differenza fino a concorrenza di euro 537 migliaia;
- nel caso in cui le somme spettanti a Fullplan venissero determinate (o risultassero) superiori a euro 537 migliaia, Fullplan dovrà corrispondere a Fullsix l'eccedenza rispetto alla soglia di euro 537 migliaia.

In riferimento invece alla class action cui ha aderito Fullplan, attualmente oggetto di ricorsi presso istanze giudiziarie sovranazionali, volta ad ottenere dallo Stato italiano il risarcimento dei danni patiti in conseguenza della ammissione di Alitalia all'Amministrazione Straordinaria (e, pertanto, in ragione della denegata continuità aziendale con CAI-Alitalia), sono previsti tra le parti i seguenti pagamenti:

- nel caso in cui le somme liquidate in favore di Fullplan da qualsiasi organo giudiziario venissero determinate in misura inferiore (o risultassero inferiori) a euro 527 migliaia, Fullsix dovrà corrispondere a Fullplan la differenza, fino a concorrenza di euro 527 migliaia;
- nel caso in cui le somme liquidate in favore di Fullplan da qualsiasi organo giudiziario venissero determinate in misura superiore (o risultassero superiori) a euro 527 migliaia, Fullplan dovrà corrispondere a Fullsix l'eccedenza rispetto alla soglia di euro 527 migliaia.



2.4 Documenti a disposizione del pubblico.

2.4.1 Luoghi in cui la documentazione può essere consultata

Il presente documento informativo è stato messo a disposizione del pubblico presso la sede legale di FullSix S.p.A., in Viale del Ghisallo 20, 20151, Milano, sul sito internet della società (<http://www.fullsix.it/investor-relations/>) nonché sul sito internet di Borsa Italiana S.p.A. (www.borsaitaliana.it).

3. Effetti significativi dell'operazione

3.1 Effetti significativi dell'operazione sui fattori chiave che influenzano e caratterizzano

L'operazione di conferimento delle partecipazioni in FullDigi e FullPlan non comporta effetti significativi sui fattori chiave che influenzano e caratterizzano l'attività di FullSix, né sulla tipologia di *business* svolto dall'Emittente medesimo, in quanto le attività delle società conferite rimarranno nell'ambito del Gruppo FullSix attraverso l'acquisizione della partecipazione di controllo nella società Softec. Pertanto, non viene modificata l'attività di FullSix per effetto dell'operazione di conferimento.

3.2 Implicazioni dell'operazione sulle linee strategiche afferenti i rapporti commerciali, finanziari e di prestazioni accentrate di servizi tra le imprese del Gruppo FullSix

Anche alla luce di quanto descritto al precedente paragrafo 3.1, l'operazione di conferimento non determina alcuna implicazione sulle linee strategiche afferenti i rapporti commerciali, finanziari e di prestazioni accentrate di servizi fra le imprese del Gruppo facenti capo all'Emittente, in quanto l'attuale prestazione di servizi centrali quali Amministrazione, Finanza e Controllo, Consulenza Societaria e Legale, Amministrazione del Personale, Acquisti e Servizi Generali, verranno mantenuti ed estesi anche alla società Softec.



4. Dati economici, patrimoniali e finanziari relativi alle attività conferite

4.1 Dati economici, patrimoniali e finanziari relativi a FullDigi e FullPlan

Nelle tabelle che seguono vengono evidenziati i prospetti economici, patrimoniali e finanziari pro-forma di FullDigi e FullPlan alla data del 30 giugno 2015.

Stato Patrimoniale

FULLDIGI	
(euro)	30/06/2015
ATTIVITA'	
Altre attività immateriali	3.723.818
Attività immateriali	3.723.818
Attività materiali	
Totale attività non correnti	3.723.818
Lavori in corso su ordinazione	441.463
Crediti commerciali	
Crediti vs Controllante	224.531
Altri crediti	
Ratei e risconti attivi	4.201
Disponibilità liquide	100.000
Totale attività correnti	770.195
TOTALE ATTIVITA'	4.494.014
PATRIMONIO NETTO	
	30/06/2015
Capitale	1.500.000
Altre riserve	2.080.000
Utili (perdite) a nuovo	
Utile (perdita) dell'esercizio	(310)
TOTALE PATRIMONIO NETTO	3.579.690
PASSIVITA'	
Benefici ai dipendenti	321.269
Totale passività non correnti	321.269
Fondi per rischi ed oneri	
Debiti commerciali a breve termine	
Debiti vs controllante	310
Altre passività correnti	326.912
Debiti vs banche	
Ratei e risconti passivi	265.833
Totale passività correnti	593.055
TOTALE PASSIVITA'	914.323
TOTALE PASSIVITA' E PATRIMONIO NETTO	4.494.014

**FULLPLAN**

(euro)	30/06/2015
ATTIVITA'	
Altre attività immateriali	
Attività immateriali	0
Attività materiali	2.959
Totale attività non correnti	2.959
Lavori in corso su ordinazione	70.773
Crediti commerciali	944.893
Crediti vs Controllante	705.493
Crediti tributari	11.116
Ratei e risconti attivi	21.607
Disponibilità liquide	52
Totale attività correnti	1.753.934
TOTALE ATTIVITA'	1.756.893
PATRIMONIO NETTO	
30/06/2015	
Capitale	57.213
Riserva legale	46.065
Altre riserve	811.212
Utili (perdite) a nuovo	225.763
Utile (perdita) dell'esercizio	18.907
TOTALE PATRIMONIO NETTO	1.159.160
PASSIVITA'	
Benefici ai dipendenti	36.039
Totale passività non correnti	36.039
Fondi per rischi ed oneri	
Debiti commerciali a breve termine	274.124
Debiti vs controllante	138.500
Debiti tributari	30.704
Debiti vs istituti di previdenza e di sicurezza sociale	13.750
Altre passività correnti	75.538
Debiti vs banche	518
Ratei e risconti passivi	28.560
Totale passività correnti	561.695
TOTALE PASSIVITA'	597.734
TOTALE PASSIVITA' E PATRIMONIO NETTO	1.756.893



Conto Economico

FULLDIGI	
(euro)	30/06/2015
Ricavi netti	
Totale Ricavi netti	-
Costo del lavoro	
Costo dei servizi	
Ammortamenti	
Proventi (oneri) non ricorrenti netti	
Oneri di ristrutturazione del personale	
Altri costi operativi netti	(310)
Accantonamenti e svalutazioni	
Risultato operativo	(310)
Proventi finanziari	
Oneri finanziari	
Proventi straordinari	
Oneri straordinari	
Risultato ante imposte	(310)
Imposte	
Risultato netto del periodo	(310)

FULLPLAN	
(euro)	30/06/2015
Ricavi netti	657.722
Totale Ricavi netti	657.722
Costo del lavoro	(283.789)
Costo dei servizi	(371.212)
Ammortamenti	(951)
Proventi (oneri) non ricorrenti netti	
Oneri di ristrutturazione del personale	
Altri costi operativi netti	(1.962)
Accantonamenti e svalutazioni	
Risultato operativo	(193)
Proventi finanziari	3.093
Oneri finanziari	
Proventi straordinari	25.433
Oneri straordinari	(336)
Risultato ante imposte	27.997
Imposte	(9.090)
Risultato netto del periodo	18.907



Posizione finanziaria netta

FULLDIGI

30/06/2015	di cui parti correlate	(euro)	31/12/2014	di cui parti correlate	variazione
			n.a.		
100.000		Disponibilità liquide			100
-		Depositi bancari a breve termine a scadenza fissa			-
		Crediti finanziari verso controllante per cashpooling			-
		Debiti verso banche per anticipo fatture			-
		Debiti finanziari verso terzi a breve termine			-
100.000	-	Posizione finanziaria netta a breve termine	-	-	100
-		Depositi bancari vincolati	-		-
		Depositi cauzionali a medio-lungo termine			-
		Debiti finanziari verso terzi a medio-lungo termine			-
-	-	Posizione finanziaria netta a medio-lungo termine	-	-	-
100.000	-	Posizione finanziaria netta		-	100

FULLPLAN

30/06/2015	di cui parti correlate	(migliaia di euro)	31/12/2014	di cui parti correlate	variazione
52		Disponibilità liquide	52		100
-		Depositi bancari a breve termine a scadenza fissa			-
700.279		Crediti finanziari verso controllante per cashpooling	1.004.280		-
(518)		Debiti verso banche	(498)		-
		Debiti finanziari verso terzi a breve termine			-
699.813	-	Posizione finanziaria netta a breve termine	1.003.834	-	100
-		Depositi bancari vincolati	-		-
		Depositi cauzionali a medio-lungo termine			-
		Debiti finanziari verso terzi a medio-lungo termine			-
-	-	Posizione finanziaria netta a medio-lungo termine	-	-	-
699.813	-	Posizione finanziaria netta	1.003.834	-	100



5. Dati economici, patrimoniali e finanziari pro-forma dell'emittente

Il presente Documento non contiene l'esposizione dei prospetti di stato patrimoniale e conto economico pro-forma dell'Emittente in quanto i dati economici, patrimoniali e finanziari delle attività conferite erano già inclusi nel Bilancio consolidato del Gruppo FullSix al 31 dicembre 2014 e riportati nel Bilancio consolidato del Gruppo FullSix al 30 giugno 2015.



6. Prospettive dell'emittente e del gruppo ad esso facente capo

6.1 Andamento del Gruppo FullSix nel primo semestre dell'esercizio 2015

Il primo semestre dell'esercizio 2015 ha registrato un risultato netto di competenza del gruppo negativo e pari ad euro 207 migliaia dopo aver effettuato ammortamenti ed accantonamenti per euro 276 migliaia e aver speso oneri straordinari per euro 294 migliaia. I risultati economici del primo semestre 2015 sono i seguenti:

- ricavi netti in aumento del 43% (euro 3.393 migliaia in valore assoluto) rispetto al primo semestre dell'esercizio 2014, risultato della gestione ordinaria positivo pari ad euro 365 migliaia (3,2% in rapporto ai ricavi netti);
- EBITDA positivo per euro 553 migliaia (4,9%); EBIT positivo per euro 277 migliaia (2,5%); risultato netto di competenza del gruppo negativo per euro 207 migliaia (-1,8%).

Si segnala un miglioramento sostanziale della gestione caratteristica rispetto al I° semestre 2014 testimoniata dal posizionamento in territorio positivo di tutti gli indicatori economici ad eccezione della redditività netta che è stata compromessa dalla svalutazione dell'avviamento nella controllata brasiliana per euro 294 migliaia. Nella valutazione dei risultati economici non si può tuttavia non tener conto che la congiuntura del primo semestre 2015 è risultata ancora debole, sia nel comparto degli investimenti pubblicitari e delle applicazioni per il marketing digitale, sia nel comparto del *testing* per la telefonia cellulare, in Italia come in Brasile.

Sotto il profilo patrimoniale si evidenzia che la posizione finanziaria netta consolidata al 30 giugno 2015 è negativa e pari ad euro 1.626 migliaia, in miglioramento per euro 1.350 migliaia rispetto al 31 dicembre 2014 quando registrava un valore negativo pari ad euro 2.976 migliaia. Si segnala inoltre una decisa contrazione del capitale circolante netto che passa da euro 2.976 migliaia del 31 dicembre 2014 ad euro 2.138 migliaia al 30 giugno 2015.

6.2 Evoluzione prevedibile della gestione del Gruppo FullSix

I risultati della gestione caratteristica del Gruppo FullSix nel primo semestre 2015 sono incoraggianti soprattutto alla luce del difficile quadro congiunturale che non mostra ancora una significativa ripresa degli investimenti da parte dei clienti del gruppo negli ambiti caratteristici in cui opera. Pur nel contesto economico delineato, il management rimane concentrato nel raggiungimento dell'obiettivo dell'economicità della gestione per l'intero esercizio 2015. Le linee strategiche che si intendono perseguire sono, da un lato volte ad aumentare il perimetro dei ricavi attraverso operazioni straordinarie nell'ambito di procedure concorsuali di aziende concorrenti in difficoltà, dall'altro a procedere nel perseguimento degli obiettivi economici e finanziari previsti dal budget 2015 approvato dal consiglio di amministrazione il 28 gennaio 2015.

Per quanto concerne la situazione finanziaria essa risulta senza particolari tensioni.



Allegati

Perizie e relazioni a supporto dell'operazione

- Relazione Mazars S.p.A. su procedure di verifica concordate
- Perizia di stima redatta ai sensi dell'art. 2343-ter, c.2, lett. b) del codice civile concernente la valutazione della partecipazione detenuta da FullSix S.p.A. in FullDigi S.r.l. oggetto di conferimento a Softec S.p.A.
- Perizia di stima redatta ai sensi dell'art. 2343-ter, c.2, lett. b) del codice civile concernente la valutazione della partecipazione detenuta da FullSix S.p.A. in FullPlan S.r.l. oggetto di conferimento a Softec S.p.A.
- Relazione di Revisione contabile limitata sul bilancio consolidato semestrale abbreviato del Gruppo FullSix al 30 giugno 2015

Spettabile
 Fullsix.S.p.A.
 Viale del Ghisallo 20
 20151 Milano (MI)
 c.a. Dott. Sisti

GRO/CCT/ggn

Oggetto: relazione sulle procedure concordate

1. Finalità e natura dell'incarico

Abbiamo svolto le procedure da Voi richieste sulla situazione contabile intermedia al 30.06.2015 di Fullplan S.r.l. e Fulldigi S.r.l. Tali procedure sono state da Voi richieste nell'ambito dell'operazione di conferimento di Fullplan S.r.l. e Fulldigi S.r.l. nella società Softec S.p.A..

Il nostro lavoro è stato svolto secondo i criteri dell'*International Standard on Related Services (ISRS) 4400 "Engagements to Perform Agreed-Upon Procedures Regarding Financial Information"* emanato dall'*International Auditing and Assurance Standard Board ("IAASB")*.

2. Descrizione dei risultati delle procedure svolte

Di seguito le nostre risultanze suddivise per società e successivamente per attività.

I saldi, ove non esplicitamente evidenziato sono riportati in migliaia di euro (K€).

Il bilancio d'esercizio al 31.12.2014 e le situazioni contabili al 30.06.2015 oggetto delle procedure concordate sono riassunte come di seguito:

FULLPLAN SRL

DESCRIZIONE	30.06.2015	31.12.2014
Immobilizzazioni	3	4
Lavori in Corso	71	50
Crediti commerciali	945	1.192
Crediti Intercompany *	705	1.105
Altre attività	33	34
Totale Attivo	1.757	2.385
Patrimonio netto	1.168	1.360
TFR	36	34
Debiti verso Banche	1	1
Debiti commerciali	274	561
Debiti Intercompany *	139	327
Altre passività	139	102
Totale Passivo e Netto	1.757	2.385

* = non oggetto di verifica

MAZARS SPA

SEDE LEGALE: VIALE ABRUZZI, 94 - 20131 MILANO
 TEL: +39 02 58 20 10 - FAX: +39 02 58 20 14 03 - www.mazars.it
 SPA - CAPITALE SOCIALE € 1.000.000,00 I.V.
 REG. IMP. MILANO E COD. FISC. / P. IVA N. 03099110177 - REA DI MILANO 2027292
 ISCRITTA AL REGISTRO DEI REVISORI LEGALI AL N. 41306 CON D.M. DEL 12/04/1995 G.U. N.31BIS DEL 21/04/1995
 UFFICI IN ITALIA: BARI - BOLOGNA - BRESCIA - FIRENZE - GENOVA - MILANO - NAPOLI - PADOVA - PALERMO - ROMA - TORINO - TRIESTE

FULLDIGI SRL

Descrizione	30.06.2015	31.12.2014
Immobilizzazioni	3.724	N/A
Lavori in Corso	441	
Crediti Intercompany *	225	
Altre attività	4	
Liquidità ed Assegni	100	
Totale Attivo	4.494	
Patrimonio netto	3.580	
TFR	321	
Altri passività	593	
Totale Passivo e Netto	4.494	

* = non oggetto di verifica

2.1 Fullplan S.r.l.
Nota A) immobilizzazioni

- Verifica delle variazioni significative;
- Verifica di eventuali plusvalenze/minusvalenze da cessione;

Al 30.06.2015 le immobilizzazioni materiali sono pari a 4 K€, composti da macchine elettroniche per 3 K€ e da attrezzature per un 1 K€. La variazione di periodo attiene all'ammortamento per 1 K€.

Nota B) crediti/magazzino

- Analisi dei crediti in essere al 30.06.2015;

Nella tabella seguente i crediti verso terzi sono suddivisi per fasce di scaduto:

31.12.2014

	Saldo	A Scadere	Scaduto		
			0 - 90	91 - 365	Oltre 1y
Crediti commerciali	1.656	388	1	-	1.267
Incidenza %		23%	0%	0%	77%
Crediti commerciali (esclusa Alitalia)	447	388	1	-	58
Incidenza %		87%	0%	0%	13%
Fondo Svalutazione Crediti	- 671				

30.06.2015

	Saldo	A Scadere	Scaduto		
			0 - 90	91 - 365	Oltre 1y
Crediti commerciali	1.601	212	123	4	1.263
Incidenza %		13%	8%	0%	79%
Crediti commerciali (esclusa Alitalia)	392	212	123	4	54
Incidenza %		54%	31%	1%	14%
Fondo Svalutazione Crediti	- 668				
Variazione Fondo Svalutazione Crediti	3				

I crediti commerciali in essere al 31.12.2014, escluso il credito verso Alitalia, risultano incassati al 30.06.2015, per un importo pari a 386 K€, ossia per l' 85% del saldo complessivo.

- Evoluzione degli stanziamenti per fatture da emettere al 31.12.2014 nel primo semestre 2015;

Gli stanziamenti per fatture da emettere al 31.12.2014 sono relativi, per 167 K€, a commesse ultimate ma non ancora fatturate e, per 40K€, a ricavi per diritti di negoziazione. L'evoluzione degli stanziamenti è di seguito riportata:

<i>Evoluzione al 30.06.2015</i>	<i>Valore</i>	<i>%</i>
<i>Per commesse</i>		
Fatturati stanziamenti 2014	167	100%
Non fatturati 2014	0	0%
<i>Per diritti di negoziazione</i>		
Fatturati stanziamenti 2014	40	100%
Sottostima 2014 FDE da DN	25	63%
<i>di cui ancora da fatturare</i>	2	5%

Gli stanziamenti sopraesposti sono stati, nel primo semestre 2015, incassati per 170 K€ (82%), compensati con posizioni a debito per 35 K€ (17%).

- Evoluzioni nel primo semestre 2015 degli stanziamenti commesse in corso al 31.12.2014.

I lavori in corso al 31.12.2014 sono composti da stati avanzamento per commesse in corso per 23 K€ ed oneri pre-operativi per 27 K€.

Di seguito si riporta lo status delle commesse in essere al 31.12.2014 e l'aggiornamento delle stesse al 30.06.2015:

31/12/2014					
<i>Status Commesse</i>	<i>n.</i>	<i>Media % avanzamento</i>	<i>Media % Fatturata</i>	<i>WIP</i>	<i>Risconti passivi</i>
Produzione in corso	36	89%	72%	23	-13
Produzione completata	6	100%	87%		
	42			23	-13

30/06/2015					
<i>Status Commesse</i>	<i>n.</i>	<i>Media % avanzamento</i>	<i>Media % Fatturata</i>	<i>WIP</i>	<i>Risconti passivi</i>
Produzione in corso	4	79%	72%	27	-2
Produzione completata	38	100%	99,5%		-1
	42			27	-3

Per quanto concerne gli oneri pre-operativi al 31.12.2014, gli stessi al 30.06.2015 sono i seguenti:

<i>Status Oneri</i>	<i>31/12/2014</i>		<i>30/06/2015</i>		<i>Media % avanzamento</i>	<i>Media % Fatturata</i>
	<i>n.</i>	<i>Oneri Preoperativi</i>	<i>n.</i>	<i>Oneri Preoperativi</i>		
Ante Offerta		-				
Offerta in corso	5	12	4	-		
Offerta non conseguita			-	-		
Produzione in corso	8	15	3	2	67%	55%
Produzione completata			6		100%	100%
	13	27	13	2		

Abbiamo selezionato due commesse in produzione al 31.12.2014 ed, attraverso l'analisi dell'opportuna documentazione, abbiamo verificato il corretto completamento delle stesse nel primo semestre 2015.

Nota C) debiti commerciali

- Analisi dell'ageing dei fornitori;

Nella tabella seguente i debiti commerciali sono suddivisi per fasce di scaduto:

31.12.2014

	<i>Saldo</i>	<i>A Scadere</i>	<i>Scaduto</i>		
			<i>0 - 90</i>	<i>91 - 365</i>	<i>Oltre 1y</i>
Debiti commerciali	511	315	29	3	163
Incidenza %		62%	6%	1%	32%

30.06.2015

	<i>Saldo</i>	<i>A Scadere</i>	<i>Scaduto</i>		
			<i>0 - 90</i>	<i>91 - 365</i>	<i>Oltre 1y</i>
Debiti commerciali	268	43	50	9	166
Incidenza %		16%	19%	3%	62%

In considerazione del loro valore, si riporta l'elenco dei fornitori con scaduto maggiore di un anno:

<i>Nominativo</i>	<i>> 365</i>
Comprabanner Srl	11
Seat Pagine Gialle Spa	2
Google Ireland Limited	83
Overture Services Limited	4
Expedia Travel	23
Sempo Inc	4
Yahoo! Search Marketing	5
Skyscanner Limited	10
Kayak Software Corporation	18
Ability Top Translations	3
Webcertain Group Ltd	3
Totale	166

- Evoluzione degli stanziamenti dal 31.12.2014 per fatture da ricevere
Le fatture da ricevere, pari a 50K€ al 31.12.2014, sono tutte pervenute al 30.06.2015.

Nota D) altre attività ed altre passività

- Analisi evoluzione e natura altri crediti/debiti in essere al 31.12.2014

Sulla base delle situazioni contabili riportate nel paragrafo 2, il dettaglio delle altre attività risulta essere il seguente:

<i>Descrizione</i>	<i>31.12.2014</i>	<i>D</i>	<i>A</i>	<i>30.06.15</i>
Crediti Tributari	8	3		11
Ratei e Risconti Attivi	26	4	9	22
Totale	34			33

Come indicato in tabella, non si rilevano evoluzioni significative nelle altre attività.

Per quanto concerne le altre passività, il dettaglio è il seguente:

<i>Descrizione</i>	<i>31.12.2014</i>	<i>D</i>	<i>A</i>	<i>30.06.15</i>
Debiti verso dipendenti	55	196	200	59
Ratei e Risconti Passivi	13	13	28	28
Debiti Tributari	19	169	172	22
Debiti verso istituti previdenziali	15	57	56	14
Debiti Diversi	0	19	32	13
Debiti verso amministratori	0	0	3	3
Totale	102			139

I debiti verso dipendenti sono composti dai valori relativi agli stipendi, alle ferie, ROL, 13^a e 14^a mensilità nonché ai relativi contributi. Gli stipendi 2014 sono stati pagati nel gennaio 2015.

Per i dettagli dei ratei e risconti, si rimanda alle tabelle della nota B) del presente documento.

I debiti tributari e verso gli istituti previdenziali 2014 sono stati pagati nel 2015.

Nota E) Riconciliazioni bancarie

- Verifica delle riconciliazioni bancarie.

Sono state verificate le riconciliazioni bancarie al 30.06.2015 senza rilevare eccezioni.

Nota F) Trattamento di fine rapporto

- Verifica della corrispondenza tra il tabulato TFR e la situazione contabile.

Dal confronto tra il tabulato TFR e le risultanze contabili al 30.06.2015, non sono risultate anomalie significative.

2.2 Fulldigi S.r.l.

La società è costituita in data 16.06.2015 per un capitale sociale di 100K€. La situazione contabile sopra esposta accoglie i valori al 30.06.2015 oggetto di conferimento da parte di Fullsix S.p.A., nonché il valore dell'avviamento del ramo d'azienda risultante dall'operazione straordinaria. Nell'ambito delle nostre verifiche sull'evoluzione dei dati contabili oggetto di conferimento, sono stati presi come riferimento i dati contabili al 31.12.2014 inclusi nel bilancio d'esercizio di Fullsix S.p.A.

Nota G) immobilizzazioni

- Verifica delle variazioni significative;
- Verifica di eventuali plusvalenze/minusvalenze da cessione;
- Natura delle immobilizzazioni immateriali: valutazione, ammortamento, titolo di proprietà dei costi capitalizzati (ricerca e sviluppo, altro) e verifica correttezza dei requisiti di capitalizzazione.

Di seguito si riportano i valori contabili relativi alle immobilizzazioni immateriali che, ad eccezione dell'avviamento, sono stati oggetto di conferimento in Fulldigi S.r.l.:

ORIGINE	Descrizione	Costo storico	F. Amm	VNC 2014	Incremento		VNC 06.2015
					Costo storico 06.15	Ammortamento 06.2015	
2011	Gamification Platform	334	289	45	2	19	28
2013	Fullcontrol	49	28	21		8	13
2013	Fullwall	23	15	8		3	5
2014	Orchestra Platform	208	69	139	113	54	198
2015	Avviamento conferimento ramo da Fullsix	-	-	-	3.480	-	3.480
		614	401	213	3.595	84	3.724

Trattasi di costi capitalizzati per la produzione di piattaforme di marketing e comunicazione da offrire ai propri clienti. Nei primi sei mesi del 2015 gli incrementi sono di seguito riportati:

<i>Incrementi 06.2015</i>	<i>Valore</i>	<i>Incidenza %</i>
GAMIFICATION PLATFORM	2	
Costi del personale con rilevazione timesheet	2	100%
ORCHESTRA PLATFORM	113	
Costi del personale con rilevazione timesheet	72	64%
Fatture collaboratore poi divenuto dipendente a giugno	41	36%

Gli ammortamenti invece sono calcolati con un'aliquota annua del 33% sulla base degli anni di capitalizzazione dei costi.

I valori incrementali del 2015 sono stati sostenuti per le seguenti attività:

- Gestione locations multi access point;
- Reingegnerizzazione dashboard in un 'ottica di semplificazione delle attività di amministrazione della piattaforma;
- Nuove Demo per potenziali clienti (Unicredit Pavillion, Sorelle Ramonda, Rai Pubblicità, Wind);
- Integrazione login con indirizzo e-mail (senza social network);
- Nuovi Integrazioni WiFi controllers (Aero Hive; Aruba Networks ; Dell).

Il metodo di calcolo dei costi interni è avvenuto attraverso la moltiplicazione del tempo indicato nel sistema rilevazione ore della società ("Timesheet") con un valore orario, chiamato "Rate Card", che è costruito dalla società adottando una logica "Full cost method".

Nota H) crediti/magazzino

- Analisi dei crediti in essere al 30.06.2015;

Non applicabile in quanto non vi sono crediti commerciali al 30.06.2015.

- Evoluzione degli stanziamenti per fatture da emettere al 31.12.2014 nel primo semestre 2015;

Non risultano stanziamenti a fatture da emettere al 30.06.2015.

- Evoluzioni stanziamenti dal 31.12.2014 commesse lavori in corso

I lavori in corso al 31.12.2014 sono composti da stati avanzamento per commesse in corso per 205K€ ed oneri pre-operativi per 307K€ e.

Di seguito si riporta lo status delle commesse in essere al 31.12.2014 e l'aggiornamento delle stesse al 30.06.2015:

31/12/2014					
	<i>n.</i>	<i>Media % avanzamento</i>	<i>Media % Fatturata</i>	<i>WIP</i>	<i>Risconti passivi</i>
Offerta in Corso	1	0%	45%		-18
Offerta Non Conseguita	1	100%	100%		
Produzione in Corso	116	66%	84%	205	-374
Produzione Completata	23	100%	93%		
	141			205	-392

30/06/2015					
	<i>n.</i>	<i>Media % avanzamento</i>	<i>Media % Fatturata</i>	<i>WIP</i>	<i>Risconti passivi</i>
Offerta Non Conseguita	1	95%	0%	5	
Produzione in Corso	41	77%	87,1%	112	-117
Produzione Completata	99	100%	98,8%		-5
	141			117	-122

Per quanto concerne gli oneri operativi al 31.12.2014, gli stessi al 30.06.2015 sono i seguenti:

	31/12/2014		30/06/2015			
	<i>n.</i>	<i>Oneri Preoperativi</i>	<i>n.</i>	<i>Oneri Preoperativi</i>	<i>Media % avanzamento</i>	<i>Media % Fatturata</i>
Ante Offerta	87	211	-	-		
Offerta in Corso	1	3	28	34		
Offerta Non Conseguita	1	-	17	4		
Produzione in Corso	43	93	32	62	74%	74%
Produzione Completata	1	-	56	9	100%	98%
	133	307	133	109		

Abbiamo selezionato due commesse in produzione al 31.12.2014 ed, attraverso l'analisi dell'opportuna documentazione, abbiamo verificato il corretto completamento delle stesse nel primo semestre 2015.

Nota I) debiti commerciali

- Analisi dell'ageing dei fornitori;
- Evoluzione degli stanziamenti dal 31.12.2014 per fatture da ricevere

Non applicabile in quanto non vi sono né debiti verso terzi né stanziamenti a fatture da ricevere.

Nota I) altre attività ed altre passività

- Analisi evoluzione e natura altri crediti/debiti in essere al 31.12.2014

Sulla base delle situazioni contabili riportate nel paragrafo 2, il dettaglio delle altre passività risulta essere il seguente:

<i>Descrizione</i>	<i>30.06.15</i>
Ratei e Risconti Passivi	266
Debiti verso dipendenti per retribuzioni	154
Debiti verso dipendenti per 13 ^a ferie e rol	132
Debiti verso dipendenti per contributi su 13 ^a ferie e rol	37
Debiti diversi	4
<i>Totale</i>	<i>593</i>

I risconti passivi sono relativi alle commesse in corso al 30.06.2015 come da report della società, di cui 117K€ attengono a commesse in essere anche al 31.12.2014 (Nota H).

I debiti verso i 47 dipendenti della società sono suddivisi per natura. I debiti per retribuzioni sono stati pagati in data 06.07.2015. I debiti per tredicesime, ferie e rol nonché i relativi contributi corrispondono alle elaborazioni fornite dallo studio paghe della società.

Nota L) Riconciliazioni bancarie

- Verifica delle riconciliazioni bancarie.

Sono state verificate le riconciliazioni bancarie al 30.06.2015 senza che rilevare eccezioni.

Nota M) Trattamento di fine rapporto

- Verifica della corrispondenza tra il tabulato TFR e la situazione contabile.

Dal confronto tra il tabulato TFR e le risultanze contabili, al 30.06.2015, non sono risultate anomalie significative.

3. Le procedure che ci avete chiesto di svolgere non costituiscono una revisione completa o limitata delle situazioni patrimoniali alle date oggetto di verifica, né di singole voci o informazioni in essa contenute; pertanto non esprimiamo nessun giudizio professionale o conclusione sulle stesse.

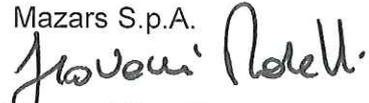
Qualora fossero state svolte altre procedure oltre a quelle da Voi richiesteci o fosse stata svolta una revisione contabile completa o limitata sulle situazioni contabili alla data intermedia del 30.06.2015 in accordo con i principi professionali di riferimento, sarebbero potuti emergere altri aspetti da portare alla Vostra attenzione.

La presente relazione è stata predisposta esclusivamente per le finalità illustrate nel primo paragrafo e non può essere utilizzata per altri fini, o divulgata a terzi, né essere in alcun modo richiamata in altri documenti, in tutto o in parte.

La presente relazione si riferisce alle voci oggetto delle procedure sopra indicate e non si estende alle situazioni contabili intermedie del 30.06.2015 nel suo complesso.

Milano, 23 luglio 2015

Mazars S.p.A.



Giovanni Rovelli

Socio – Revisore legale

PERIZIA DI STIMA

**REDATTA AI SENSI DELL'ART. 2343-ter, c.2, lett. b)
DEL CODICE CIVILE CONCERNENTE LA
VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE DETENUTA
DA FULLSIX SPA IN FULLDIGI SRL OGGETTO DI
CONFERIMENTO A SOFTEC SPA**

Firenze, Settembre 2015

<i>INDICE</i>

PARTE I: INTRODUZIONE ALLA VALUTAZIONE

1.	<i>Premessa</i>	4
	1.1. Oggetto dell'incarico	4
	1.2. Finalità dell'incarico	4
	1.3. Data di riferimento della stima	6
2.	<i>Documentazione utilizzata</i>	6
3.	<i>Notizie sulla società oggetto di conferimento</i>	8
	3.1. Il settore di appartenenza	8
	3.2. Notizie storiche, tipologia dell'attività, oggetto dell'attività e struttura d'impresa	11
	3.2.1. La storia	11
	3.2.2. La tipologia dell'attività	11
	3.2.3. La struttura	12
	3.2.4. Evoluzione della gestione, criticità e prospettive aziendali	13

PARTE II: ASPETTI QUALITATIVI E QUANTITATIVI

4.	<i>Elementi patrimoniali costituenti l'azienda</i>	14
	4.1. Le attività	15
	4.1.1. Le Immobilizzazioni Immateriali	15
	4.1.2. I Lavori in corso su ordinazione	16
	4.1.3. L'attivo circolante	17
	4.2. Le passività	18
	4.2.1. Il fondo di trattamento di fine rapporto	18
	4.2.2. Le passività circolanti	18
	4.3. Altri elementi	19

5.	<i>Scelta e applicazione del metodo di stima</i>	20
5.1.	Breve disamina dei metodi di valutazione di complessi aziendali	21
5.1.1.	Il metodo patrimoniale semplice	21
5.1.2.	Il metodo patrimoniale complesso	21
5.1.3.	I metodi di flusso: finanziario e reddituale	22
5.1.4.	Il metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento	24
5.1.5.	I metodi indiretti: multipli di mercato e transazioni comparabili	25
5.2.	La scelta del metodo di valutazione applicabile al caso di specie	26
5.2.1.	Il metodo principale	26
5.2.2.	Il metodo di controllo	26
6.	<i>Determinazione e calcolo del valore economico aziendale</i>	27
6.1.	Applicazione del metodo finanziario	27
6.1.1.	I dati assunti alla base del calcolo	27
6.1.2.	La formula utilizzata	32
6.1.3.	L'orizzonte temporale	33
6.1.4.	Il tasso di attualizzazione	33
6.2.	Calcolo del valore economico con il metodo finanziario	37
7.	<i>Il metodo di controllo</i>	41
7.1.	Applicazione del metodo di controllo: il metodo reddituale	41
7.1.1.	I dati assunti alla base del calcolo	41
7.1.2.	La formula utilizzata	41
7.1.3.	Il tasso di attualizzazione	41
7.2.	Calcolo del valore economico con il metodo reddituale	42
7.3.	Applicazione del metodo "diretto" dei multipli di mercato	43

PARTE III: CONCLUSIONI

8.	Conclusioni	46
	Allegati	48

PARTE I°
INTRODUZIONE ALLA VALUTAZIONE

1 – PREMESSA

1.1. Oggetto dell'incarico

In data 24 agosto 2015, il Sig. Maurizio Bottaini, nato a Urzano (PT) il 06.06.1958, codice fiscale BTTMRZ58H06F882M, in qualità di Presidente del Consiglio di Amministrazione di Softec spa, con sede in Firenze, Viale Gramsci 7, codice fiscale e numero di iscrizione del Registro delle Imprese di Firenze 01309040473, registro economico amministrativo n. 521682, ed il sig. Marco Benatti, nato a Verona (VR) il 29.07.1953, codice fiscale BNTMRC53L29L781Y, in qualità di Presidente del Consiglio di Amministrazione di Fullsix spa, con sede in Milano, Viale del Ghisallo 20, codice fiscale e numero di iscrizione del Registro delle Imprese di Milano 09092330159, registro economico amministrativo n. 1272735,

hanno conferito allo scrivente, Dr. Andrea Sfarra, nato a Firenze il 1 maggio 1981, codice fiscale SFRNDR81E01D612L, con studio professionale in Firenze, Viale G. Milton 53, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Firenze al n. 1932/A e al Registro dei Revisori Legali al n.157.696, l'incarico di redigere la relazione di stima prevista dall'art. 2343-ter, comma 2 lett. b) del codice civile, per la valutazione della partecipazione detenuta da parte di Fullsix Spa in Fulldigi Srl (C.F. 09122720965), al fine di effettuare il conferimento della medesima in Softec Spa.

1.2. Finalità dell'incarico

La presente relazione ha quindi lo scopo di individuare, descrivere e valutare il complesso organizzato di beni e di rapporti costituente l'azienda Fulldigi Srl, integralmente partecipata da Fullsix Spa. La stima in oggetto è dunque finalizzata all'operazione di conferimento di detta partecipazione dalla società conferente Fullsix Spa alla società conferitaria Softec Spa.

In conformità a quanto disposto dal Codice Civile, in materia di stima di conferimenti di beni in natura o crediti, la relazione giurata di stima deve

contenere la descrizione dei beni o dei crediti conferiti, l'indicazione dei criteri di valutazione adottati e l'attestazione che il loro valore sia almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione dell'aumento del capitale sociale della società conferitaria e dell'eventuale sovrapprezzo. In considerazione degli scopi che la richiamata disposizione di legge intende perseguire, ossia evitare che, attraverso una sopravvalutazione dei beni in natura conferiti, il patrimonio della società conferitaria ne risulti in qualche modo alterato, la presente stima ha come obiettivo l'individuazione del valore economico della partecipazione detenuta da Fullsix Spa in Fulldigi Srl, ovvero il riconoscimento del valore dell'azienda Fulldigi Srl, partecipata al 100% da Fullsix Spa.

Al riguardo, risulta opportuno sottolineare che per valore economico (o valore teorico) si intende quel valore che, in normali condizioni di mercato, può essere considerato congruo per il capitale economico di un'azienda o di un ramo di essa, valore che può essere negoziato fra un compratore ed un venditore in condizioni di assoluta libertà di agire ed in possesso di un ragionevole grado di conoscenza delle condizioni di mercato e dei fatti rilevanti connessi all'oggetto della negoziazione. Detto valore rappresenta quindi una stima, sostanzialmente razionale e dimostrabile, connessa all'interpretazione professionale di una realtà complessa. Il valore economico si discosta dal valore soggettivo in funzione delle prospettive dell'utilità per una delle parti, mentre la nozione di prezzo si differenzia da quella di valore soggettivo (e quindi di valore economico), in considerazione dei fenomeni contingenti, in relazione alla domanda ed all'offerta, nonché alle motivazioni delle controparti ed alla forza negoziale delle stesse. Nel caso di specie la stima del valore economico della partecipazione è finalizzata ad una rappresentazione prudentiale del valore dei beni oggetto di conferimento e, di conseguenza, del valore di apporto, così che anche l'aumento del capitale sociale, più l'eventuale sovrapprezzo, della società conferitaria potrà essere perfezionato per valori che riflettono la "cautela" insita nel criterio di stima adottato.

L'esperto estimatore ha tenuto anche in debito conto nell'espletamento dell'incarico che:

- la conferente, a fronte di conferimento della partecipazione aziendale, riceverà azioni della conferitaria scaturenti da apposito aumento di capitale sociale;

-il conferimento della partecipazione aziendale avverrà in regime di neutralità fiscale, così come espressamente previsto dall'art. 176 del DPR n.917 del 22 dicembre 1986 (Testo Unico delle Imposte sui Redditi), optando la conferitaria per il mantenimento dei valori registrati nella contabilità della conferente.

In qualità di esperto estimatore, si procede quindi di seguito alla descrizione del bene oggetto di conferimento, all'indicazione del valore ad esso attribuito e ai criteri di valutazione adottati, nonché all'attestazione che tale valore è almeno pari a quello attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo.

1.3. Data di riferimento della stima

Al fine della determinazione del valore della partecipazione oggetto di conferimento, l'esperto stimatore si è riferito alla data del **30.06.2015** e, pertanto, a tale data il valore qui stimato va riferito.

2 – DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

A seguito dell'incarico peritale affidatomi, per valutare l'azienda in oggetto, sono stati esaminati dati ed informazioni ricevute da Fulldigi Srl, per il tramite del direttore finanziario, Dott. Lorenzo Sisti, oltre che la seguente documentazione:

- lo statuto di Fullsix Spa;
- lo statuto di Fulldigi Srl;
- lo statuto di Softec Spa;
- i bilanci di esercizio al 31.12.2013 ed al 31.12.2014 di Fullsix Spa;
- la situazione economica di verifica 01.01.2015- 30.06.2015 del ramo di Fullsix Spa conferito in Fulldigit Srl;
- la situazione patrimoniale di verifica al 30.06.2015 di Fulldigit Srl;
- il budget 2015 di Fulldigi Srl predisposto da Fullsix Spa;
- il piano economico-finanziario 2016-2017 di Fulldigi Srl predisposto dalla società;

- gli stati patrimoniali ed i rendiconti finanziari prospettici 2015-2017 di Fulldigi Srl predisposti dalla società;
- l'elenco dei dipendenti di Fulldigi Srl;
- l'elenco dei contratti attivi in essere;
- il contratto di fornitura di servizi stipulato tra Fullsix Spa e Fulldigi Srl in data 24.06.2015.

Si precisa come tutto il materiale raccolto, utilizzato e menzionato, è archiviato nel fascicolo che il perito ha predisposto in ordine al presente elaborato.

Lo scrivente ha esaminato la documentazione sopra indicata ed ha riscontrato che non sono emersi elementi di criticità tali da destituire di fondatezza il sistema amministrativo-contabile, nonché l'affidabilità dello stesso a rappresentare in modo corretto i fatti di gestione.

Si è inoltre tenuto conto della attendibilità:

- del sistema informativo;
- delle notizie fornite dalla società.

A maggior conforto della stima che si va a redigere, la società ha dichiarato che dalla data del 30/06/2015, non sono intervenuti fatti o eventi negativi tali da incidere sulla determinazione del valore stimato.

Il lavoro svolto e le conclusioni raggiunte devono essere interpretate alla luce delle seguenti ipotesi e limitazioni:

- l'azienda oggetto del conferimento delle partecipazioni, è stata valutata in condizioni di autonomia (*stand alone*) ed in ipotesi di continuità aziendale (*going concern*), senza sostanziali mutamenti di direzione e di gestione;
- la valutazione è effettuata alla luce di elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e sulla base delle informazioni economiche e di mercato disponibili alla data di predisposizione della relazione di stima. Non si tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi esterni di natura straordinaria o non prevedibile;
- tutte le informazioni necessarie per lo svolgimento dell'incarico, soprattutto i dati prospettici e previsionali della componente economica, patrimoniale e finanziaria, sono stati forniti direttamente dalla Direzione Finanziaria di Fulldigi Srl a cui si rimanda per la veridicità, accuratezza

e completezza delle stesse, comportando la presente attività unicamente un'analisi di ragionevolezza delle suddette informazioni;

- l'incarico non ha previsto lo svolgimento di alcuna procedura di revisione contabile relativamente alla situazione patrimoniale di conferimento, ai bilanci o ai dati contabili della società Fullsix Spa e Fulldigi Srl;
- la valutazione è stata effettuata esclusivamente ai fini dell'operazione di conferimento sopra descritta, pertanto i risultati esposti non possono essere assunti per finalità diverse da quelle proprie al presente incarico;
- si precisa che eventi attualmente non prevedibili potrebbero avere un impatto anche significativo sulla effettiva performance futura dell'azienda. La società ha confermato che i dati economico-finanziari prospettici utilizzati ai fini della presente stima sono stati predisposti sulla base delle informazioni disponibili ed elaborati secondo previsioni ragionevolmente formulabili alla data di compilazione.

3 – NOTIZIE SULLA SOCIETA' OGGETTO DI CONFERIMENTO

In questo capitolo ed in quello successivo, sono state raccolte tutte le informazioni necessarie, interne ed esterne all'impresa, al fine di individuare e descrivere il complesso organizzato di beni e rapporti costituenti l'azienda.

Vengono classificate in quelle relative all'azienda e al suo assetto giuridico (la storia, l'attività, la struttura) e in quelle tratte dai documenti contabili (dati generali, dati contabili, dati analitici).

Analogamente, per le informazioni sugli aspetti esterni dell'azienda (mercato, concorrenza, condizioni generali, clientela) si espongono i tratti più significativi.

3.1. Il settore di appartenenza

Fulldigi Srl opera nel settore della comunicazione digitale, occupandosi principalmente delle seguenti attività:

- digital strategy;
- creativity, web design & user experience;
- customer relationship marketing;
- software development;

-mobile sites & app.

Si tratta di un business consolidato, sia in termini di processi operativi, che di riconoscimento da parte del mercato.

Il mercato risulta essere in un periodo di stallo, con alcune realtà specifiche e isolate in crescita, diversamente da quanto avviene nel mercato internazionale che presenta trend più confortevoli. Le previsioni sono state riviste al ribasso a causa delle performance del mercato delle telecomunicazioni e dell'elettronica di consumo.

Rimane comunque il bisogno di un consolidamento nei breve-medio periodo di questi nuovi mercati, che a volte, come nel caso dei tablet, mostrano trend negativi a causa di un processo di convergenza tra prodotti e soluzioni.

Secondo uno studio compiuto recentemente dall'Osservatorio Polimi, New Media & New Internet, cresce invece il mercato pubblicitario, infatti, quasi 2 utenti internet su 3 in Italia leggono notizie online ogni giorno. Il sito o l'App dell'editore della testata giornalistica sono la prima fonte di informazione (38%), seguono, a pari merito (23%), i Social Network e i portali generalisti. Su Facebook, il 48% degli iscritti legge tutti i giorni o quasi articoli di giornale e news trovati nei post; su Twitter accade per il 35% degli utenti. Nel mercato complessivo dei Media (Pay e Advertising) che in 7 anni perdono quasi un quinto del valore iniziale, l'unica componente che cresce è quella dei Media abilitati da Internet. Con un incremento di quasi il 10% nel 2015, gli Internet Media arrivano a valere il 15% del mercato Media. Sul mercato pubblicitario il peso di Internet è già molto più rilevante, stimato intorno al 30% alla fine di quest'anno. Alla base della crescita, c'è la spinta delle componenti più innovative, come Social (oltre il +40%), Video Advertising (+15% circa) e ricavi pubblicitari su Smartphone (intorno al +40%). Tuttavia le Media Company tradizionali italiane controllano meno di un quarto del mercato degli Internet Media, quando nel 2008 ne presidiavano quasi la metà.

Per il mercato della pubblicità che ha chiuso il 2014 a 1,94 mld di euro (+11%), è attesa per il 2015 un'ulteriore crescita del 10%, dovuta in particolare:

-alla pubblicità sui social network (+40%) che arriverà a valere il 20% del display Advertising,

-ai ricavi legati ai video advertising che potrebbero crescere di un ulteriore 15%, grazie alla capacità di soddisfare le esigenze di branding e visibilità delle imprese e della possibilità di raggiungere reach incrementali rispetto alla TV a costi contenuti;

-alla raccolta pubblicitaria su smartphone, con una crescita attesa del 40%;

-ai ricavi pubblicitari legati alle App su tablet, che portebbero registrare un tasso di crescita tra il 40% ed il 50%;

-alla compravendita attraverso piattaforme automatizzate di Programmatic Advertising.

Molti dei trend riscontrati a livello di contenuti, piattaforme e device riflettono comunque il comportamento degli utenti su Internet. Gli iscritti ai social network passano dall'82% al 90% degli Internet user: praticamente tutti sono iscritti a Facebook, mentre uno su tre a Twitter e Google+ e oltre il 20% a Instagram e LinkedIn.

Oltre la metà degli iscritti ai Social Network mostra interesse per i contenuti Media. Cresce la platea dei Video Online che passa dall'84% degli Internet user nel 2013 all'89% nel 2014 con una focalizzazione soprattutto nel pomeriggio e la sera dopo cena; la visione di Video brevi online è associata in prima battuta a YouTube (l'83% di chi guarda Video brevi usa questo canale), seguito dai Social Network (47%); gli utenti dichiarano di fruire di Video anche sulle testate editoriali: uno su tre dei navigatori internet guarda contenuti Video tutte le volte che entra in un sito di news e un ulteriore 36% la metà delle volte che vi accede.

Secondo gli esperti, le aziende italiane del settore sono quindi chiamate a cambiare pelle, valorizzando però al meglio gli *assets* fino ad oggi creati,. Tra le dimensioni di innovazione che è possibile mettere in atto si segnalano i nuovi modelli di produzione dei contenuti, come ad esempio la *content curation*, ovvero la capacità di sintetizzare la grande mole di informazioni presenti in rete su un determinato argomento, rendendole così fruibili in modo semplice e immediato dagli utenti; oppure lo sfruttamento di

nuovi canali distributivi per i propri contenuti, tenendo conto del fatto che gli utenti utilizzano sempre di più i social network e i mobile *device* per informarsi. Inoltre occorre sperimentare nuovi modelli di *revenue* che possono anche prevedere servizi premium per gli utenti. L'innovazione può passare anche dalla diversificazione delle aree di business in cui si opera, come l'ingresso in nuove arene quali l'eCommerce e l'Advertising, realizzato spesso attraverso partnership strategiche o operazioni di M&A.

3.2. Notizie storiche, tipologia dell'attività, oggetto dell'attività e struttura d'impresa

3.2.1. La storia

La società è stata costituita a Milano il 16.06.2015, ai rogiti del Notaio Mottola Lucano Federico (rep.22993/13463). L'amministrazione della società è attribuita ad un Amministratore Unico nominato in sede di costituzione e rappresentato dal Sig. Marco Benatti, a cui spettano i poteri di ordinaria e straordinaria amministrazione. La società ha sede legale in Milano ed è iscritta al Registro delle Imprese di Milano al numero 09122720965 e al Repertorio Economico Amministrativo al numero 2070316.

La proprietà è a socio unico, rappresentata dalla società Fullsix Spa che ne detiene il 100% delle quote.

3.2.2. La tipologia di attività

La società ha per oggetto:

- la progettazione di programmi di marketing relazionale e la attuazione per le imprese di beni e servizi, con l'utilizzo di tutte tecnologie utili e richieste dalla clientela;
- la progettazione, la produzione, il commercio, la ricerca, lo sviluppo e l'analisi di programmi per elaboratori elettronici, di apparecchiature elettroniche e di sistemi di elaboratori elettronici;
- l'istituzione, la vendita diretta e per corrispondenza di corsi di tecnologia e formazione aziendale rivolte al campo dell'informatica e dell'intelligenza artificiale, nonché l'elaborazione dati per conto terzi e la vendita di impianti e accessori rivolti al campo dell'informatica;
- la produzione grafica ed editoriale ad esclusione della stampa quotidiana da edicola, e in particolare per i sistemi elettronici e multimediali

quali CD-Rom, sistemi di comunicazione elettronica su reti telematiche e personal computer;

- la consulenza per la realizzazione di programmi informatici, di prodotti multimediali, di sistemi di comunicazione elettronici su reti telematiche, Internet, intranet ed extranet;

- la progettazione e la realizzazione di canali digitali nonché l'esecuzione editoriale delle attività di supporto di tali canali;

- la progettazione, la realizzazione e la gestione di comunità virtuali, di sistemi per il commercio elettronico e di servizi di accesso del consumatore ad Internet, in proprio o per conto terzi;

- l'attività di housing e hosting di sistemi elettronici nonché servizi di outsourcing di risorse informatiche e telematiche;

- lo svolgimento di servizi di pianificazione di mezzi pubblicitari on e off line e digitali, quali, a titolo esemplificativo, Internet, webtv, Intranet e relative ricerche di mercato in rete e sul campo;

- la consulenza strategica e di marketing per pianificazione pubblicitaria on line e su media anche digitali;

- il coordinamento, la raccolta e la predisposizione di informazioni sul mercato pubblicitario;

- la trattativa e/o la compravendita, anche conto terzi, degli spazi pubblicitari sui mezzi di comunicazione digitali e on line e analogici.

3.2.3. La struttura

La società ha la forma giuridica di società a responsabilità limitata, costituita con capitale sociale iniziale pari ad euro 100.000 ed interamente versato.

In data 30.06.2015, avanti il Dr. Federico Mottola Lucano, Notaio in Milano (rep. 857, racc. 394), l'assemblea dei soci ha deliberato l'aumento di capitale per nominali 3.480.000, mediante conferimento di ramo di azienda da parte della società Fullsix Spa, di cui € 1.400.000 sono stati imputati a capitale sociale, ed il residuo a riserva. Il patrimonio netto della società risulta dunque oggi così composto:

-€ 1.500.000 capitale sociale

-€ 2.080.000 riserva da conferimento.

Per quanto inerente la struttura del personale presente in azienda, il perito ha provveduto a ritirare copia dell'organigramma al 15/06/2014 fornito dal personale amministrativo. L'impresa vanta dunque alle proprie dipendenze 46 dipendenti, di cui 1 dirigente, 10 quadri, 28 impiegati e 7 apprendisti.

3.2.4. Evoluzione della gestione, criticità e prospettive aziendali

Con riferimento ai risultati ottenuti dal ramo di azienda conferito, è stata registrata una flessione del fatturato rispetto a quanto previsto inizialmente, con conseguente rivisitazione delle previsioni aziendali. Tale contrazione è stata spinta da una flessione della domanda del mercato che non ha permesso un rinnovamento immediato dei clienti. Viceversa, oggi, occorre sottolineare l'ingresso di nuovi clienti con contratti di rilievo (Cellular Line, Ethiad, Telethon, Wind, Banca Mediolanum, ecc.), che porteranno benefici nei prossimi periodi.

Dal lato dei costi il controllo del turnover del personale ha portato il beneficio del contenimento della rispettiva spesa, anche se l'indice di fatturazione al cliente è risultato al di sotto dell'80% del costo.

Altri elementi positivi raggiunti da sottolineare sono la razionalizzazione delle linee di business e la comprensione dei modelli operativi intra gruppo, sintomo di una migliore efficienza ricercata.

L'impresa si prefissa di migliorare infine l'attività di marketing che al momento non ha pienamente raggiunto gli obiettivi preposti.

L'operazione di conferimento in oggetto si prefigura come un'azione strategica volta a ridurre ulteriormente i costi e le inefficienze, a vantaggio di numerose sinergie interaziendali, tali da tradursi in ottica prospettica in una migliore efficacia gestionale attesa.

<p style="text-align: center;">PARTE II°</p> <p style="text-align: center;">ASPETTI QUALITATIVI E QUANTITATIVI</p>
--

4 – ELEMENTI PATRIMONIALI COSTITUENTI L’AZIENDA

Prima di presentare i metodi valutativi considerati ed esporre quelli adottati, il perito ha individuato assieme agli organi societari, quali sono gli elementi patrimoniali costituenti il compendio aziendale oggetto di conferimento.

Occorre premettere come Fulldigi Srl risulti essere una società neo-costituita, pertanto gli unici valori dell’attivo e del passivo cui il perito ha potuto fare riferimento, sono stati quelli forniti dalla società e sostanzialmente coincidenti con quelli della situazione patrimoniale del ramo di azienda proveniente da Fullsix Spa. Tali dati sono stati poi aggiornati con le movimentazioni intervenute successivamente e fino al 30.06.2015.

La situazione patrimoniale risulta così rappresentata:

- immobilizzazioni immateriali;
- attività aziendali a breve costituite da lavori in corso su ordinazione, software sviluppati internamente e funzionali all’esercizio dell’azienda, crediti commerciali, risconti attivi e disponibilità liquide;
- passività aziendali costituite dai debiti esistenti alla data del 30 giugno 2015 attinenti il funzionamento del ramo d'azienda.

Di seguito si riportano in dettaglio le singole voci delle poste attive e passive dello stato patrimoniale relative al ramo oggetto di trasferimento da Fullsix Spa a Fulldigi Srl, aggiornate al 30/06/2015, integrate con i valori di costituzione, così come da prospetto di verifica fornito dalla società e brevemente descritte ed illustrate nella loro rappresentazione di cui sotto (*cifre in migliaia di euro*).

Stato patrimoniale al 30/06/2015:

ATTIVO		PASSIVO	
Immobilizzazioni immateriali	244,00	Capitale Sociale	1.500,00
Avviamento	3.480,00	Riserva di conferimento	2.080,00
Lavori in corso su ordinazione	441,00	Debiti verso dipendenti	327,00
Crediti commerciali	-	TFR	321,00
Ratei e risconti attivi	4,00	Ratei e risconti passivi	266,00
Crediti vs controllante per Cash Pooling	225,00		
Disponibilità liquide Fulldigi ante conferimento	100,00		
Totale attivo	4.494,00	Totale passivo	4.494,00

4.1 – Le Attività

4.1.1. Le Immobilizzazioni Immateriali

Le immobilizzazioni immateriali iscritte a bilancio ammontano ad euro 729.100, al lordo del fondo ammortamento di euro 485.282, per un valore residuo di euro 243.818. Esse sono composte da:



Orchestra è una piattaforma nata con l'obiettivo di collegare device, persone, social networks e sensori IoT in modo più rilevante, aggregare questi dati per ricavarne informazioni da utilizzare per servizi a valore aggiunto e permettere un vero engagement one-to-one real-time con l'utente.



Badgeminton è una piattaforma flessibile in grado di offrire strumenti avanzati per l'implementazione di strategie di gamification e loyalty. Consente la rapida creazione di azioni, regole, premi e la loro pubblicazione su qualsiasi property digitale (web/social/mobile).



Full-Locator è un content management system geospaziale (GeoCMS) in grado di esporre su una mappa interattiva online, simile a Google Maps, utenti, immagini, articoli e blog. Il sistema è disponibile per diversi device (m-site, Apps,...).

Tra le immobilizzazioni immateriali esposte in bilancio, è presente inoltre anche l'avviamento iscritto a seguito del conferimento del ramo di azienda di Fullsix Spa, avvenuto in data 30.06.2015 e sopra già citato. Nell'atto di conferimento, infatti, è stato indicato come *“i valori delle attività e delle passività costituenti il ramo d'azienda conferito, siano stati assunti secondo il regime di neutralità fiscale di cui all'art. 176 d.p.r. 917/1986 e siano stati iscritti nel bilancio della conferitaria ai medesimi valori contabili risultanti dal bilancio della conferente e, per la differenza, ad avviamento”*.

Il valore che è stato riportato è pari dunque a quanto indicato nella perizia di stima dell'esperto stimatore incaricato di valutare il ramo di azienda conferito, ovvero pari ad euro 3.480.000.

4.1.2. I Lavori in corso su ordinazione

Tale voce è composta da “lavori in corso su ordinazione”, iscritta per un importo di euro 441.463. Sono ricompresi infatti lavori in corso e oneri pre-operativi sostenuti in merito a commesse attualmente in fase di negoziazione con la clientela, distinte nel modo seguente:

- Work in progress
- Oneri Pre-Operativi

I "Work in progress" si riferiscono alla valorizzazione delle commesse in corso alla data del 30.06.2015, valutate sulla base dei corrispettivi pattuiti, in relazione allo stato di avanzamento dei lavori (SAL).

Fanno parte di questa voce anche i costi direttamente sostenuti per assicurarsi le commesse future, i c.d. "Oneri pre-operativi". Tali costi vengono capitalizzati sulla base delle ore destinate dal personale della

Società alla presentazione delle offerte e alla negoziazione delle commesse, opportunamente censite e vagliate dai responsabili operativi e dalla funzione amministrazione di Fullsix spa. Nel caso in cui la commessa venga in effetti ottenuta, i relativi oneri pre-operativi vengono allocati alla stessa, in correlazione con i ricavi maturati; se invece il lavoro svolto non si conclude con l'assegnazione di una commessa, i connessi oneri pre-operativi vengono interamente spesi a conto economico.

4.1.3. L'Attivo circolante

Crediti

La voce è destinata ad accogliere tipicamente i crediti commerciali, sorti a seguito dell'attività aziendale, destinati ad avere l'esposizione finanziaria entro un breve lasso di tempo. Nel bilancio di conferimento al 31.03.2015 ammontavano ad euro 333.010, mentre dalle risultanze della situazione patrimoniale al 30.06.2015 consegnata, tale voce risulterebbe azzerata.

Occorre rilevare, però, come la liquidità del gruppo sia gestita a mezzo dell'accordo di *cash pooling* sottoscritto tra le società del gruppo Fullsix Spa, con il quale la tesoreria è stata accentrata in capo alla holding con lo scopo di gestire al meglio le disponibilità liquide del gruppo. In particolare, con tale accordo, si realizza quotidianamente e con pari valuta il trasferimento di ogni operazione registrata sui conti correnti bancari della società mandante sul conto corrente intestato alla mandataria presso un istituto di credito, azzerando così a fine giornata il saldo dei conti correnti bancari della mandante. Contabilmente, il principio OIC 14 prevede che, sia nel bilancio delle singole società partecipanti al *cash pooling* la quota di pertinenza di ciascuna società del saldo del conto corrente comune si classifichi tra i crediti (o i debiti, a seconda del caso) verso la società amministratrice (controllata, collegata, controllante, ecc.), sia nel bilancio della società amministratrice del fondo comune, la classificazione del suo saldo sia simmetrica rispetto a quanto rilevato dalle altre partecipanti al cash pooling.

Nella sua consistenza alla data del 30.06.2015, è imputabile a Fulldigi Srl un saldo positivo di euro 224.531, rappresentata dal saldo finale dei "crediti verso controllante per cash-pooling".

Disponibilità liquide

La liquidità del ramo conferito da Fullsix Spa risultava scarsamente rilevante alla data del conferimento. Al 30.06.2015, la voce assomma ad un importo pari ad euro 100.000, pari al versamento del capitale sociale interamente sottoscritto come da atto di costituzione.

Ratei e Risconti

La voce ratei e risconti attivi è iscritta per un importo pari a 4.201 euro ed include risconti attivi su canoni vari.

4.2. – Le passività

Si passa ora ad analizzare il passivo patrimoniale dell'azienda individuata, così come di seguito composto.

4.2.1. Fondo per trattamento di fine rapporto

Il trattamento di fine rapporto rappresenta l'effettivo debito maturato in conformità alla legge e alle previsioni contrattuali di lavoro vigenti; è un onere avente esistenza certa, natura e importo determinati, ma il cui momento di pagamento, tuttavia, non è certo. Corrisponde al totale delle singole indennità di fine rapporto, al netto di eventuali acconti erogati, maturate nei confronti dei dipendenti trasferiti con il conferimento del ramo di azienda, aggiornato al 30 giugno 2015.

Il valore riscontrato come da situazione al 30.06.2015 è pari a € 321.269.

4.2.2. Passività circolanti

Debiti verso dipendenti

Anche i debiti verso dipendenti scaturiscono dal passaggio della forza lavoro del ramo individuato con il conferimento da Fullsix Spa a Fulldigi Srl; risultano iscritti nel bilancio al 31.03.2015 per euro 334.798, e nella situazione al 30.06.2015 per euro 326.912, comprensivi dei debiti per retribuzioni e connessi (ferie, 13° e 14°), per contributi previdenziali e buoni pasto.

Ratei e Risconti Passivi

Ammontano ad euro 265.833 e sono composti da risconti passivi sul fatturato.

Non risulterebbero debiti commerciali verso fornitori, né debiti verso le banche.

4.3. Altri elementi

Contratti in corso

Tra i contratti relativi all'azienda, la cui partecipazione totalitaria è oggetto di conferimento, si ricordano, a titolo meramente esemplificativo e non esaustivo, i seguenti:

Passivi

- contratti di lavoro stipulati con 12 dipendenti in forza presso l'azienda alla data di stima;
- contratti stipulati con fornitori e società controllante;

Attivi

- contratti stipulati con la clientela;

Passività potenziali

La società ha dichiarato all'esperto estimatore che non si rilevano passività potenziali, non desumibili dai dati di bilancio, né risultano pendenze tributarie e/o cartelle esattoriali notificate o in corso di notifica alla società Fulldigi S.r.l.

5 – SCELTA E APPLICAZIONE DEL METODO DI STIMA

Con riferimento sia alla dottrina in materia aziendale che alla prassi professionale, si ritiene, con univoco orientamento, come la valutazione di azienda costituisca un problema complesso, vuoi per la numerosità degli aspetti che essa coinvolge (economici, tecnici, finanziari, mobiliari, matematici, statistici, giuridici, valutari, ecc.), vuoi per l'eterogeneità delle fattispecie in cui essa si presenta. Il valore di una azienda deve infatti essere inteso come un concetto relativo e perciò non definitivo, né univoco, ma valido pro-tempore ed in determinate condizioni e fattispecie.

La relatività della valutazione deriva da:

- la tipologia dell'operazione che ha richiesto la valutazione;
- l'identità delle parti interessate all'operazione aziendale che ha richiesto la valutazione,
- l'attività svolta dall'azienda oggetto della valutazione;
- il particolare status dell'azienda, oggetto della valutazione o dei suoi titoli, da intendersi nel senso di attribuire differenti valori ad aziende in relazione, sia alla condizione di funzionamento (economico o meno) o di liquidazione, sia al loro posizionamento sulla ideale "curva della vita", sia infine al loro eventuale status di società (con titoli quotati alla borsa valori, negoziati al mercato ristretto, ecc.).

Proprio per questo viene abitualmente seguito un iter logico come di seguito definito:

- esame dei parametri che stanno alla base di ogni valutazione, loro riclassificazione allo scopo di individuarne l'eventuale preminenza, accertamento di eventuali vincoli normativi sulla scelta del metodo e dell'approccio valutativo,
- scelta del metodo valutativo fra quelli elaborati dalla dottrina specialistica e collaudati dalla prassi professionale, che meglio soddisfi il mix di parametri ispiratori della stima (tipologia, identità, attività, status) o l'eventuale prevalenza di uno di essi,
- determinazione del valore, tramite l'applicazione del metodo valutativo scelto.

Una volta analizzati gli elementi contabili ed extra-contabili ed appreso le informazioni basilari sull'azienda e sul ramo di azienda trasferito, il perito ha determinato il criterio più idoneo e necessariamente correlato alle finalità della stima stessa, consistente nella determinazione del valore dell'azienda emergente al 30/06/2015.

5.1. - Breve disamina dei metodi di valutazione di complessi aziendali

5.1.1. Il metodo patrimoniale semplice

Il metodo patrimoniale semplice rappresenta un passaggio imprescindibile di ogni valutazione, in quanto consente di rappresentare il valore di mercato della struttura patrimoniale dell'azienda.

La valutazione effettuata con il metodo patrimoniale semplice si caratterizza come stima analitica a valori "correnti" di ciascun elemento del patrimonio sociale.

Tale metodologia si limita, in sostanza, ad esprimere a valori di mercato i singoli elementi dell'attivo e del passivo patrimoniale (gli elementi dell'attivo sono valutati al valore di presumibile realizzo, mentre gli elementi del passivo al valore di presunta estinzione), senza prendere in considerazione gli aspetti reddituali o l'esistenza di componenti immateriali che non risultano iscritti nei libri contabili.

Il metodo patrimoniale semplice – pur se di indubbia convenienza pratica – presenta, tuttavia, evidenti lacune in ordine alla effettiva determinazione del valore dell'azienda che, se in stato fisiologico, non può valutarsi attraverso la sommatoria degli elementi che la compongono, costituendo invece *“un mobile e complesso sistema dinamico nel quale si realizzano in sintesi vitale l'unità nella molteplicità, la permanenza nella mutabilità”*.

In particolare, in tal modo, non verrebbero valorizzate le componenti immateriali "autoprodotte" dal sistema aziendale in funzionamento, in quanto non iscritte in bilancio per espresse disposizioni civilistiche ovvero per effetto delle valutazioni contabili degli amministratori.

5.1.2 Il metodo patrimoniale complesso

Il metodo patrimoniale complesso consente di attribuire un valore separato anche ai beni c.d. "intangibili" ossia alle immobilizzazioni

immateriale quand'anche esse non risultino iscritte nei registri contabili (ad esempio, un marchio commerciale autoprodotta).

L'utilizzo di tale metodologia può assumere particolare significato in presenza di ingenti valori di beni immateriali, la cui stima possa (*rectius*, necessiti di) essere effettuata autonomamente, attraverso moltiplicatori di mercato o processi simili, oppure di fronte all'esigenza di determinare, con riferimenti oggettivi, il concorso dei beni intangibili alla formazione del valore.

5.1.3 I metodi di flusso: finanziario e reddituale

Utilizzando il metodo finanziario o quello reddituale, il valore di un'azienda è determinato in funzione dei flussi di cassa o dei redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre.

L'obiettivo di tale metodo è quello di valutare l'azienda (economicamente) "come complesso unitario, sulla base della relazione valore-redditività".

L'adozione di tale metodologia è particolarmente indicata per aziende con un grado di patrimonializzazione non rilevante rispetto al volume d'affari prodotto e con una significativa dotazione di risorse intangibili.

Il metodo reddituale è frequentemente utilizzato nella valutazione di aziende commerciali, di servizi, di intermediazione commerciale e finanziaria.

A seconda delle prospettive future e dei dati disponibili, i metodi reddituali possono trovare applicazione secondo tre distinte modalità di calcolo, che possono essere sintetizzate come segue:

i) attualizzazione del flusso di cassa/reddito medio normale atteso.

Tale processo corrisponde all'ipotesi di durata indefinita nel tempo del reddito atteso e si traduce in una formula valutativa che corrisponde al valore attuale di una rendita perpetua, del tipo:

$$W = R/i$$

dove:

W = valore dell'azienda;

R = flusso di cassa o reddito medio prospettico;

i = tasso di valutazione;

ii) *attualizzazione del flusso di cassa/reddito medio normale atteso per un periodo definito di anni.*

Tale modalità di calcolo è fondata sull'ipotesi di una durata limitata nel tempo del reddito e si traduce in una formula valutativa che corrisponde al valore attuale di una rendita annua posticipata di una durata pari ad un numero limitato di anni, del tipo:

$$W = Ra_{\overline{n}|i}$$

dove:

W = valore dell'azienda;

R = flusso di cassa o reddito medio prospettico;

$a_{\overline{n}|i}$ = simbolo matematico-finanziario che indica il valore attuale di una rendita con durata definita ;

n = numero di anni di durata prevedibile della rendita;

i = tasso di valutazione;

iii) *attualizzazione dei flussi di cassa o redditi analiticamente previsti per un certo numero di anni completata dalla determinazione di un "valore terminale", da stimarsi - quest'ultimo - sulla base del flusso di cassa o reddito atteso al termine del periodo oggetto di previsione analitica. Si tratta, in sostanza, di un criterio di stima composito rispetto a quelli in precedenza indicati, del tipo:*

$$W = \left[\sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^n} \right] - PFN$$

dove:

W = valore dell'azienda;

F = flusso di cassa medio prospettico;

$a_{\overline{n}|i}$ = simbolo matematico-finanziario che indica il valore attuale di una rendita con durata definita;

n = numero di anni di durata prevedibile della rendita;

i = tasso di valutazione;

TV = è il c.d. *terminal value* ricavabile attualizzando il valore corrispondente ad una rendita perpetua del risultato atteso all'anno "n".

Esso consisterà, quindi, nel valore attuale di una rendita perpetua del tipo $TV = R/(i-g)$ dove g rappresenta il tasso di crescita di lungo periodo;

PFN = rappresenta la posizione finanziaria netta.

Per completezza di esposizione, occorre precisare come tale formula sia completata dall'inserimento della valutazione di assets relativi alla gestione non caratteristica

5.1.4 Il metodo misto patrimoniale - reddituale con stima autonoma dell'avviamento

Il metodo in questione fonda il proprio presupposto nella considerazione per cui il reddito prospettico comprende una quota di "sovrareddito" (o "sottoreddito") destinata fisiologicamente a venire meno nel tempo. Il metodo della stima autonoma dell'avviamento consente di attribuire una rilevante importanza alla consistenza del patrimonio senza, tuttavia, trascurare la componente reddituale legata all'esistenza di un'azienda in funzionamento.

Infatti, il valore dell'azienda è determinato dalla sommatoria tra il valore del patrimonio rettificato e il valore dell'avviamento:

$$V = K + A$$

dove:

V = valore dell'azienda

K = patrimonio netto rettificato

A = valore dell'avviamento

Il valore dell'avviamento viene calcolato come differenza tra il valore attribuito al complesso aziendale e il valore dei singoli elementi del patrimonio. La determinazione puntuale di tale valore si ottiene attualizzando il surplus di reddito futuro sulla base di un congruo tasso di attualizzazione:

$$A = (R - KI) a_{n^{-i}}$$

dove:

A = valore dell'avviamento

R = reddito medio prospettico

KI = valore patrimoniale rettificato

I = tasso di valutazione normale

a_n^{-i} = simbolo matematico-finanziario che indica il valore attuale di una rendita con durata definita

n = numero di anni prevedibile di durata dell'avviamento

i = tasso di valutazione finanziario

5.1.5 I metodi diretti: multipli di mercato e transazioni comparabili

Oltre ai metodi “indiretti” sopra riportati per la determinazione del valore aziendale (ai quali debbono aggiungersi ulteriori e più complesse metodologie, quali, ad esempio, il c.d. EVA = *Economic Value Added*), per la valutazione delle realtà aziendali è anche frequente il ricorso a metodi “diretti” che si fondano “sulla rilevazione di dati di mercato e sull’osservazione (e conseguente applicazione) di parametri e indicatori nel presupposto della “verosimiglianza” rispetto al valore aziendale ricercato”.

L’applicazione di tali metodi -maggiormente, anche se non esclusivamente, adottati per la valutazione di società con titoli quotati in mercati regolamentati (quali, ad esempio la borsa valori oppure i c.d. “mercati ristretti”)- prevede il ricorso a “moltiplicatori di mercato”, cioè al rapporto tra la capitalizzazione borsistica di analoghe società concorrenti e parametri diversi, quali, a seconda dei casi, l’utile netto, l’EBIT, l’EBITDA, il fatturato, etc..

La ragione del ricorso a tali metodi poggia su processi comparativi dell’azienda con i valori riconosciuti dal mercato per realtà affini ovvero per transazioni comparabili.

L’inevitabile criticità di tali metodologie di valutazione, tuttavia, risiede nella elevata volatilità dei risultati che ne derivano, conseguenza, da un lato, dell’ampio *range* di oscillazione dei corsi di borsa e, dall’altro, delle differenze strutturali che potrebbero caratterizzare le realtà aziendali utilizzate per la comparazione con quella oggetto di stima.

Più precisamente, differenze significative nella composizione patrimoniale o nella situazione finanziaria tra le entità oggetto di comparazione renderebbero non affidabile la valutazione aziendale.

5.2. – La scelta del metodo di valutazione applicabile al caso di specie

5.2.1 Il metodo principale

Caratteristica peculiare dei metodi patrimoniali è quella di fondarsi su un principio di valutazione analitico dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale. Essi determinano l'impiego di capitale che un generico investitore dovrebbe effettuare per istituire una nuova impresa dotata di struttura patrimoniale perfettamente identica a quella cui si riferisce la valutazione. Tale metodologia si limita, quindi, ad esprimere a valori di mercato i singoli elementi dell'attivo e del passivo patrimoniale (gli elementi dell'attivo sono valutati al valore di presumibile realizzo, mentre gli elementi del passivo al valore di presunta estinzione), senza prendere in considerazione gli aspetti finanziari e reddituali. E' indubbio che, stante il caso di specie e data la scarsa rilevanza del patrimonio rispetto alle capacità reddituali, al know how, alla rete di vendita dell'azienda, alle potenzialità che i marchi hanno sul mercato e all'avviamento intrinseco, limitarsi ad un'analisi del valore dei beni fisici componenti l'attivo e il passivo – alla luce della generale bassa incidenza dei cespiti materiali nel particolare settore di fornitura di servizi – significherebbe limitare l'analisi ad una insufficiente fotografia della fattispecie. L'identificazione di un prezzo di mercato reale è conseguibile solo se, insieme alla parte materiale dell'azienda, si analizzano anche le sue dotazioni intangibili, non identificabili da un punto di vista fisico, ma ben definibili quale fonte di reddito, date le capacità di attrazione sul mercato.

Per tali motivi, lo scrivente ha inteso adottare quale metodo principale per i suoi calcoli il metodo finanziario, volto di per sé a considerare le attese future riguardo l'azienda, comprendendo intrinsecamente anche la componente materiale che in questa fattispecie non mostra particolare significatività. Per il calcolo del valore è stato preferito utilizzare il budget aziendale del triennio (2015-2017) implementandolo con un valore terminale, garantendo così una adeguata affidabilità della stima nel lungo periodo.

5.2.2 Il Metodo di controllo

Al fine di accertare la sostenibilità economica segnalata al punto che precede, il perito ha inteso verificare se il valore aziendale attribuito in corso

di analisi, sia riscontrabile con tecniche diverse che confermino o meno quanto valutato con il metodo principale.

Si è concentrato quindi sul metodo reddituale puro che si fonda sul concetto che il valore dell'azienda dipenda unicamente dai redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre.

E' un metodo molto simile a quello principale, ma appare preferibile come metodo di controllo, vista la breve durata della società (sebbene l'attività scaturisca da un ramo di azienda pre-esistente sembrerebbe difficile individuare i dati storici passati attribuibili al ramo medesimo) e vista l'importanza per le società del settore che rappresenta la parte immateriale delle attività (cfr. quanto precedentemente esposto sopra circa i metodi patrimoniali).

Per di più, a ulteriore prudenziale conforto delle valutazioni assunte, il perito ha inteso utilizzare anche un secondo metodo di controllo in modo da sintetizzare i valori che scaturiscono dall'applicazione di tali metodi e confrontare così le conclusioni raggiunte anche con un'analisi delle valutazioni desumibili attraverso l'utilizzo di un metodo diretto, in particolare con un metodo empirico che, per determinare il valore di un'azienda, prende a riferimento i prezzi praticati dal mercato: è stato usato il metodo dei multipli EV/EBIT.

6 – DETERMINAZIONE E CALCOLO DEL VALORE ECONOMICO AZIENDALE

6.1.- Applicazione del metodo principale: il metodo finanziario

6.1.1. I dati assunti alla base del calcolo

Ai fini della valutazione del capitale economico dell'azienda, sulla base delle informazioni ricevute dalla società ed in particolare dalla direzione amministrativa e finanziaria, tramite la previsione dei flussi di cassa prospettici generati dalla gestione operativa, ai fini dei calcoli sono stati assunti i valori e le tabelle predisposte da Fulldigi Srl e di seguito riportate (in migliaia di euro).

a) *I conti economici "pro-forma" per gli anni 2013 e 2014 del ramo d'azienda di Fullsix Spa conferito in Fulldigi Srl*

Relazione di stima ex art. 2343-ter, comma 2, lett. b) c.c.

	31.12.2014	%	31.12.201	%
RICAVI NETTI	5.096	100%	6.328	100%
Costi diretti	-537	-11%	-1.168	-18%
Gross margin	4.559	89%	5.160	82%
Costo del lavoro	-2.731	-54%	-2.683	-42%
Costo dei servizi	-1.189	-23%	-1.869	-30%
Altri costi operativi netti	-92	-2%	-81	-1%
Margine operativo lordo	547	11%	527	8%
Ammortamenti	-171	-3%	-166	-3%
Accantonamenti e svalutazioni	-23	0%	-37	-1%
Risultato operativo (EBIT)	353	7%	324	5%
Proventi (oneri) finanziari netti	-10	0%	-15	0%
Risultato ante imposte	343	7%	309	5%
Imposte	-137	-3%	-125	-2%
Risultato netto	206	4%	184	3%

Tra il 2013 ed il 2014, il fatturato è diminuito, a fronte però di una riduzione direttamente proporzionale dei costi, così che sono stati ottenuti gli stessi margini operativi e lo stesso risultato netto d'esercizio del 2013.

b) Il piano economico di Fulldigi Srl per il periodo 2015-2017

	2015	2016	2017
Ricavi netti	2.449,00	4.546,00	4.579,00
costi indiretti	- 521,00	- 469,00	- 461,00
Gross Margin	1.928,00	4.077,00	4.118,00
costo del lavoro	- 1.335,00	- 2.538,00	- 2.538,00
costi dei servizi	- 91,00	- 880,00	- 880,00
altri costi operativi	- 92,00	- 53,00	- 65,00
Risultato gest. Ordinaria	410,00	606,00	635,00
Altri proventi	-	-	-
EBITDA	410,00	606,00	635,00
Ammortamenti	- 116,00	- 163,00	- 87,00
EBIT	294,00	443,00	548,00
Prov e oneri finanziari	- 9,00	- 12,00	- 12,00
Risultato ante imposte	285,00	431,00	536,00
Imposte	- 100,00	- 138,00	- 171,00
Risultato Netto	185,00	293,00	365,00

Il budget 2015 di FullDigi Srl è stato redatto dal management, che ha formulato le proprie ipotesi, sia dal lato dei costi di produzione, che dal lato del ricavi già contrattualizzati, dei ricavi "identificati" e delle opportunità per l'intero esercizio 2015.

Il documento è stato redatto elaborando due ipotesi:

A) “zero based budgeting” 2015 ovvero sono stati previsti i ricavi “minimi” per coprire tutti i costi gestionali, ammortamenti e adempimenti fiscali;

B) budget obiettivo 2015 ovvero sono stati evidenziati gli obiettivi di ricavo (di seguito “ricavi a budget”) dedotti da contratti già perfezionati, da ricavi già identificati e da opportunità connesse ai mercati di riferimento e confrontando tali ricavi con i costi di produzione attesi, comprensivi di ammortamenti e adempimenti fiscali.

Il perito ha assunto i valori della seconda analisi più avanzata.

Il budget 2015 è stato quindi testato dalla società alla luce di:

- sostenibilità finanziaria
- attendibilità rispetto alle variabili economico-finanziarie e ai test effettuati sulle compatibilità tra capacità produttiva e ricavi “minimi”.

Il budget 2015, come riferito dalla società, è stato costruito sulla base di un processo così articolato:

- approccio “zero based budgeting” con individuazione dei “ricavi minimi” per compensare tutti i costi gestionali e gli impegni fiscali sia a livello di business unit che a livello consolidato;
- individuazione dei costi corporate e riallocazione alle unità operative pro quota sulla base di indicatori economici (fatturato/ n. addetti);
- allocazione dei costi generali diretti;
- confronto tra “ricavi minimi” e “ricavi attesi” dalla struttura commerciale e validati dal management.

Si sottolinea come la rate card di costo è stata calcolata sulla media ponderata del full cost delle risorse per profilo professionale secondo un parametro aggiornato con un tasso di incidenza sulla fatturazione ai clienti del 74,2% (la differenza rispetto al 100% riflette i giorni di lavoro non fatturati perché dedicati alla predisposizione di offerte, alla formazione, a malattie, a inefficienze produttive), mentre la rate card di ricavo è stata calcolata a prezzi di mercato in relazione alle diverse categorie professionali e per i diversi mercati di riferimento.

Il piano sopra indicato è basato sulla stabilità dei ricavi, assumendo quindi l'ipotesi prudenziale di una crescita del fatturato negli anni pari a zero. Giova ricordare come, per l'anno 2015, siano stati considerati i valori maturati successivamente al 30.06.2015, data assunta come riferimento per la presente perizia, in quanto solo i valori successivi a tale data vanno a comporre il valore economico aziendale della società le cui partecipazioni verranno conferite. Gli importi considerati per componenti positivi e negativi di reddito, quindi, rappresentano la differenza tra i dati del budget stilato dalla società, nella sua ultima versione, ed i dati c.d. "Actual" al 30.06.2015, come risultanti dalla situazione economica "di verifica" fornita allo scrivente dalla società. Quanto al margine operativo (prudenzialmente ridotto rispetto alla previsione del piano approvato dal CdA del 28.01.2015), è stato determinato con un'incidenza del 9-12% sui ricavi netti. L'utile netto, invece, è stato stabilito con un'incidenza pari al 6-8% rispetto ai componenti positivi di reddito. Per gli anni 2016 e 2017, sono state assunte le seguenti ipotesi:

- Numero dipendenti invariato nei 2 anni del piano con conseguente costo del lavoro costante;
- Rate card vendita immutato nei due anni di piano;
- Tasso di fatturazione ai clienti pari a 144 gg su 183 gg (78,2%) nel 2014, 139 gg su 164 gg (79,6%) nel 2015, 194 gg su 223 gg (79,8%) nel 2016 e 195 gg su 223 gg (80,2%) nel 2017;
- Costo dei servizi Corporate pari a 880K€ per l'esercizio 2016 e 880K€ per l'esercizio 2017;
- Le imposte – calcolate direttamente sul risultato ante imposte – sono state applicate sulla base di aliquote Ires e Irap costanti nel tempo, ai sensi del D.P.P. n. 917/1986 e del d.lgs. n. 446/1997.

•I Ricavi netti sono stati così considerati:

- Ricavi da intermediazione costi diretti
- Ricavi per vendita di software proprietario
- Ricavi da vendita effettuate da manodopera propria

Tale piano ed il budget 2015, risulterebbero sufficientemente giustificati e ragionevolmente attendibili e connotati da ipotesi sostanzialmente prudenziali.

c) *Gli stati patrimoniali*

Sulla base di quanto indicato dalla società, lo scrivente riporta di seguito gli stati patrimoniali riclassificati per il periodo 2015-2017 ed i relativi rendiconti finanziari, così da determinare in primo luogo il fabbisogno di liquidità e la composizione finanziaria dell'azienda, ovvero l'andamento del cash flow negli anni.

I dati relativi al bilancio di conferimento corrispondono ai valori al 30/06/2015 aggiornati dalla società con i movimenti intercorsi successivamente alla data del 31/03/2015 (data di riferimento della perizia di stima del ramo di azienda conferito da Fullsix spa a Fulldigi srl).

	30/06/2015	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017
Attività operative	4,00	1.252,00	1.669,00	1.680,00
Lavori in corso su ordinazione	441,00	490,00	480,00	484,00
CAPITALE CIRCOLANTE LORDO	445,00	1.742,00	2.149,00	2.164,00
Passività operative	593,00	1.148,00	1.239,00	1.281,00
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	- 148,00	594,00	910,00	883,00
Immobilizzazioni	3.724,00	3.723,00	3.599,00	3.552,00
CAPITALE INVESTITO LORDO	3.576,00	4.317,00	4.509,00	4.435,00
TFR	321,00	335,00	343,00	355,00
CAPITALE INVESTITO NETTO	3.255,00	3.982,00	4.166,00	4.080,00
PATRIMONIO NETTO	3.580,00	3.765,00	4.039,00	4.404,00
Debiti vs banche	-	172,00	233,00	236,00
Crediti vs controllante per cash pooling	225,00	-	-	-
Disponibilità Liquide	100,00	- 45,00	106,00	560,00
PFN	- 325,00	217,00	127,00	- 324,00
TOTALE FONTI	3.255,00	3.982,00	4.166,00	4.080,00

d) *Il rendiconto finanziario per il periodo 2015-2017*

La società ha prodotto anche i rendiconti finanziari per il periodo 2015-2017 come di seguito riportato; quanto al 2015, lo scrivente ha dovuto apportare alcune modifiche al prospetto inizialmente consegnato dalla società, per aggiornare i valori con la nuova situazione economico-patrimoniale fornita con gli aggiornamenti al 30/06/2015.

	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Reddito netto	185	293	365
Ammortamenti	116	163	87
Var. CCN	- 742	- 335	27
Var. TFR	14	8	12
Var. altri fondi			
Flusso di cassa operativo (A)	- 427	129	491
Investimenti	- 115	- 39	40
Partecipazioni	-	-	-
Crediti e altri titoli			
Totale investimenti (B)	- 115	- 39	40
FLUSSO di cassa netto (C = A+B)	- 542	90	451
Debiti finanziari	172	61	3
Crediti Finanziari	- 225		
		-	-
Flussi di cassa attività di finanziamento (D)	397	61	3
Delta cassa (E = C + D)	- 145	151	454
Cassa iniziale	100	- 45	106
Delta Cassa	- 145	151	454
Cassa finale	- 45	106	560

6.1.2. La formula utilizzata

I metodi finanziari sono generalmente ritenuti i più razionali ai fini della valutazione di una azienda, in quanto fanno propria la logica con cui vengono prezzate le attività finanziarie. La “Discount Cash Flow Analysis” determina il valore di una azienda sulla base del valore attuale dei flussi di cassa che la medesima si presume possa generare negli esercizi futuri. Pregio di tale metodo è quello di evidenziare la capacità dell’azienda di mettere a disposizione di tutti gli investitori quei flussi monetari che residuano dopo aver effettuato gli investimenti in capitale circolante e attività fisse, necessari per garantire il perdurare della medesima in condizioni di economicità.

E’ stato privilegiato il metodo *Unlevered*, che si basa sull’attualizzazione dei flussi di cassa disponibili, calcolati al lordo degli interessi passivi e scontati al Wacc, piuttosto che il metodo *Levered* che utilizza flussi calcolati al netto del servizio del debito, con il tasso K_e (costo del capitale di rischio).

In base al più noto dei metodi finanziari, basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa disponibili "unlevered", quindi, il valore dell'azienda è stato ottenuto con la seguente formula:

Valore dell'azienda =

VA - PFN + Assets non inerenti la gestione caratteristica

Dove VA è determinato come Enterprise Value (EV):

$$EV = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+WACC)^i} + \frac{TV}{(1+WACC)^n}$$

$$TV = \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC - g)} = \frac{FCFF_n \times (1+g)}{(WACC - g)}$$

6.1.3. L'orizzonte temporale

Ai fini dell'applicazione del metodo finanziario, occorre in primo luogo individuare l'orizzonte temporale di riferimento.

In considerazione della realtà aziendale sopra descritta e delle informazioni ricevute dalla società alla data di redazione della presente perizia, lo scrivente ritiene ragionevole considerare che la continuità aziendale dell'azienda sia sufficientemente garantita, anche alla luce dello slancio correlato alle nuove operazioni straordinarie in essere, attuate con lo scopo di ottenere benefici scaturenti da sinergie interaziendali.

Diversamente, gli stessi presupposti della valutazione muterebbero notevolmente e, con essi, ogni considerazione effettuata in ordine ai metodi di stima adottati.

Sulla base di tale assunzione, si ritiene corretto, al fine di determinare un valore quanto più oggettivo del complesso aziendale sopra descritto, prendere in considerazione un arco temporale pari a 3 esercizi da considerare in modo prospettico, e aggiungere un valore terminale determinato con un flusso di cassa normalizzato e ragionevolmente atteso.

6.1.4. Il tasso di attualizzazione

Nell'applicazione del metodo finanziario, un comune tasso di attualizzazione (o di valutazione finanziaria) è rappresentato dal c.d. "WACC" (Weighted Average Cost of Capital), ossia dal costo medio ponderato del

capitale, che consiste nella media ponderata tra il costo del capitale proprio e il costo del capitale di debito.

Il WACC è, in sostanza, “il tasso minimo che un’azienda deve generare come rendimento dei propri investimenti per remunerare i creditori, gli azionisti e gli altri fornitori di capitale” .

Il WACC può essere determinato sulla base della seguente formula:

$$WACC = K_d(1-t) * \left(\frac{D}{D+E} \right) + K_e * \left(\frac{E}{D+E} \right)$$

dove:

Ke = tasso per il premio di rischio d’impresa, calcolato attraverso la teoria del CAPM (Capital Asset Pricing Model).

Kd = costo medio dell’indebitamento.

E/(D+E) = è il rapporto (solitamente espresso in percentuale) tra equity (cioè mezzi propri) e mezzi di terzi (passività consolidate).

D/(D+E) = è il rapporto speculare a quello precedentemente descritto, indicando il grado di indebitamento della società rispetto al capitale complessivamente raccolto (mezzi propri più mezzi di terzi).

t = è l’aliquota fiscale applicabile alla società in oggetto (c.d. tax rate), pari all’aliquota Ires ad oggi vigente (27,5%).

Al fine di determinare il tasso per il premio di rischio d’impresa (Ke) secondo la teoria del CAPM¹, occorre prendere in considerazione dapprima il tasso di interesse puro - corrispondente al tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio (c.d. tasso *free risk*) - e, in un secondo momento, aggiungere un premio per il rischio connesso all’attività imprenditoriale, tenuto conto del settore nel quale l’azienda opera e delle condizioni generali del mercato. Tale valore è rappresentato con la formula:

$$K_e = r + S$$

La determinazione del tasso privo di rischio (r), coerentemente con l’orizzonte temporale assunto, è stata effettuata prendendo a riferimento la

¹ Il CAPM (Capital Asset Pricing Model) è un modello matematico della teoria di portafoglio (H. Markowitz) pubblicato da William Sharpe nel 1964, che determina una relazione tra il rendimento di un titolo e la sua rischiosità, misurata tramite un unico fattore di rischio, detto beta.

media dei rendimenti dei titoli di Stato BTP a 10 anni per l'ultimo anno, settembre 2014 - agosto 2015²:

$$r = 1,88\%$$

Il premio per il rischio sistemico (S) è rappresentato come segue:

$$\mathbf{S} = \mathbf{Beta} * (\mathbf{rm} - \mathbf{r})$$

dove:

S = premio per il rischio non diversificabile

Beta = coefficiente di rischiosità del settore

rm = tasso di rendimento medio del mercato azionario

r = tasso di rendimento puro

Pertanto, $(\mathbf{rm} - \mathbf{r})$ = premio per il rischio di mercato

Il premio per il rischio di mercato ed il coefficiente per il rischio di settore (c.d. "*beta*") sono costantemente determinati da diversi studiosi, tra i quali si segnalano gli studi del prof. Aswath Damodaran³.

Per quanto concerne il premio per il rischio di mercato (rm-r), questo può essere determinato - come precisa lo stesso Damodaran - sommando al premio per il rischio relativo al mercato americano, stimato in base ai dati storici, il rischio specifico di ciascun paese⁴.

Sulla base di tale procedimento, il rischio totale di mercato attualmente stimato per l'Italia ("*total risk premium*") risulta il seguente :

$$(\mathbf{rm} - \mathbf{r}) = 8,66\%$$

Con riferimento al coefficiente per il rischio di settore (Beta), il perito ha considerato l'attività della società ed il mercato di riferimento, individuando i beta determinati da Damodaran per le imprese europee operanti nei settori di riferimento. In particolare, sono stati considerate tre tipologie di attività, in quanto così distribuiti e riscontrati i principali

²

Fonte:http://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/emissioni_titoli_di_stato_interni/risultati_aste/risultati_aste_btp_10_anni/

³ Prof. Aswath Damodaran, Professore di Finance presso la School of Business, New York University, fonte dati: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

competitor della società in oggetto, ed in quanto è stato ritenuto insufficiente definire un solo settore di attinenza per un'azienda che soddisfa più mercati e molteplici esigenze dei propri clienti:

-Beta del settore Advertising	0,72
-Beta del settore software (Internet)	1,23
-Beta del settore software (System & Application)	1,11
Totale Beta Medio = 1,02	

Pertanto, con i dati illustrati, è possibile determinare il tasso di attualizzazione da applicare al caso di specie come:

$$K_e = r + S \quad \text{dove} \quad K_e = r + \text{Beta} * (r_m - r)$$

Quindi, risulterà che:

$$K_e = 1,88\% + 1,02 \times 8,66\%$$

$$\mathbf{K_e = 10,71\%}$$

Quanto invece alla determinazione del tasso relativo al costo medio del debito (Kd), ovvero al tasso che Fulldigi Srl pagherebbe nelle condizioni attuali di mercato per ricorrere ad un nuovo finanziamento a medio-lungo termine, generalmente è diffusa la prassi di riferirsi o al tasso dell'ultimo finanziamento ottenuto, oppure alla metodologia consistente nella simulazione del giudizio (o rating) che l'impresa otterrebbe nella considerazione della propria situazione economico finanziaria. Il parametro rilevante per tale simulazione, sempre secondo l'autore A. Damodaran, è l'indicatore Ebit/OF, che esprime la sostenibilità degli oneri finanziari, intesa come unità di reddito a disposizione per far fronte ad un'unità di oneri finanziari. In funzione del livello assunto da tale indicatore, l'autore assegna un giudizio di rating diverso a seconda della grandezza dell'impresa, assommando uno spread per il *free risk*.

In tal caso però, Fulldigi Srl non ha in essere finanziamenti a medio-lungo periodo e pertanto non ha maturato oneri finanziari su tali debiti. Ferma l'assenza di contratti di mutuo e finanziamenti a medio lungo periodo,

⁴ Fonte Moody's: www.moody.com

il responsabile dell'area amministrativa, ha confermato che per l'erogazione di mutui, la società in oggetto (alla luce del rating del gruppo) scontrerebbe con gli istituti di credito un tasso, per il costo del debito, presumibilmente pari al 4%, che al netto dell'imposizione fiscale per le imposte dirette (27,5%), è stato calcolato pari al 2,90%.

Da un ulteriore confronto con la società, la struttura del capitale nel medio lungo periodo è stata ragionevolmente assunta pari a E= 90% e D= 10%. A conforto di tale assunzione, osservando gli stati passivi del piano finanziario predisposto per il periodo 2015-2017, i debiti verso le banche mostrano un'incidenza sul totale delle fonti di finanziamento (totale passività) compresa nell'intervallo tra l'8 e il 10%.

In base ai dati ricavati dal bilancio e dalle informazioni ricevute dal legale rappresentante, il WACC può essere così calcolato:

$$\text{Wacc} = (90\% \times 10,71\%) + (10\% \times 2,90\%)$$

$$\text{Wacc} = 9,93\%$$

6.2. Calcolo del valore economico con il metodo finanziario

Definito il quadro prospettico della redditività aziendale, scelto l'orizzonte temporale e stabilito il tasso da adottare per l'attualizzazione dei flussi di cassa, come ai paragrafi precedenti, lo scrivente è passato a determinare i flussi di cassa sulla base del budget 2015 e dei piani finanziari 2016-2017, così come di seguito esposto in tabella (*in mgl di euro*):

	2015	2016	2017
Ebit	294,00	443,00	548,00
Taxes	- 88,00	- 132,00	- 170,00
NOPAT	206,00	311,00	378,00
Ammortamento	116,00	163,00	87,00
Variazione CCN	- 742,00	- 335,00	29,00
Investimenti	- 115,00	- 39,00	- 40,00
Variazione TFR	14,00	8,00	12,00
Flusso di cassa operativo	- 521,00	108,00	466,00

Si è giunti quindi alla determinazione del cosiddetto NOPAT (EBITDA – TAX) sul quale ha determinato i movimenti finanziari volti alla valorizzazione del flusso di cassa inerente la gestione operativa.

La valutazione attraverso i flussi di cassa prospettici attesi dalla sola gestione operativa ante linea Capex, rende la valutazione non solo meglio concentrata sulle effettive caratteristiche e potenzialità del core business – senza risultare inficiata da fattori non “normalizzati”, né prevedibili, di natura del tutto esogena rispetto all’attività d’impresa – ma è anche maggiormente trasparente di fronte ad eventuali politiche di bilancio degli amministratori (come scelte sugli ammortamenti, accantonamenti, svalutazioni etc.) o strategiche di azienda, quali quelle finanziarie (come gli interessi passivi).

Tali flussi di cassa sono stati poi attualizzati con il tasso sopra indicato (Wacc= 9,93%) al tempo “t”: 30/06/2015,

	2015	2016	2017
Flusso di cassa operativo	- 521,00	108,00	466,00
Attualizzazione al 30/06/15	- 473,93	93,70	366,93

determinando quindi il Valore Attuale (VA) dei flussi di cassa 2015-2017 pari ad euro (13).

Per determinare invece il Valore Terminale (TV), il perito si è confrontato con la società per stabilire un flusso di cassa il più possibile attendibile, da adottare quale dato da “proiettare” nel lungo periodo.

Da tale confronto, il direttore finanziario ha indicato come ragionevole un flusso di cassa prospettico uguale al Nopat 2017 (€ 380), prudenzialmente più basso rispetto al flusso di cassa operativo del medesimo anno, ma ragionevolmente in linea con le attese per un periodo così duraturo. In via ancor più cautelativa, il perito ha proeso per adottare il valore del Nopat medio del periodo 30.06.2015-31.12.2017, pari ad euro 358K.

Come da formula esposta al paragrafo 6.1.2., tale valore è stato inizialmente moltiplicato per il tasso di crescita g (assunto prudenzialmente

pari all'1%, come dalla media delle stime del fondo monetario internazionale in merito al paese Italia):

$$FC \text{ di TV: } 358 \times 1,01 = 361,58$$

Successivamente, tale valore è stato capitalizzato con l'applicazione della formula della rendita perpetua:

$$TV/(Wacc-g) = \text{euro } 4.048 \text{ K}$$

e infine attualizzato al tempo t (30/06/2015) con il tasso Wacc.

Il valore così ottenuto per il Terminal Value (TV), è stato determinato pari ad euro 3.188 K.

A completamento della formula utilizzata, è stata aggiunta la risultante positiva della posizione finanziaria netta al 30/06/2015, sostanzialmente pari ai crediti finanziari verso la società controllante per cash pooling e alle disponibilità liquide vantate in pari data. Il perito, infatti, ha proposto per riclassificare tale credito nella PFN in quanto è stata considerata la natura prettamente finanziaria della posta.

PFN = 325 K

Non risulta infine la presenza a bilancio di assets non inerenti la gestione caratteristica.

Il valore dell'azienda analizzata, ottenuto con l'utilizzo del metodo finanziario *DCF Analysis unlevered*, è risultato pari ad euro 3.531 (mgl), arrotondato ad euro 3.500 (mgl):

VA dei flussi di cassa operativi del piano	€ (13)
VA del valore terminale TV	€ 3.188
PFN e Assets non caratt.	€ 325
Valore economico dell'azienda	€ 3.500

Una volta stimato il valore attuale dei flussi di cassa, il perito ha analizzato, attraverso l'analisi di sensibilità, l'incidenza delle variazioni del costo del capitale (Wacc) o della crescita a regime (g) sul VA.

Relazione di stima ex art. 2343-ter, comma 2, lett. b) c.c.

Var. g\Var. Wacc	9,43%	9,93%	10,43%
0,5%	3.483,00	3.316,00	3.166,00
1,0%	3.687,00	3.500,00	3.332,00
1,5%	3.918,00	3.705,00	3.517,00

Per quanto indicato in tabella, si ritiene di poter confermare una variabilità non particolarmente elevata rispetto al valore sopra determinato di euro 3.500.

7 – IL METODO DI CONTROLLO

7.1.- Applicazione del metodo di controllo: il metodo reddituale

Al fine di verificare l'attendibilità del valore ottenuto, come già inizialmente accennato, lo scrivente ha utilizzato come metodo di controllo il metodo reddituale, giungendo alla determinazione del valore economico dell'azienda attraverso un'analisi dei flussi di reddito dell'impresa anziché dei flussi di cassa utilizzati con il metodo principale.

7.1.1. I dati assunti alla base del calcolo

I dati considerati per il calcolo del valore con il metodo di controllo, coincidono ovviamente con quelli recepiti per il metodo principale (cfr. tabella del piano finanziario 2015-2017, par. 6.1.1.), a cui si rimanda. Anche l'orizzonte temporale è stato assunto uguale a quello utilizzato per il metodo principale, in modo da poter rilevare una migliore comparabilità tra i due metodi.

7.1.2. La formula utilizzata

La formula utilizzata ai fini del calcolo di controllo è la seguente:

$$W = \text{Nopat} / (1+Ke)^t + \text{TV} / (1+Ke)^n$$

7.1.3. Il tasso di attualizzazione

Occorre sottolineare come il tasso di attualizzazione utilizzato non sia il medesimo assunto per il metodo finanziario (Wacc), in quanto in questa sede si è ritenuto di dover impiegare il costo del capitale di rischio (Ke).

In applicazione del principio di coerenza, infatti, la dottrina è solita attribuire delle relazioni funzionali alle analisi di valutazione, motivo per cui vengono condotte analisi basate su relazioni esistenti tra aggregati stock, flussi e tassi, come sotto riportato nel prospetto.

CAPITALE	REDDITO	CASSA	TASSO
Tecnico	NOPAT	FCF	Wacc
Netto	NETTO	CFE	Ke

A fronte dell'impiego del reddito netto come flusso utilizzato, si è preferito assumere il costo del capitale di rischio (Ke) per lo sviluppo dei

calcoli. In base a quanto esposto nel paragrafo 6.1.4. (cfr. pag. 33 e segg.), il valore del Ke è stato assunto pari a 10,71%.

7.2. Calcolo del valore economico con il metodo reddituale

Stabilito il risultato netto prospettico per gli anni 2015-2016-2017, come da budget rivisitato e corretto con le nuove prospettive strategiche e di crescita dell'azienda evidenziate nelle tabelle dei paragrafi precedenti, individuato il risultato netto a riferimento del calcolo del Terminal Value, in ipotesi pari al risultato netto risultante per il 2017 (considerata prudenzialmente crescita zero), il perito ha sviluppato i seguenti calcoli:

	2015	2016	2017
Risultato Netto	185,00	293,00	365,00
Attualizzazione al 30/06/15	175,82	251,52	283,01

Il Valore Attuale (VA) dei flussi di cassa 2015-2017 è risultato quindi pari ad euro 710,34 K.

Quanto invece al valore terminale (TV), non avendo uno storico consolidato e definito (l'attività è stata conferita solo il 30.06.2015), il perito ha utilizzato come detto il reddito 2017 (€ 365); tale valore è stato usato per la proiezione prospettica con rendita perpetua, moltiplicandolo poi per il tasso di crescita di lungo periodo g (assunto pari all'1%:

$$R \text{ di TV: } 365 \times 1,01 = 368,65$$

successivamente capitalizzato con l'applicazione della formula della rendita perpetua al 31.12.2017:

$$TV / (Ke - g) = \text{euro } 3.795 \text{ K}$$

e infine attualizzato al tempo t, 30/06/2015, con il tasso Ke; **il valore così ottenuto per il Terminal Value (TV), è stato pari ad euro 2.943 K.**

Il valore dell'azienda analizzata, ottenuto con l'utilizzo del metodo reddituale, impiegato quale metodo di controllo, è risultato pari ad euro 3.653 (mgl), arrotondato ad euro 3.650 (mgl):

VA dei flussi di reddito netti del piano	€ 710
VA del valore terminale TV	€ 2.943
Valore economico dell'azienda	€ 3.653

Una volta stimato il valore attuale dei redditi futuri attesi, il perito ha analizzato, attraverso l'analisi di sensibilità, l'incidenza delle variazioni del costo del capitale di rischio (Ke) o la crescita a regime (g) sul VA.

Var. g\Var. Ke	10,21%	10,71%	11,21%
0,5%	3.678,00	3.495,00	3.331,00
1,0%	3.855,00	3.653,00	3.474,00
1,5%	4.051,00	3.828,00	3.630,00

Per quanto indicato in tabella, si ritiene di poter confermare una variabilità non particolarmente elevata rispetto al valore sopra determinato di euro 3.653.

7.3.- Applicazione del secondo metodo di controllo: metodo “diretto” dei multipli

A maggior conforto dell'attendibilità delle valutazioni sopra sviluppate, il perito ha proceduto anche con la stima attraverso il metodo empirico dei multipli di mercato. L'esperto estimatore ha proceduto alla determinazione del campione di riferimento ricordando come risultato fondamentale l'affinità tra le società incluse nel campione stesso. Nella stima in esame è stato utilizzato il lavoro disponibile sul sito del prof. Damodaran, considerando i dati forniti al gennaio 2015. Come da confronto con la società, è stato convenuto di definire i seguenti settori di appartenenza, peraltro già utilizzati precedentemente per il calcolo del Beta:

- “Advertising” che raccoglie un ampio campione di 77 aziende;
- “Software Internet” che raccoglie un ampio campione di 137 aziende;
- “Software (System & Application)” che raccoglie un ampio campione di 229 aziende.

Si è quindi proceduto alla scelta del multiplo, ricordando che i principali multipli utilizzati nella valutazione d'azienda sono i seguenti: - EV/EBITDA: rapporto tra Enterprise Value (capitalizzazione di mercato più posizione finanziaria netta) e margine operativo lordo; - EV/EBIT: rapporto tra Enterprise Value e reddito operativo; - P/E: rapporto tra prezzo dell'azione e utile netto per azione; - EV/S: rapporto tra Enterprise Value e fatturato

dell'azienda. Nella prassi si ricorre frequentemente ai multipli EV/EBITDA, EV/EBIT e EV/S.

L'esperto estimatore ha ritenuto opportuno ricorrere al multiplo EV/EBIT, in quanto correlato ad un margine che tiene conto sia della gestione operativa (l'Ebit include infatti i costi caratteristici), sia della struttura (sono considerati anche gli ammortamenti).

In sintesi, il **multiplo EV/EBIT** utilizzato ai fini della presente stima è stato determinato come media dei moltiplicatori dei settori sopra considerati, così come calcolati dal Prof. Damodaran:

-“Advertising”	13,84;
-“Software Internet”	14,20;
-“Software (System & Application)”	26,80;

per un multiplo medio pari a **18,28**.

Si è proceduto quindi a determinare la corrispondente grandezza della società a cui applicare il multiplo, al fine di determinarne il valore. Lo scrivente, prudenzialmente, ha inteso confrontare i dati medi rappresentati dalla serie storica degli EBIT (margini operativi lordi) conseguiti dal ramo Fulldigi Srl nei due anni precedenti (2013-2014), con i dati determinati sulla base dei dati prospettici esposti nel piano 2015-2017, prendendo come riferimento il minore delle due serie.

Il ricorso ad un dato medio appare già di per sé prudenziale, ma ciò che risulta ancora più prudente è l'utilizzo, in questa fattispecie, del minore tra il dato storico e quello prospettico.

Di seguito si riporta lo sviluppo dei calcoli effettuati (in migliaia di euro):

	2013	2014	MEDIA
EBIT	335	324	329,00
Media del moltiplicatore per i settori considerati:			18,28

L'applicazione del multiplo EV/EBIT (18,28) alla media dei margini operativi lordi della società Fulldigi Srl relativi al periodo 2013-2014 (329) **determina un valore della società secondo il metodo empirico dei multipli di mercato di € 6.023 (mgl).**

I metodi di controllo evidenziano valori pari o superiori al metodo principale. Si può quindi affermare che i valori economici determinati con i metodi di controllo, confermano la stima effettuata con il metodo principale, peraltro inferiore, quindi prudenzialmente adottabile senza compimento di alcun processo di sintesi o media.

PARTE III°
LE CONCLUSIONI

8 - CONCLUSIONI

L'esperto estimatore, ai fini della determinazione del valore della partecipazione totalitaria detenuta da Fullsix Spa in Fulldigi Srl, al fine del conferimento della stessa in Softec Spa, stabilito il valore economico aziendale della società Fulldigi Srl

- in riferimento ai valori emergenti dalla situazione contabile rappresentata nella situazione economica così come prodotta dalla società alla data del 30.06.2015,
- assunte le informazioni ed i dati analizzati prospettici in ordine alla situazione economica, patrimoniale e finanziaria del complesso aziendale della società, nonché in virtù delle informazioni ottenute circa gli eventi rilevanti della gestione sino alla data di redazione della presente perizia,
- alla luce delle verifiche compiute e della metodologia valutativa applicata;

a conclusione delle considerazioni e delle valorizzazioni come sopra quantificate

determina

ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2343 ter del codice civile, il valore della conferenda partecipazione aziendale, in misura almeno pari a complessivi € 3.500.000;

attesta

che tale valore è almeno pari al valore attribuito all'azienda ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo della conferitaria Softec spa.

Il Dr. Andrea Sfarra attesta inoltre:

- che la valutazione di cui alla presente perizia è conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione delle aziende;
- di essere esperto indipendente da chi effettua il conferimento, dalla società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla società conferitaria e di essere dotato dei requisiti di indipendenza previsti dagli articoli 2399 c.c. e 160 del T.U.F;
- di essere iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Firenze al n. 1932/A ed al Registro dei Revisori Legali al n. 157.696 e di essere dotato di adeguata e comprovata professionalità.

Firenze, li 09.09.2015

In fede

ANDREA SFARRA



Allegati

1. Situazione economico patrimoniale di verifica al 30.06.2015 di Fulldigi Srl;
2. Budget 2015 e business plan 2016-2017.

PERIZIA DI STIMA

**REDATTA AI SENSI DELL'ART. 2343-ter, c.2, lett. b)
DEL CODICE CIVILE CONCERNENTE LA
VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE DETENUTA
DA FULLSIX SPA IN FULLPLAN SRL OGGETTO DI
CONFERIMENTO A SOFTEC SPA**

Firenze, Settembre 2015

<i>INDICE</i>

PARTE I: INTRODUZIONE ALLA VALUTAZIONE

1.	<i>Premessa</i>	4
	1.1. Oggetto dell'incarico	4
	1.2. Finalità dell'incarico	4
	1.3. Data di riferimento della stima	6
2.	<i>Documentazione utilizzata</i>	6
3.	<i>Notizie sulla società oggetto di conferimento</i>	8
	3.1. Il settore di appartenenza	8
	3.2. Notizie storiche, tipologia dell'attività, oggetto dell'attività e struttura d'impresa	9
	3.2.1. La storia	9
	3.2.2. La tipologia di attività	10
	3.2.3. La struttura	10

PARTE II: ASPETTI QUALITATIVI E QUANTITATIVI

4.	<i>Elementi patrimoniali costituenti l'azienda</i>	11
	4.1. Le attività	11
	4.1.1. Le Immobilizzazioni	11
	4.1.2. I lavori in corso su ordinazione	12
	4.1.3. L'attivo circolante	12
	4.2. Le passività	13
	4.2.1. Il fondo di trattamento di fine rapporto	13
	4.2.2. Le passività circolanti	14
	4.3. Altri elementi	14
5.	<i>Scelta e applicazione del metodo di stima</i>	15
	5.1. Breve disamina dei metodi di valutazione di complessi aziendali	16

5.1.1. Il metodo patrimoniale semplice	16
5.1.2. Il metodo patrimoniale complesso	16
5.1.3. I metodi di flusso: finanziario e reddituale	17
5.1.4. Il metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento	19
5.1.5. I metodi indiretti: multipli di mercato e transazioni comparabili	20
5.2. La scelta del metodo di valutazione applicabile al caso di specie	21
5.2.1. Il metodo principale	21
5.2.2. Il metodo di controllo	22
6. <i>Determinazione e calcolo del valore economico aziendale</i>	22
6.1. Applicazione del metodo principale: metodo finanziario	22
6.1.1. I dati assunti alla base del calcolo	22
6.1.2. La formula utilizzata	27
6.1.3. L'orizzonte temporale	27
6.1.4. Il tasso di attualizzazione	28
6.2. Calcolo del valore economico con il metodo finanziario	32
7. <i>Il metodo di controllo</i>	36
7.1. Applicazione del metodo di controllo: metodo reddituale	36
7.1.1. I dati assunti alla base del calcolo	36
7.1.2. La formula utilizzata	36
7.1.3. Il tasso di attualizzazione	36
7.2. Calcolo del valore economico con il metodo reddituale	37
7.3. Applicazione del 2°metodo di controllo: metodo "diretto" dei multipli	38
PARTE III: CONCLUSIONI	
8. Conclusioni	41
Allegati	43

PARTE I°
INTRODUZIONE ALLA VALUTAZIONE

1 – PREMESSA

1.1. Oggetto dell'incarico

In data 24 agosto 2015, il Sig. Maurizio Bottaini, nato a Urzano (PT) il 06.06.1958, codice fiscale BTTMRZ58H06F882M, in qualità di Presidente del Consiglio di Amministrazione di Softec S.p.A., con sede in Firenze, Viale Gramsci 7, codice fiscale e numero di iscrizione del Registro delle Imprese di Firenze 01309040473, registro economico amministrativo n. 521682, ed il sig. Marco Benatti, nato a Verona (VR) il 29.07.1953, codice fiscale BNTMRC53L29L781Y, in qualità di Presidente del Consiglio di Amministrazione di Fullsix S.p.A., con sede in Milano, Viale del Ghisallo 20, codice fiscale e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Milano 09092330159, registro economico amministrativo n. 1272735,

hanno conferito allo scrivente, Dr. Andrea Sfarra, nato a Firenze il 1 maggio 1981, codice fiscale SFRNDR81E01D612L, con studio professionale in Firenze, Viale G. Milton 53, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Firenze al n. 1932/A e al Registro dei Revisori Legali al n.157.696, l'incarico di redigere la relazione di stima prevista dall'art. 2343-ter, comma 2 lett. b) del codice civile, per la valutazione della partecipazione detenuta da parte di Fullsix S.p.A. in Fullplan S.r.l. (c.f. 02313390219), al fine di effettuare il conferimento della medesima in Softec S.p.A.

1.2. Finalità dell'incarico

La presente relazione ha quindi lo scopo di individuare, descrivere e valutare il complesso organizzato di beni e di rapporti costituente l'azienda Fullplan Srl, integralmente partecipata da Fullsix Spa. La stima in oggetto è dunque finalizzata all'operazione di conferimento di detta partecipazione dalla società conferente Fullsix Spa alla società conferitaria Softec Spa.

In conformità a quanto disposto dal Codice Civile, in materia di stima di conferimenti di beni in natura o crediti, la relazione giurata di stima deve

contenere la descrizione dei beni o dei crediti conferiti, l'indicazione dei criteri di valutazione adottati e l'attestazione che il loro valore sia almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione dell'aumento del capitale sociale della società conferitaria e dell'eventuale sovrapprezzo. In considerazione degli scopi che la richiamata disposizione di legge intende perseguire, ossia evitare che, attraverso una sopravvalutazione dei beni in natura conferiti, il patrimonio della società conferitaria ne risulti in qualche modo alterato, la presente stima ha come obiettivo l'individuazione del valore economico della partecipazione detenuta da Fullsix Spa in Fullplan Srl, ovvero il riconoscimento del valore dell'azienda Fullplan Srl, partecipata al 100% da Fullsix Spa.

Al riguardo, risulta opportuno sottolineare che per valore economico (o valore teorico) si intende quel valore che, in normali condizioni di mercato, può essere considerato congruo per il capitale economico di un'azienda o di un ramo di essa, valore che può essere negoziato fra un compratore ed un venditore in condizioni di assoluta libertà di agire ed in possesso di un ragionevole grado di conoscenza delle condizioni di mercato e dei fatti rilevanti connessi all'oggetto della negoziazione. Detto valore rappresenta quindi una stima, sostanzialmente razionale e dimostrabile, connessa all'interpretazione professionale di una realtà complessa. Il valore economico si discosta dal valore soggettivo in funzione delle prospettive dell'utilità per una delle parti, mentre la nozione di prezzo si differenzia da quella di valore soggettivo (e quindi di valore economico), in considerazione dei fenomeni contingenti, in relazione alla domanda ed all'offerta, nonché alle motivazioni delle controparti ed alla forza negoziale delle stesse. Nel caso di specie la stima del valore economico della partecipazione è finalizzata ad una rappresentazione prudentiale del valore dei beni oggetto di conferimento e, di conseguenza, del valore di apporto, così che anche l'aumento del capitale sociale, più l'eventuale sovrapprezzo, della società conferitaria potrà essere perfezionato per valori che riflettono la "cautela" insita nel criterio di stima adottato.

L'esperto estimatore ha tenuto anche in debito conto nell'espletamento dell'incarico che:

- la conferente, a fronte di conferimento della partecipazione aziendale, riceverà azioni della conferitaria scaturenti da apposito aumento di capitale sociale;

- il conferimento della partecipazione aziendale avverrà in regime di neutralità fiscale, così come espressamente previsto dall'art. 176 del DPR n.917 del 22 dicembre 1986, (Testo Unico delle Imposte sui Redditi), optando la conferitaria per il mantenimento dei valori registrati nella contabilità della conferente.

In qualità di esperto estimatore, si procede quindi di seguito alla descrizione del bene oggetto di conferimento, all'indicazione del valore ad esso attribuito ed ai criteri di valutazione adottati, nonché all'attestazione che tale valore è almeno pari a quello attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo.

1.3. Data di riferimento della stima

Al fine della determinazione del valore della partecipazione oggetto di conferimento, l'esperto stimatore si è riferito alla data del **30.06.2015** e, pertanto, a tale data il valore qui stimato va riferito.

2 – DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

A seguito dell'incarico peritale affidatomi, per valutare l'azienda in oggetto, sono stati esaminati dati ed informazioni ricevute da Fullplan Srl, per il tramite del direttore finanziario, Dott. Lorenzo Sisti, oltre che la seguente documentazione:

- lo statuto di Fullsix Spa;
- lo statuto di Fullplan srl;
- lo statuto di Softec Spa;
- i bilanci di esercizio al 31.12.2013 ed al 31.12.2014 di Fullsix Spa;
- i bilanci di esercizio al 31.12.2012, al 31.12.2013 ed al 31.12.2014 di Fullplan Srl;
- la situazione economica e patrimoniale di verifica al 30.06.2015 di Fullplan S.r.l.;
- il budget 2015 di Fullplan S.r.l. predisposto dalla società;

- il piano economico-finanziario 2016-2017 di Fullplan S.r.l. predisposto dalla società;
- gli stati patrimoniali ed i rendiconti finanziari prospettici 2015-2017 di Fullplan S.r.l. predisposti dalla società;
- l'elenco dei dipendenti di Fullplan S.r.l.;
- l'elenco dei contratti attivi in essere, con verifica a campione del contenuto di quelli di importo più significativo.

Si precisa come tutto il materiale raccolto, utilizzato e menzionato, sopra descritto, è archiviato nel fascicolo che il perito ha predisposto in ordine al presente elaborato.

Lo scrivente ha esaminato la documentazione sopra indicata ed ha riscontrato che non sono emersi elementi di criticità tali da destituire di fondatezza il sistema amministrativo-contabile, nonché l'affidabilità dello stesso a rappresentare in modo corretto i fatti di gestione.

Si è inoltre tenuto conto dell'attendibilità:

- del sistema informativo;
- delle notizie fornite dalla società.

A maggior conforto della stima che si va a redigere, la società ha dichiarato che dalla data del 30/06/2015, non sono intervenuti fatti o eventi negativi tali da incidere sulla determinazione del valore stimato.

Il lavoro svolto e le conclusioni raggiunte devono essere interpretate alla luce delle seguenti ipotesi e limitazioni:

- l'azienda oggetto del conferimento delle partecipazioni, è stata valutata in condizioni di autonomia (*stand alone*) ed in ipotesi di continuità aziendale (*going concern*), senza sostanziali mutamenti di direzione e di gestione;
- la valutazione è effettuata alla luce di elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e sulla base delle informazioni economiche e di mercato disponibili alla data di predisposizione della relazione di stima. Non si tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi esterni di natura straordinaria o non prevedibile;
- tutte le informazioni necessarie per lo svolgimento dell'incarico, soprattutto i dati prospettici e previsionali della componente economica, patrimoniale e finanziaria, sono stati forniti direttamente dalla Direzione

Finanziaria di Fullplan srl a cui si rimanda per la veridicità, accuratezza e completezza delle stesse, comportando la presente attività unicamente un'analisi di ragionevolezza delle suddette informazioni;

- l'incarico non ha previsto lo svolgimento di alcuna procedura di revisione contabile relativamente alla situazione patrimoniale di conferimento, ai bilanci o ai dati contabili della società Fullsix spa e Fullplan Srl;
- la valutazione è stata effettuata esclusivamente ai fini dell'operazione di conferimento sopra descritta, pertanto i risultati esposti non possono essere assunti per finalità diverse da quelle proprie al presente incarico;
- si precisa che eventi attualmente non prevedibili potrebbero avere un impatto anche significativo sulla effettiva performance futura dell'azienda. La società ha confermato che i dati economico-finanziari prospettici utilizzati ai fini della presente stima sono stati predisposti sulla base delle informazioni disponibili ed elaborati secondo previsioni ragionevolmente formulabili alla data di compilazione.

3 – NOTIZIE SULLA SOCIETA' OGGETTO DI CONFERIMENTO

In questo capitolo ed in quello successivo, sono state raccolte tutte le informazioni necessarie, interne ed esterne all'impresa, al fine di individuare e descrivere il complesso organizzato di beni e rapporti costituenti l'azienda.

Vengono classificate in quelle relative all'azienda e al suo assetto giuridico (la storia, l'attività, la struttura) e in quelle tratte dai documenti contabili (dati generali, dati contabili, dati analitici).

Analogamente, per le informazioni sugli aspetti esterni dell'azienda (mercato, concorrenza, condizioni generali, clientela) si espongono i tratti più significativi.

3.1. Il settore di appartenenza

Fullplan opera nel settore della comunicazione digitale, occupandosi principalmente delle seguenti attività:

- SEO (Search Engine Optimization);
- SEA (Search Engine Advertising);
- Social Media Marketing;

- Performance Media Marketing;
- Web Analytics.

A più puntuale descrizione del settore di appartenenza si riporta quanto dichiarato dalla società, in merito ad una , pur sommaria, analisi di tale contesto. *“..in un contesto macroeconomico critico, che vede un calo generale dei mezzi di comunicazione tradizionali, l'Italia incrementa la sua competitività sul fronte internet. Nel corso del 2014 la pubblicità sui canali online è cresciuta del 12,7% rispetto al 2013 (IAB Forum 2014). A trainare la crescita principalmente i nuovi mezzi: video, social e mobile unitamente alle soluzioni di programmatic advertising. Il segmento Display nel complesso (che comprende le sottocategorie banner, video e social) registra nel 2014 un andamento positivo con un incremento del 18,95%, con una crescita del Banner Advertising (a una cifra +8,2%) favorita dal buon andamento di mobile e programmatic advertising, che ne guidano lo sviluppo. Il segmento video cresce del 25% per un valore degli investimenti pari a 300 milioni di euro mentre il Social vanta un trend di crescita del 70% che porta il valore degli investimenti a 170 milioni. Relativamente alla pubblicità sui device mobile (smartphone e tablet) si registra una crescita del +50%, raggiungendo a fine anno i 290 milioni pari al 14,5% dell'Internet Advertising.*

Le nuove tecnologie di programmatic advertising, che già trainano i mercati più maturi e sono deputate a gestire in modalità innovativa il display advertising, si affermano anche in Italia con tassi di crescita ormai significativamente innescati: 110 milioni gli investimenti (con una crescita del 120%) che sono inclusi nel display advertising per una quota pari al 10% dello stesso. Anche il Search continua nella sua corsa, mantenendo un ruolo di tipologia leader nel mercato con una crescita del 14% e un valore pari a 665 milioni di euro, mentre l'Email Advertising si assesta sul medesimo valore del 2013 (25mln di euro) e i Classified evidenziano un andamento negativo (-16,3%) più legato alle congiunture del sistema economico...”

3.2. Notizie storiche, tipologia dell'attività, oggetto dell'attività e struttura d'impresa

3.2.1. La storia

La società è stata costituita il 13.06.2002, ai rogiti del Notaio Paolo Stefani (rep. 91614) in Bolzano, con denominazione Sems Srl. Dal 2006 è

parte del Gruppo Fullsix SpA, agenzia leader in Italia nel marketing relazionale multicanale. Nata come prima agenzia web specializzata nel Search Marketing, nel novembre 2012, incorpora con operazione di fusione DMC Media, integrando due unit di lavoro, dedicate rispettivamente a Social e Performance Media Marketing.

Il 28/10/2014 varia la propria denominazione in Fullpan Srl (Notaio Mario Notari, rep. 22745/13280).

L'amministrazione della società è oggi attribuita ad un Consiglio di Amministrazione, presieduto e rappresentato dal Sig. Marco Benatti, a cui spettano i poteri di ordinaria e straordinaria amministrazione. La società ha attualmente sede legale in Milano ed è iscritta al Registro delle Imprese di Milano al numero 02313390219 e al Repertorio Economico Amministrativo al numero 1736361.

La proprietà è a socio unico, rappresentata dalla società Fullsix Spa che ne detiene il 100% delle quote.

3.2.2. La tipologia di attività

L'oggetto della società consiste in :

- search engine positioning ovvero nel posizionamento nei motori di ricerca;
- search engine marketing;
- online advertising basato su banner e email;
- nella creazione di siti internet;
- elaborazione di progetti multimediali e nell'elaborazione digitale;
- www-design e nella programmazione web;
- ogni attività diretta a rendere possibile o ad aumentare le vendite via internet.

3.2.3. La struttura

La società ha la forma giuridica di società a responsabilità limitata, costituita con capitale sociale pari ad euro 57.213 interamente versato e un patrimonio netto al 30.06.2015 di euro 159.159. Per quanto inerente la struttura del personale presente in azienda, il perito ha provveduto a ritirare copia dell'organigramma aggiornato e fornito dal personale amministrativo. L'impresa vanta, dunque, alle proprie dipendenze 12 dipendenti, di cui 1 quadro, 6 impiegati (1 a tempo determinato) e 5 apprendisti.

PARTE II°
ASPETTI QUALITATIVI E QUANTITATIVI

4 – ELEMENTI PATRIMONIALI COSTITUENTI L’AZIENDA

Prima di presentare i metodi valutativi considerati ed esporre quelli adottati, il perito ha individuato assieme agli organi societari quali sono gli elementi patrimoniali costituenti il compendio aziendale oggetto di conferimento.

Di seguito si riportano in dettaglio le singole voci delle poste attive e passive dello stato patrimoniale oggetto di trasferimento, alla data del 30.06.2015, brevemente descritte ed illustrate nella loro rappresentazione a valori di libro (cifre in migliaia di euro).

ATTIVO		PASSIVO	
Immobilizzazioni materiali	3,00	Capitale Sociale	57,00
Lavori in corso su ordinazione	71,00	Riserve e Utili a nuovo	1.083,00
Crediti commerciali	961,00	Utile d'esercizio	19,00
Crediti vs controllante	700,00		
Ratei e risconti attivi	22,00	TFR	36,00
Disponibilità liquide	-	Debiti verso dipendenti	533,00
		Ratei e risconti passivi	29,00
Totale attivo	1.757,00	Totale passivo	1.757,00

4.1 – Le Attività

4.1.1. Le Immobilizzazioni

Non sono iscritte immobilizzazioni immateriali.

Quanto invece alle immobilizzazioni materiali, sono iscritte al prezzo di acquisto o al costo di produzione, per complessivi euro 95.495. Trattasi in particolare di impianti e macchinari, attrezzature industriali e commerciali, elaboratori elettronici, mobili ed arredi e automezzi di proprietà dell'impresa.

Risultano ammortizzate sistematicamente nel corso degli anni, infatti, il fondo ammortamento assomma ad euro 92.536, per un residuo a bilancio di euro 2.959.

4.1.2. Lavori in corso su ordinazione

Tale voce è composta da lavori in corso non chiusi nel periodo oggetto di analisi, iscritti per un importo di euro 70.773. Sono valutati secondo il metodo della percentuale di completamento e sono relativi a lavori non ancora completati.

4.1.3. Attivo circolante

Crediti

La voce è destinata ad accogliere tipicamente i crediti, sorti a seguito dell'attività aziendale, destinati ad avere l'esposizione finanziaria entro un breve lasso di tempo. Essi ammontano ad euro 961.223; al 31.12.2014 risulta prudenzialmente accantonato un fondo svalutazione crediti pari ad euro 671.412.

Tale voce in dettaglio è composta da:

- Crediti vs clienti	€ 944.893
- Crediti vs Controllanti	€ 5.214
- Crediti vs Banca Nazionale del Lavoro	€ 11.115

Occorre sottolineare come tra i crediti verso clienti sia iscritto il credito verso Alitalia – Linee Aeree Italiane Spa, ammesse alla procedura di Amministrazione straordinaria per le grandi imprese in crisi, e per la quale le società del gruppo Fullsix spa hanno presentato nel 2008 ricorso per l'insinuazione al passivo. Nel contesto della fusione per incorporazione di DMC Srl in Fullplan srl, è intervenuto poi un accordo tra quest'ultima e Fullsix Spa in forza del quale Fullsix garantisce a Fullplan l'incasso di euro 527.000 alla chiusura della procedura, a prescindere dal risultato della liquidazione delle attività della medesima; Fullplan S.r.l., di contro, rinuncia ad eventuali somme realizzate dalla riscossione di detto credito in misura superiore a 527.000 euro. Nei documenti del bilancio consolidato 2014 di Fullsix Spa, peraltro, si legge una previsione di concreto recupero del medesimo credito (cfr. anche allegato 1 al bilancio, "Impairment test al 31.12.2014").

Disponibilità liquide

Alla data di riferimento della stima, la liquidità risulta pari ad euro 51,89. Occorre rilevare, però, come la liquidità del gruppo sia gestita a mezzo

dell'accordo di cash pooling sottoscritto tra le società del gruppo Fullsix Spa, con il quale la tesoreria è stata accentrata in capo alla holding con lo scopo di gestire al meglio le disponibilità liquide del gruppo. In particolare, con tale accordo, si realizza quotidianamente e con pari valuta il trasferimento di ogni operazione registrata sui conti correnti bancari della società mandante sul conto corrente intestato alla mandataria presso un istituto di credito, azzerando così a fine giornata il saldo dei conti correnti bancari della mandante. Contabilmente, il principio OIC 14 prevede che, sia nel bilancio delle singole società partecipanti al cash pooling la quota di pertinenza di ciascuna società del saldo del conto corrente comune si classifichi tra i crediti (o i debiti, a seconda del caso) verso la società amministratrice (controllata, collegata, controllante, ecc.), sia nel bilancio della società amministratrice del fondo comune, la classificazione del suo saldo sia simmetrica rispetto a quanto rilevato dalle altre partecipanti al cash pooling.

Nella sua consistenza in bilancio al 31.12.2014, tale disponibilità è rappresentata nel saldo finale dei “*crediti verso controllante per cash-pooling*” per euro 1.004 K, mentre alla data del 30.06.2015 è imputabile a Fullplan Srl un saldo positivo di euro 700.279.

Ratei e Risconti

La voce ratei e risconti attivi è iscritta per un importo pari a 21.607 euro ed include costi e ricavi la cui manifestazione finanziaria diverge dall'anno di competenza:

-Ratei attivi	€ 17.622
-Risconti attivi	€ 3.985

4.2. – Le passività

Si passa ora ad analizzare il passivo patrimoniale dell'azienda individuata, così come di seguito composto.

4.2.1. Fondo per trattamento di fine rapporto

Il trattamento di fine rapporto rappresenta l'effettivo debito maturato in conformità alla legge e alle previsioni contrattuali di lavoro vigenti; è un onere avente esistenza certa, natura e importo determinati, ma il cui momento di pagamento, tuttavia, non è certo. Corrisponde al totale delle singole indennità di fine rapporto, al netto di eventuali acconti erogati,

maturate nei confronti dei dipendenti dell'azienda, aggiornato al 30 giugno 2015.

Il valore riscontrato è pari a quello nominale di € 36.039.

4.2.2. Passività circolanti

Debiti verso dipendenti

I debiti commerciali, finanziari e gli altri debiti correnti, sono stati iscritti in sede di prima rilevazione al fair value, successivamente vengono esposte al costo ammortizzato utilizzando il metodo dell'interesse effettivo.

Ammontano ad euro 533.135 e sono composti da:

-debiti verso banche:	€	518
-debiti verso fornitori:	€	274.124
-debiti verso controllanti:	€	138.500
-debiti tributari:	€	30.704
-debiti verso ist. previdenziali:	€	13.750
-altri debiti:	€	75.538

Ratei e Risconti Passivi

Ammontano ad euro 28.560.

4.3. Altri elementi

Contratti in corso

Tra i contratti relativi all'azienda, la cui partecipazione totalitaria è oggetto di conferimento, si ricordano, a titolo meramente esemplificativo e non esaustivo, i seguenti:

Passivi

- contratti di lavoro stipulati con 12 dipendenti in forza presso l'azienda alla data di stima;
- contratti stipulati con fornitori e società controllante;

Attivi

- contratti stipulati con la clientela;

Passività potenziali

La società ha dichiarato all'esperto estimatore che non si rilevano passività potenziali, non desumibili dai dati di bilancio, né risultano pendenze tributarie e/o cartelle esattoriali notificate o in corso di notifica alla società Fullplan S.r.l.

5 – SCELTA E APPLICAZIONE DEL METODO DI STIMA

Con riferimento sia alla dottrina in materia aziendale che alla prassi professionale, si ritiene, con univoco orientamento, come la valutazione di azienda costituisca un problema complesso, vuoi per la numerosità degli aspetti che essa coinvolge (economici, tecnici, finanziari, mobiliari, matematici, statistici, giuridici, valutari, ecc.), vuoi per l'eterogeneità delle fattispecie in cui essa si presenta. Il valore di una azienda deve infatti essere inteso come un concetto relativo e perciò non definitivo, né univoco, ma valido pro-tempore ed in determinate condizioni e fattispecie.

La relatività della valutazione deriva da:

- la tipologia dell'operazione che ha richiesto la valutazione;
- l'identità delle parti interessate all'operazione aziendale che ha richiesto la valutazione,
- l'attività svolta dall'azienda oggetto della valutazione;
- il particolare status dell'azienda, oggetto della valutazione o dei suoi titoli, da intendersi nel senso di attribuire differenti valori ad aziende in relazione, sia alla condizione di funzionamento (economico o meno) o di liquidazione, sia al loro posizionamento sulla ideale "*curva della vita*", sia infine al loro eventuale status di società (con titoli quotati alla borsa valori, negoziati al mercato ristretto, ecc.).

Proprio per questo viene abitualmente seguito un iter logico come di seguito definito:

- esame dei parametri che stanno alla base di ogni valutazione, loro riclassificazione allo scopo di individuarne l'eventuale preminenza, accertamento di eventuali vincoli normativi sulla scelta del metodo e dell'approccio valutativo,
- scelta del metodo valutativo fra quelli elaborati dalla dottrina specialistica e collaudati dalla prassi professionale, che meglio soddisfi il mix di parametri ispiratori della stima (tipologia, identità, attività, status) o l'eventuale prevalenza di uno di essi,
- determinazione del valore tramite l'applicazione del metodo valutativo scelto.

Una volta analizzati gli elementi contabili ed extra-contabili ed appreso le informazioni basilari sull'azienda da valutare, il perito ha determinato il

criterio più idoneo, necessariamente correlato alle finalità della stima stessa, consistente nella determinazione del valore dell'azienda emergente al 30/06/2015.

5.1. – Breve disamina dei metodi di valutazione di complessi aziendali

5.1.1. Il metodo patrimoniale semplice

Il metodo patrimoniale semplice rappresenta un passaggio imprescindibile di ogni valutazione, in quanto consente di rappresentare il valore di mercato della struttura patrimoniale dell'azienda.

La valutazione effettuata con il metodo patrimoniale semplice si caratterizza come stima analitica a valori “correnti” di ciascun elemento del patrimonio sociale.

Tale metodologia si limita, in sostanza, ad esprimere a valori di mercato i singoli elementi dell'attivo e del passivo patrimoniale (gli elementi dell'attivo sono valutati al valore di presumibile realizzo, mentre gli elementi del passivo al valore di presunta estinzione), senza prendere in considerazione gli aspetti reddituali o l'esistenza di componenti immateriali che non risultano iscritti nei libri contabili.

Il metodo patrimoniale semplice – pur se di indubbia convenienza pratica – presenta, tuttavia, evidenti lacune in ordine alla effettiva determinazione del valore dell'azienda che, se in stato fisiologico, non può valutarsi attraverso la sommatoria degli elementi che la compongono, costituendo invece *“un mobile e complesso sistema dinamico nel quale si realizzano in sintesi vitale l'unità nella molteplicità, la permanenza nella mutabilità”*.

In particolare, in tal modo, non verrebbero valorizzate le componenti immateriali “autoprodotte” dal sistema aziendale in funzionamento, in quanto non iscritte in bilancio per espresse disposizioni civilistiche ovvero per effetto delle valutazioni contabili degli amministratori.

5.1.2 Il metodo patrimoniale complesso

Il metodo patrimoniale complesso consente di attribuire un valore separato anche ai beni c.d. “intangibili” ossia alle immobilizzazioni

immateriale quand'anche esse non risultino iscritte nei registri contabili (ad esempio, un marchio commerciale autoprodotta).

L'utilizzo di tale metodologia può assumere particolare significato in presenza di ingenti valori di beni immateriali, la cui stima possa (*rectius*, necessiti di) essere effettuata autonomamente, attraverso moltiplicatori di mercato o processi simili, oppure di fronte all'esigenza di determinare, con riferimenti oggettivi, il concorso dei beni intangibili alla formazione del valore.

5.1.3 I metodi di flusso: finanziario e reddituale

Utilizzando il metodo finanziario o quello reddituale, il valore di un'azienda è determinato in funzione dei flussi di cassa o dei redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre.

L'obiettivo di tale metodo è quello di valutare l'azienda (economicamente) "come complesso unitario, sulla base della relazione valore-redditività".

L'adozione di tale metodologia è particolarmente indicata per aziende con un grado di patrimonializzazione non rilevante rispetto al volume d'affari prodotto e con una significativa dotazione di risorse intangibili.

Il metodo reddituale è frequentemente utilizzato nella valutazione di aziende commerciali, di servizi, di intermediazione commerciale e finanziaria.

A seconda delle prospettive future e dei dati disponibili, i metodi reddituali possono trovare applicazione secondo tre distinte modalità di calcolo, che possono essere sintetizzate come segue:

i) attualizzazione del flusso di cassa/reddito medio normale atteso.

Tale processo corrisponde all'ipotesi di durata indefinita nel tempo del reddito atteso e si traduce in una formula valutativa che corrisponde al valore attuale di una rendita perpetua, del tipo:

$$W = R/i$$

dove:

W = valore dell'azienda;

R = flusso di cassa o reddito medio prospettico;

i = tasso di valutazione;

- ii) *attualizzazione del flusso di cassa/reddito medio normale atteso per un periodo definito di anni.*

Tale modalità di calcolo è fondata sull'ipotesi di una durata limitata nel tempo del reddito e si traduce in una formula valutativa che corrisponde al valore attuale di una rendita annua posticipata di una durata pari ad un numero limitato di anni, del tipo:

$$W = Ra_{\overline{n}|i}$$

dove:

W = valore dell'azienda;

R = flusso di cassa o reddito medio prospettico;

$a_{\overline{n}|i}$ = simbolo matematico-finanziario che indica il valore attuale di una rendita con durata definita ;

n = numero di anni di durata prevedibile della rendita;

i = tasso di valutazione;

iii) *attualizzazione dei flussi di cassa o redditi analiticamente previsti per un certo numero di anni completata dalla determinazione di un "valore terminale", da stimarsi - quest'ultimo - sulla base del flusso di cassa o reddito atteso al termine del periodo oggetto di previsione analitica. Si tratta, in sostanza, di un criterio di stima composito rispetto a quelli in precedenza indicati, del tipo:*

$$W = \left[\sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^n} \right] - PFN$$

dove:

W = valore dell'azienda;

F = flusso di cassa medio prospettico;

$a_{\overline{n}|i}$ = simbolo matematico-finanziario che indica il valore attuale di una rendita con durata definita;

n = numero di anni di durata prevedibile della rendita;

i = tasso di valutazione;

TV = è il c.d. *terminal value* ricavabile attualizzando il valore corrispondente ad una rendita perpetua del risultato atteso all'anno "n". Esso consisterà, quindi, nel valore attuale di una rendita perpetua del tipo $TV = R/(i-g)$ dove g rappresenta il tasso di crescita di lungo periodo;

PFN = rappresenta la posizione finanziaria netta.

Per completezza di esposizione, occorre precisare come tale formula sia completata dall'inserimento della valutazione di assets relativi alla gestione non caratteristica.

5.1.4 Il metodo misto patrimoniale - reddituale con stima autonoma dell'avviamento

Il metodo in questione fonda il proprio presupposto nella considerazione per cui il reddito prospettico comprende una quota di "sovrareddito" (o "sottoreddito") destinata fisiologicamente a venire meno nel tempo.

Il metodo della stima autonoma dell'avviamento consente di attribuire una rilevante importanza alla consistenza del patrimonio senza, tuttavia, trascurare la componente reddituale legata all'esistenza di un'azienda in funzionamento.

Infatti, il valore dell'azienda è determinato dalla sommatoria tra il valore del patrimonio rettificato e il valore dell'avviamento:

$$V = K + A$$

dove:

V = valore dell'azienda

K = patrimonio netto rettificato

A = valore dell'avviamento

Il valore dell'avviamento viene calcolato come differenza tra il valore attribuito al complesso aziendale e il valore dei singoli elementi del patrimonio. La determinazione puntuale di tale valore si ottiene attualizzando il surplus di reddito futuro sulla base di un congruo tasso di attualizzazione:

$$A = (R - KI) a_{n-1}$$

dove:

A = valore dell'avviamento

R = reddito medio prospettico

K = valore patrimoniale rettificato

I = tasso di valutazione normale

$a_{\overline{n}|i}$ = simbolo matematico-finanziario che indica il valore attuale di una rendita con durata definita

n = numero di anni prevedibile di durata dell'avviamento

i = tasso di valutazione finanziario

5.1.5 I metodi indiretti: multipli di mercato e transazioni comparabili

Oltre ai metodi “indiretti” sopra riportati per la determinazione del valore aziendale (ai quali debbono aggiungersi ulteriori e più complesse metodologie, quali, ad esempio, il c.d. EVA = *Economic Value Added*), per la valutazione delle realtà aziendali è anche frequente il ricorso a metodi “diretti” che si fondano “sulla rilevazione di dati di mercato e sull’osservazione (e conseguente applicazione) di parametri e indicatori nel presupposto della “verosimiglianza” rispetto al valore aziendale ricercato”.

L’applicazione di tali metodi -maggiormente, anche se non esclusivamente, adottati per la valutazione di società con titoli quotati in mercati regolamentati (quali, ad esempio la borsa valori oppure i c.d. “mercati ristretti”)- prevede il ricorso a “moltiplicatori di mercato”, cioè al rapporto tra la capitalizzazione borsistica di analoghe società concorrenti e parametri diversi, quali, a seconda dei casi, l’utile netto, l’EBIT, l’EBITDA, il fatturato, etc.

La ragione del ricorso a tali metodi poggia su processi comparativi dell’azienda con i valori riconosciuti dal mercato per realtà affini ovvero per transazioni comparabili.

L’inevitabile criticità di tali metodologie di valutazione, tuttavia, risiede nella elevata volatilità dei risultati che ne derivano, conseguenza, da un lato, dell’ampio *range* di oscillazione dei corsi di borsa e, dall’altro, delle differenze strutturali che potrebbero caratterizzare le realtà aziendali utilizzate per la comparazione con quella oggetto di stima.

Più precisamente, differenze significative nella composizione patrimoniale o nella situazione finanziaria tra le entità oggetto di comparazione renderebbero non affidabile la valutazione aziendale.

5.2. – La scelta del metodo di valutazione applicabile al caso di specie

5.2.1 Il metodo principale

Caratteristica peculiare dei metodi patrimoniali è quella di fondarsi su un principio di valutazione analitico dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale. Essi determinano l'impiego di capitale che un generico investitore dovrebbe effettuare per istituire una nuova impresa dotata di struttura patrimoniale perfettamente identica a quella cui si riferisce la valutazione. Tale metodologia si limita, quindi, ad esprimere a valori di mercato i singoli elementi dell'attivo e del passivo patrimoniale (gli elementi dell'attivo sono valutati al valore di presumibile realizzo, mentre gli elementi del passivo al valore di presunta estinzione), senza prendere in considerazione gli aspetti finanziari e reddituali.

E' indubbio che, stante il caso di specie e data la minor rilevanza del patrimonio rispetto alle capacità reddituali, al *know how*, alla rete di vendita dell'azienda, alle potenzialità del brand sul mercato e all'avviamento intrinseco, limitarsi ad un'analisi del valore dei beni fisici componenti l'attivo e il passivo – alla luce della generale bassa incidenza dei cespiti materiali nel particolare settore di fornitura di servizi – significherebbe limitare l'analisi ad una insufficiente fotografia della fattispecie. L'identificazione di un prezzo di mercato reale è conseguibile solo se, insieme alla parte materiale dell'azienda, si analizzano anche le sue dotazioni intangibili, non identificabili da un punto di vista fisico, ma ben definibili quale fonte di reddito, date le capacità di attrazione sul mercato.

Per tali motivi, lo scrivente ha inteso adottare quale metodo principale per i suoi calcoli il metodo finanziario, volto di per sé a considerare le attese future riguardo l'azienda, comprendendo intrinsecamente anche la componente materiale che in questa fattispecie non mostra particolare significatività. Per il calcolo del valore è stato preferito utilizzare il budget aziendale del triennio (2015-2017) implementandolo con un valore terminale, garantendo così una adeguata affidabilità della stima nel lungo periodo.

5.2.2 Il Metodo di controllo

Al fine di accertare la sostenibilità economica segnalata al punto che precede, il perito ha inteso verificare se il valore aziendale attribuito in corso di analisi, sia riscontrabile con tecniche diverse che confermino o meno quanto valutato con il metodo principale.

Si è concentrato, quindi, sul metodo reddituale puro che si fonda sul concetto che il valore dell'azienda dipenda unicamente dai redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre.

E' un metodo molto simile a quello principale, ma appare preferibile per il controllo, vista l'importanza che rappresenta la parte immateriale delle attività nello specifico settore in cui la società opera (cfr. quanto precedentemente esposto sopra circa i metodi patrimoniali).

Per di più, a ulteriore prudenziale conforto delle valutazioni assunte, il perito ha inteso utilizzare anche un secondo metodo di controllo in modo da sintetizzare i valori che scaturiscono dall'applicazione di tali metodi e confrontare così le conclusioni raggiunte anche con un'analisi delle valutazioni desumibili attraverso l'utilizzo di un metodo diretto, in particolare con un metodo empirico che, per determinare il valore di un'azienda, prende a riferimento i prezzi praticati dal mercato: è stato usato il metodo dei multipli EV/EBIT.

6 - DETERMINAZIONE E CALCOLO DEL VALORE ECONOMICO AZIENDALE

6.1.- Applicazione del metodo principale: metodo finanziario

6.1.1. I dati assunti alla base del calcolo

Ai fini della valutazione del capitale economico dell'azienda, sulla base delle informazioni ricevute dalla società e dalla direzione amministrativa e finanziaria in particolare, tramite la previsione dei flussi di cassa prospettici generati dalla gestione operativa, ai fini dei calcoli sono stati assunti i valori e le tabelle predisposte da Fullplan S.r.l. e di seguito riportate (*in migliaia di euro*).

a) I conti economici per gli anni 2013 e 2014 di Fullplan Srl

	31.12.2014	%	31.12.201	%
RICAVI NETTI	2.024	100%	3.086	100%
Variazioni	-1	0%	-31	-1%
Altri ricavi	21	1%	60	2%
Valore della produzione	2.043	101%	3.114	101%
Costo del lavoro	-580	-29%	-1.381	-45%
Costo dei servizi	-1.118	-55%	-1.494	-48%
Altri costi operativi netti	-10	0%	-107	-3%
Margine operativo lordo (EBITDA)	335	17%	132	4%
Ammortamenti	-2	0%	-3	0%
Accantonamenti e svalutazioni	0	0%	0	0%
Risultato operativo (EBIT)	333	17%	129	4%
Proventi (oneri) finanziari netti	+2	0%	0	0%
Risultato ante imposte	335	17%	129	4%
Imposte	-116	-6%	-68	-2%
Risultato netto	219	11%	61	2%

Tra il 2013 ed il 2014, il fatturato è diminuito considerevolmente, a fronte però di una riduzione direttamente proporzionale dei costi, così che sono stati ottenuti margini operativi migliori rispetto al 2013 con un risultato netto d'esercizio incrementato in valore assoluto di 158K.

b) *Il piano economico di Fullplan Srl per il periodo 2015-2017*

	2015	2016	2017
Ricavi netti	492,00	1.243,00	1.255,00
costi indiretti	- 71,00	- 144,00	- 150,00
Gross Margin	421,00	1.099,00	1.105,00
costo del lavoro	- 267,00	- 536,00	- 536,00
costi dei servizi	-	- 276,00	- 276,00
altri costi operativi	- 20,00	- 50,00	- 47,00
Risultato gest. Ordinaria	134,00	237,00	246,00
Altri proventi	-	-	-
EBITDA	134,00	237,00	246,00
Ammortamenti	- 2,00	- 3,00	- 1,00
EBIT	132,00	234,00	245,00
Prov e oneri finanziari	-	- 3,00	- 3,00
Risultato ante imposte	132,00	231,00	242,00
Imposte	- 39,60	- 69,00	- 72,00
Risultato Netto	92,40	162,00	170,00

Il budget 2015 di Fullplan S.r.l. è stato redatto dal management, che ha formulato le proprie ipotesi sia dal lato dei costi di produzione che dal lato del ricavi già contrattualizzati, dei ricavi "identificati" e delle opportunità

per l'intero esercizio 2015. Il documento è stato redatto sviluppando due analisi:

A) “zero based budgeting” 2015 ovvero sono stati previsti i ricavi “minimi” per coprire tutti i costi gestionali, ammortamenti e adempimenti fiscali;

B) budget obiettivo 2015 ovvero sono stati evidenziati gli obiettivi di ricavo (di seguito “ricavi a budget”) dedotti da contratti già perfezionati, da ricavi già identificati e da opportunità connesse ai mercati di riferimento e confrontando tali ricavi con i costi di produzione attesi, comprensivi di ammortamenti e adempimenti fiscali.

Il perito ha assunto i valori della seconda analisi più avanzata.

Il budget 2015 è stato quindi testato dalla società alla luce di:

- sostenibilità finanziaria;
- attendibilità rispetto alle variabili economico-finanziarie e ai test effettuati sulle compatibilità tra capacità produttiva e ricavi “minimi”.

Il budget 2015, come riferito dalla società, è stato costruito sulla base di un processo così articolato:

- approccio “zero based budgeting” con individuazione dei “ricavi minimi” per compensare tutti i costi gestionali e gli impegni fiscali sia a livello di business unit che a livello consolidato,
- individuazione dei costi corporate e riallocazione alle unità operative pro quota sulla base di indicatori economici (fatturato/ n. addetti),
- allocazione dei costi generali diretti,
- confronto tra “ricavi minimi” e “ricavi attesi” dalla struttura commerciale e validati dal management.

Si sottolinea come la rate card di costo è stata calcolata sulla media ponderata del full cost delle risorse per profilo professionale secondo un parametro aggiornato con un tasso di incidenza sulla fatturazione ai clienti del 79,6% (la differenza rispetto al 100% riflette i giorni di lavoro non fatturati perché dedicati alla predisposizione di offerte, alla formazione, a malattie, a inefficienze produttive), mentre la rate card di ricavo è stata calcolata a prezzi di mercato in relazione alle diverse categorie professionali e per i diversi mercati di riferimento.

Il piano sopra indicato è basato sulla stabilità dei ricavi, assumendo quindi l'ipotesi prudenziale di una crescita del fatturato negli anni pari a zero. Giova ricordare come, per l'anno 2015, siano stati considerati i valori maturati successivamente al 30.06.2015, data assunta come riferimento per la presente perizia, in quanto solo i valori successivi a tale data vanno a comporre il valore economico aziendale della società le cui partecipazioni verranno conferite. Gli importi considerati quali componenti positivi e negativi di reddito, quindi, rappresentano la differenza tra i dati del budget stilato dalla società nella sua ultima versione, e i dati c.d. "Actual" al 30.06.2015, come risultanti dalla situazione economica di verifica fornita allo scrivente dalla società.

Quanto al margine operativo, è stato determinato con un'incidenza media del 21% sui ricavi netti. L'utile netto, invece, è stato stabilito con un'incidenza media pari al 15% rispetto ai componenti positivi di reddito.

Per gli anni 2016 e 2017, sono state assunte le seguenti ipotesi:

- Numero dipendenti invariato nei 2 anni del piano con conseguente costo del lavoro costante;
- Costo del lavoro costante;
- Rate card vendita immutato nei due anni di piano;
- Tasso di fatturazione ai clienti pari a 95 gg su 109 gg (74,2%) nel 2015, 195 gg su 223 gg (74,5%) nel 2016, 196 gg su 223 (74,9%) nel 2017;
- Costo dei servizi Corporate pari a 276K€ per ciascun esercizio;
- Le imposte – calcolate direttamente sul risultato ante imposte – sono state applicate sulla base di aliquote Ires e Irap costanti nel tempo, ai sensi del D.P.R. n. 917/1986 e del D.Lgs. n. 446/1997.

Tale piano ed il budget 2015, risulterebbero sufficientemente giustificati e ragionevolmente attendibili.

c) *Gli stati patrimoniali*

Sulla base di quanto indicato dalla società, lo scrivente riporta di seguito gli stati patrimoniali riclassificati per il periodo 2015-2017 ed i relativi rendiconti finanziari, così da determinare in primo luogo il fabbisogno di liquidità e la composizione finanziaria dell'azienda, ovvero l'andamento del cash flow negli anni.

Relazione di stima ex art. 2343-ter, comma 2, lett. b) c.c.

	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017
Attività operative	971,00	1.002,00	1.009,00
Lavori in corso su ordinazione	60,00	55,00	57,00
CAPITALE CIRCOLANTE LORDO	1.031,00	1.057,00	1.066,00
Passività operative	405,00	434,00	439,00
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	626,00	623,00	627,00
Immobilizzazioni	6,00	3,00	2,00
CAPITALE INVESTITO LORDO	632,00	626,00	629,00
TFR	40,00	40,00	40,00
CAPITALE INVESTITO NETTO	592,00	586,00	589,00
PATRIMONIO NETTO	1.444,00	1.606,00	1.776,00
Debiti vs banche	49,00	55,00	55,00
Crediti vs controllante per cash pooling	-	-	-
Disponibilità Liquide *	901,00	1.075,00	1.242,00
PFN	- 852,00	- 1.020,00	- 1.187,00
TOTALE FONTI	592,00	586,00	589,00

* E' qui incluso il saldo del credito verso la società controllante per cash pooling, stante la natura di liquidità attribuita dalla società alla tesoreria comune (cfr. all.to 3).

d) *Il rendiconto finanziario per il periodo 2015-2017*

Si riportano sotto i rendiconti finanziari predisposti dalla società.

	31/12/2015	Piano 2016	Piano 2017
(migliaia di euro)			
Risultato netto	85	162	170
Ammortamento immobilizzazioni immateriali			
Ammortamento immobilizzazioni materiali	3	3	1
<i>Accantonamenti:</i>			
- T.f.r.	6	-	-
Flusso monetario generato (impiegato) dalla gestione corrente	94	165	171
Diminuzione (aumento) crediti commerciali	270	(37)	(4)
Diminuzione (aumento) rimanenze	(10)	5	(2)
Diminuzione (aumento) altri crediti	(16)	6	(3)
Aumento (diminuzione) debiti commerciali	(601)	2	2
Aumento (diminuzione) altri debiti	9	27	2
Aumento (diminuzione) debiti per iva	4	1	0
Variazione CCN	(343)	4	(5)
Flusso monetario generato (impiegato) in attività di esercizio	(248)	169	166
Inv estimenti netti in immobilizzazioni immateriali			-
Inv estimenti netti in immobilizzazioni materiali	(5)		
Flusso monetario impiegato in attività di investimento	(5)	-	-
Aumento (diminuzione) debiti v s banche	49	6	0
Flusso monetario generato (impiegato) da attività di finanziamento	49	6	0
Flusso monetario netto del periodo	(204)	175	167

6.1.2. La formula utilizzata

I metodi finanziari sono generalmente ritenuti i più razionali ai fini della valutazione di una azienda, in quanto fanno propria la logica con cui vengono prezzate le attività finanziarie. La “Discount Cash Flow Analysis” determina il valore di una azienda sulla base del valore attuale dei flussi di cassa che la medesima si presume possa generare negli esercizi futuri. Pregio di tale metodo è quello di evidenziare la capacità dell’azienda di mettere a disposizione di tutti gli investitori quei flussi monetari che residuano dopo aver effettuato gli investimenti in capitale circolante e attività fisse, necessari per garantire il perdurare della medesima in condizioni di economicità.

E’ stato privilegiato il metodo *Unlevered*, che si basa sull’attualizzazione dei flussi di cassa disponibili, calcolati al lordo degli interessi passivi e scontati al Wacc, piuttosto che il metodo *Levered* che utilizza flussi calcolati al netto del servizio del debito, con il tasso K_e (costo del capitale di rischio).

In base al più noto dei metodi finanziari, basato sull’attualizzazione dei flussi di cassa disponibili “*unlevered*”, quindi, il valore dell’azienda è stato ottenuto con la seguente formula:

$$\text{Valore dell'azienda} = \text{VA} - \text{PFN} + \text{Assets non inerenti la gestione caratteristica}$$

Dove VA è determinato come Enterprise Value (EV):

$$EV = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+WACC)^i} + \frac{TV}{(1+WACC)^n}$$

$$TV = \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC - g)} = \frac{FCFF_n \times (1 + g)}{(WACC - g)}$$

6.1.3. L’orizzonte temporale

Ai fini dell’applicazione del metodo finanziario, occorre in primo luogo individuare l’orizzonte temporale di riferimento.

In considerazione della realtà aziendale sopra descritta e delle informazioni ricevute dalla società alla data di redazione della presente perizia, lo scrivente ritiene ragionevole considerare che la continuità aziendale dell'azienda sia sufficientemente garantita, anche alla luce dello slancio correlato alle nuove operazioni straordinarie in essere, attuate con lo scopo di ottenere benefici scaturenti da sinergie interaziendali.

Diversamente, gli stessi presupposti della valutazione muterebbero notevolmente e, con essi, ogni considerazione effettuata in ordine ai metodi di stima adottati.

Sulla base di tale assunzione, si ritiene corretto, al fine di determinare un valore quanto più oggettivo del complesso aziendale sopra descritto, prendere in considerazione un arco temporale pari a 3 esercizi da considerare in modo prospettico, e aggiungere un valore terminale determinato con un flusso di cassa normalizzato e ragionevolmente atteso.

6.1.4. Il tasso di attualizzazione

Nell'applicazione del metodo finanziario, un comune tasso di attualizzazione (o di valutazione finanziaria) è rappresentato dal c.d. "WACC" (Weighted Average Cost of Capital), ossia dal costo medio ponderato del capitale, che consiste nella media ponderata tra il costo del capitale proprio e il costo del capitale di debito.

Il WACC è, in sostanza, *"il tasso minimo che un'azienda deve generare come rendimento dei propri investimenti per remunerare i creditori, gli azionisti e gli altri fornitori di capitale"*.

Il WACC può essere determinato sulla base della seguente formula:

$$WACC = K_d(1-t) * \left(\frac{D}{D+E} \right) + K_e * \left(\frac{E}{D+E} \right)$$

dove:

K_e = tasso per il premio di rischio d'impresa, calcolato attraverso la teoria del CAPM (Capital Asset Pricing Model).

K_d = costo medio dell'indebitamento.

E/(D+E) = è il rapporto (solitamente espresso in percentuale) tra equity (cioè mezzi propri) e mezzi di terzi (passività consolidate).

$D/(D+E)$ = è il rapporto speculare a quello precedentemente descritto, indicando il grado di indebitamento della società rispetto al capitale complessivamente raccolto (mezzi propri più mezzi di terzi).

t = è l'aliquota fiscale applicabile alla società in oggetto (c.d. tax rate), pari all'aliquota Ires ad oggi vigente (27,5%).

Al fine di determinare il tasso per il premio di rischio d'impresa (K_e) secondo la teoria del CAPM¹, occorre prendere in considerazione dapprima il tasso di interesse puro - corrispondente al tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio (c.d. tasso *free risk*) - e, in un secondo momento, aggiungere un premio per il rischio connesso all'attività imprenditoriale, che esprima il rischio non diversificabile, tenuto conto del settore nel quale l'azienda opera e delle condizioni generali del mercato. Tale valore è rappresentato con la formula:

$$K_e = r + S$$

La determinazione del tasso privo di rischio (r), coerentemente con l'orizzonte temporale assunto, è stata effettuata prendendo a riferimento la media dei rendimenti dei titoli di Stato BTP a 10 anni per l'ultimo anno, settembre 2014 - agosto 2015²:

$$r = 1,88\%$$

Il premio per il rischio sistemico (S) è rappresentato come segue:

$$S = \text{Beta} * (\text{rm} - r)$$

dove:

S = premio per il rischio che esprime il rischio non diversificabile

Beta = coefficiente di rischiosità del settore

rm = tasso di rendimento medio del mercato azionario

r = tasso di rendimento puro

Pertanto, $(\text{rm} - r)$ = premio per il rischio di mercato

¹ Il CAPM (Capital Asset Pricing Model) è un modello matematico della teoria di portafoglio (H. Markowitz) pubblicato da William Sharpe nel 1964, che determina una relazione tra il rendimento di un titolo e la sua rischiosità, misurata tramite un unico fattore di rischio, detto beta.

Il premio per il rischio di mercato ed il coefficiente per il rischio di settore (c.d. “Beta”) sono costantemente determinati da diversi studiosi, tra i quali si segnalano gli studi aggiornati del prof. Aswath Damodaran.³

Per quanto concerne il premio per il rischio di mercato (rm-r), questo può essere determinato - come precisa lo stesso Damodaran - sommando al premio per il rischio relativo al mercato americano, stimato in base ai dati storici, il rischio specifico di ciascun paese⁴ Sulla base di tale procedimento, il rischio totale di mercato attualmente stimato per l’Italia (“total risk premium”) risulta il seguente :

$$(rm - r) = 8,66\%$$

Con riferimento al coefficiente per il rischio di settore (Beta), il perito ha considerato l’attività della società ed il mercato di attinenza, individuando i beta determinati da Damodaran per le imprese europee operanti nei settori di riferimento. In particolare, sono stati considerate tre tipologie di attività, in quanto così distribuiti e riscontrati i principali *competitor* della società in oggetto ed in quanto è stato ritenuto insufficiente definire un solo settore di attinenza per un’azienda che soddisfa più mercati e molteplici esigenze dei propri clienti:

-Beta del settore Advertising	0,72
-Beta del settore software (System & Application)	1,11
-Beta del settore software (Internet)	1,23
Totale Beta Medio = 1,02	

Pertanto, con i dati illustrati, è possibile determinare il tasso di attualizzazione da applicare al caso di specie come:

$$Ke = r + S \quad \text{dove} \quad Ke = r + \text{Beta} * (rm - r)$$

2

Fonte:http://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/emissioni_titoli_di_stato_interni/risultati_aste/risultati_aste_btp_10_anni/

³ Prof. Aswath Damodaran, Professore di Finance presso la School of Business, New York University, fonte dati: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

⁴ Fonte Moody's: www.moody.com.

Quindi, risulterà che:

$$K_e = 1,88\% + 1,02 \times 8,66\%$$

$$\mathbf{K_e = 10,71\%}$$

Quanto invece alla determinazione del tasso relativo al costo medio del debito (Kd), ovvero al tasso che Fullplan Srl pagherebbe nelle condizioni attuali di mercato per ricorrere ad un nuovo finanziamento a medio-lungo termine, generalmente è diffusa la prassi di riferirsi o al tasso dell'ultimo finanziamento ottenuto, oppure alla metodologia consistente nella simulazione del giudizio (*rating*) che l'impresa otterrebbe nella considerazione della propria situazione economico-finanziaria. Il parametro rilevante per tale simulazione, sempre secondo l'autore A. Damodaran, è l'indicatore Ebit/OF, che esprime la sostenibilità degli oneri finanziari, intesa come unità di reddito a disposizione per far fronte ad un'unità di oneri finanziari. In funzione del livello assunto da tale indicatore, l'autore assegna un giudizio di *rating* diverso a seconda della grandezza dell'impresa, assommando uno spread per il *free risk*.

In tal caso però, Fullplan Srl non ha in essere finanziamenti a medio-lungo periodo e pertanto non ha maturato oneri finanziari su tali debiti. Ferma l'assenza di contratti di mutuo e finanziamenti a medio-lungo periodo, il responsabile dell'area amministrativa, ha confermato che per l'erogazione di mutui, la società in oggetto (alla luce del *rating* del gruppo) scontrerebbe con gli istituti di credito un tasso, per il costo del debito, presumibilmente pari al 4%, che al netto dell'imposizione fiscale per le imposte dirette (27,5%), è stato calcolato pari al 2,90%.

Da un ulteriore confronto con la società, la struttura del capitale nel medio lungo periodo, considerata per gli anni successivi al 2017, è stata ragionevolmente assunta pari a E= 80% e D= 20%. In base ai dati ricavati dal bilancio e dalle informazioni ricevute dal legale rappresentante, il WACC può essere così calcolato:

$$Wacc = (80\% \times 10,71\%) + (20\% \times 2,90\%)$$

$$\mathbf{Wacc = 9,15\%}$$

6.2. Calcolo del valore economico con il metodo finanziario

Definito il quadro prospettico della redditività aziendale, scelto l'orizzonte temporale e stabilito il tasso da adottare per l'attualizzazione dei flussi di cassa, come ai paragrafi precedenti, lo scrivente è passato a determinare i flussi di cassa sulla base del budget 2015 e dei piani finanziari 2016-2017, così come di seguito esposto in tabella (*in mgl. di euro*):

	2015	2016	2017
Ebit	132,00	234,00	245,00
Taxes	- 41,00	- 72,00	- 77,00
NOPAT	91,00	162,00	168,00
Ammortamento	2,00	3,00	1,00
Variazione CCN	- 343,00	4,00	- 5,00
Investimenti	- 5,00	-	-
Variazione TFR	6,00	-	-
Flusso di cassa operativo	- 249,00	169,00	164,00
Flusso prospettico: TV/(wacc-g)			
Attualizzazione al 30/06/15	- 238,33	148,20	131,76

Si è giunti quindi alla determinazione del cosiddetto NOPAT (EBITDA – TAX) sul quale ha determinato i movimenti finanziari volti alla valorizzazione del flusso di cassa inerente la gestione operativa.

La valutazione attraverso i flussi di cassa prospettici attesi dalla sola gestione operativa ante linea Capex, rende la valutazione non solo meglio concentrata sulle effettive caratteristiche e potenzialità del core business – senza risultare inficiata da fattori non “normalizzati”, né prevedibili, di natura del tutto esogena rispetto all'attività d'impresa – ma è anche maggiormente trasparente di fronte ad eventuali politiche di bilancio degli amministratori (come scelte sugli ammortamenti, accantonamenti, svalutazioni etc.) o strategiche di azienda, quali quelle finanziarie (come gli interessi passivi).

Tali flussi di cassa sono stati poi attualizzati con il tasso sopra indicato (Wacc= 9,15%) al tempo “t”: 30/06/2015:

	2015	2016	2017
Flusso di cassa operativo	- 249,00	169,00	164,00
Attualizzazione al 30/06/15	- 238,33	148,20	131,76

determinando quindi il Valore Attuale (VA) dei flussi di cassa 2015-2017 pari ad euro 42K.

Per determinare invece il Valore Terminale (TV), il perito si è confrontato con la società per stabilire un flusso di cassa il più possibile attendibile, da adottare quale dato da “proiettare” nel lungo periodo.

Da tale confronto, è stato scelto un valore uguale al Nopat 2017 (€ 168), ragionevolmente in linea con le attese per un periodo più duraturo: tale valore corrisponde peraltro alla media del Nopat per il periodo 30.06.2015-31.12.2017 (2 anni e mezzo).

Come da formula esposta al paragrafo 6.1.2., tale valore è stato inizialmente moltiplicato per il tasso di crescita **g** (assunto prudenzialmente pari all'1%, come dalla media delle stime del fondo monetario internazionale in merito al paese Italia):

$$FC \text{ di TV: } 168 \times 1,01 = 169,68$$

Successivamente, è stato capitalizzato con l'applicazione della formula della rendita perpetua:

$$TV/(Wacc-g) = \text{euro } 2.081,82$$

e infine attualizzato al tempo t, 30/06/2015 con il tasso Wacc.

Il valore così ottenuto per il Terminal Value (TV), è stato determinato pari ad euro 1.672,55.

A completamento della formula utilizzata, è stata aggiunta la risultante positiva della posizione finanziaria netta al 30/06/2015, sostanzialmente pari ai crediti finanziari verso la società controllante per cash pooling e alle disponibilità liquide vantate in pari data. Il perito infatti ha propeo per riclassificare tale credito nella PFN in quanto è stata considerata la natura prettamente finanziaria della posta. Tale interpretazione è dipesa e confermata anche dalla collocazione della stessa voce tra le disponibilità liquide dello stato passivo prospettico 2015-2017 effettuata da parte della società (cfr. allegato).

PFN = 700 K

Quanto agli assets non inerenti la gestione caratteristica, il perito ha ritenuto di considerare anche il credito sopra già indicato e vantato dalla società nei confronti di Alitalia, garantito dalla capogruppo Fullsix Spa sulla base di un accordo sottoscritto nel 2012. La definizione di tale accordo modificherebbe infatti la natura propriamente commerciale del credito. Dai documenti del bilancio consolidato 2014 di Fullsix Spa, come sopra già indicato, si evince come i legali del gruppo facciano presagire ampie probabilità di recupero del medesimo credito. E' stata inoltre visionata la situazione complessiva del bilancio al 31.12.2014 della holding, che mostra un patrimonio netto di euro 3.022 K; sebbene sia maturata una perdita nell'esercizio 2014, in gran parte questa risulta scaturire da accantonamenti e svalutazioni effettuate nel corso dell'esercizio, inoltre, nel corso del 2015, si prevedono operazioni che comporteranno un rafforzamento della struttura patrimoniale ed una diminuzione dell'indebitamento a breve termine. Pertanto, da una prima disamina, non si rileverebbero, segnali di inesigibilità o di impossibilità a far fronte agli impegni sottoscritti. E' stato assunto quindi anche il credito di euro 527 quale credito correlato alla gestione non caratteristica, considerato come interamente esigibile.

Assets della gestione non caratteristica= 527 K

Il valore dell'azienda analizzata, ottenuto con l'utilizzo del metodo finanziario DCF Analysis unlevered, è risultato pari ad euro 2942 (mgl), arrotondato ad euro 2.940 (mgl):

VA dei flussi di cassa operativi del piano	€ 42
VA del valore terminale TV	€ 1.673
PFN e Assets non caratt.	€ 1.227
Valore economico dell'azienda	€ 2.942

Una volta stimato il valore attuale dei flussi di cassa, il perito ha analizzato, attraverso l'analisi di sensibilità, l'incidenza delle variazioni del costo del capitale (Wacc) o della crescita a regime (**g**) sul VA.

Var. g\Var. Wacc	8,65%	9,15%	9,65%
0,5%	2.954,00	2.837,00	2.732,00
1,0%	3.073,00	2.942,00	2.825,00
1,5%	3.209,00	3.059,00	2.929,00

Per quanto indicato in tabella, si ritiene di poter confermare una variabilità non particolarmente elevata rispetto al valore sopra determinato di euro 2.942.

7 – IL METODO DI CONTROLLO

7.1.- Applicazione del metodo di controllo: metodo reddituale

Per verificare l'attendibilità del valore ottenuto, come già inizialmente accennato, lo scrivente ha utilizzato come metodo di controllo il metodo reddituale, giungendo alla determinazione del valore economico dell'azienda attraverso un'analisi dei flussi di reddito dell'impresa anziché dei flussi di cassa utilizzati con il metodo principale.

7.1.1. I dati assunti alla base del calcolo

I dati considerati per il calcolo del valore con il metodo di controllo, coincidono ovviamente con quelli recepiti per il metodo principale (cfr. tabella del piano finanziario 2015-2017, par. 6.1.1.), a cui si rimanda. Anche l'orizzonte temporale è stato assunto uguale a quello utilizzato per il metodo principale, in modo da poter rilevare una migliore comparabilità due metodi.

7.1.2. La formula utilizzata

La formula utilizzata ai fini del calcolo di controllo è la seguente:

$$W = \text{Nopat} / (1+Ke)^t + \text{TV} / (1+Ke)^n$$

7.1.3. Il tasso di attualizzazione

Occorre sottolineare come il tasso di attualizzazione utilizzato non sia il medesimo assunto per il metodo finanziario (Wacc), in quanto in questa sede si è ritenuto di dover impiegare il costo del capitale di rischio (Ke).

In applicazione del principio di coerenza, infatti, la dottrina è solita attribuire delle relazioni funzionali alle analisi di valutazione, motivo per cui vengono condotte analisi basate su relazioni esistenti tra aggregati stock, flussi e tassi, come sotto riportato nel prospetto.

CAPITALE	REDDITO	CASSA	TASSO
Tecnico	NOPAT	FCF	Wacc
Netto	NETTO	CFE	Ke

A fronte dell'impiego del reddito netto come flusso utilizzato, si è preferito assumere il costo del capitale di rischio (Ke) per lo sviluppo dei

calcoli. In base a quanto esposto nel paragrafo 6.1.4. (cfr. pag. 28 e segg.), il valore del Ke è stato assunto pari a 10,71%.

7.2. Calcolo del valore economico con il metodo reddituale

Stabilito il risultato netto prospettico per gli anni 2015-2016-2017, come da budget con le ultime prospettive strategiche e di crescita dell'azienda, individuato il risultato netto a riferimento del calcolo del Terminal Value, in ipotesi pari al risultato netto risultante per il 2017 (considerata prudenzialmente crescita zero), il perito ha sviluppato i seguenti calcoli:

	2015	2016	2017
Risultato Netto	92,40	162,00	170,00
Attualizzazione al 30/06/15	87,82	139,06	131,81

Il Valore Attuale (VA) dei flussi di cassa 2015-2017 è risultato quindi pari ad euro 358,69.

Quanto invece al valore terminale (TV), il perito, da un confronto con la società, ha utilizzato, come su esposto, il reddito 2014 (€ 220) per la proiezione prospettica con rendita perpetua, moltiplicandolo per il tasso di crescita di lungo periodo g (assunto pari all'1%):

$$R \text{ di TV: } 220 \times 1,01 = 222,20$$

successivamente capitalizzato con l'applicazione della formula della rendita perpetua al 31.12.2017:

$$TV/(Ke-g) = \text{euro } 2.287,61$$

e infine attualizzato al tempo t (30/06/2015) con il tasso Ke;

il valore così ottenuto per il Terminal Value (TV), è risultato pari ad euro 1.773,71.

Il valore dell'azienda analizzata, ottenuto con l'adozione del metodo reddituale, utilizzato quale metodo di controllo, è risultato pari ad euro 2.132 (mgl):

VA dei flussi di reddito netti del piano	€ 359
VA del valore terminale TV	€ 1.774
Valore economico dell'azienda	€ 2.132

Una volta stimato il valore attuale dei redditi futuri attesi, il perito ha analizzato, attraverso l'analisi di sensibilità, l'incidenza delle variazioni del costo del capitale di rischio (Ke) o la crescita a regime (g) sul VA.

Var. g\Var. Ke	10,21%	10,71%	11,21%
0,5%	2.147,00	2.037,00	1.939,00
1,0%	2.253,00	2.132,00	2.025,00
1,5%	2.372,00	2.298,00	2.119,00

Per quanto indicato in tabella, si ritiene di poter confermare una variabilità non particolarmente elevata rispetto al valore sopra determinato di euro 2.132.

7.3.- Applicazione del secondo metodo di controllo: il metodo “diretto” dei multipli di mercato

A maggior conforto dell'attendibilità delle stime sopra sviluppate, il perito ha proceduto anche con la stima attraverso il metodo empirico dei multipli di mercato. L'esperto estimatore ha proceduto alla determinazione del campione di riferimento ricordando come risultato fondamentale l'affinità tra le società incluse nel campione stesso. Nella stima in esame è stato utilizzato il lavoro disponibile sul sito del Prof. Damodaran, considerando i dati forniti al gennaio 2015. Come da confronto con la società, è stato convenuto di definire i seguenti settori di appartenenza, peraltro già utilizzati precedentemente per il calcolo del Beta:

- “Advertising” che raccoglie un ampio campione di 77 aziende;
- “Software Internet” che raccoglie un ampio campione di 137 aziende;
- “Software (System & Application)” che raccoglie un ampio campione di 229 aziende.

Si è quindi proceduto alla scelta del multiplo, ricordando che i principali multipli utilizzati nella valutazione d'azienda sono i seguenti: - EV/EBITDA: rapporto tra Enterprise Value (capitalizzazione di mercato più posizione finanziaria netta) e margine operativo lordo; - EV/EBIT: rapporto tra Enterprise Value e reddito operativo; - P/E: rapporto tra prezzo dell'azione e utile netto per azione; - EV/S: rapporto tra Enterprise Value e fatturato

dell'azienda. Nella prassi si ricorre frequentemente ai multipli EV/EBITDA, EV/EBIT e EV/S.

L'esperto estimatore ha ritenuto opportuno ricorrere al multiplo EV/EBIT, in quanto correlato ad un margine che tiene conto sia della gestione operativa (l'Ebit include infatti i costi caratteristici), sia della struttura (sono considerati anche gli ammortamenti).

In sintesi, il multiplo EV/EBIT utilizzato ai fini della presente stima è stato determinato come media dei moltiplicatori dei settori sopra considerati, così come calcolati dal Prof. Damodaran:

-“Advertising”	13,84;
-“Software Internet”	14,20;
-“Software (System & Application)”	26,80;

per un multiplo medio pari a 18,28.

Si è quindi proceduto a determinare la corrispondente grandezza della società a cui applicare il multiplo, al fine di determinarne il valore. Lo scrivente, prudenzialmente, ha inteso confrontare i dati medi rappresentati dalla serie storica degli EBIT (marginari operativi lordi) conseguiti nei tre anni precedenti (2012-2013-2014), con quella dei dati esposti nel piano 2015-2017. Non riscontrando, peraltro, un trend costante, ma piuttosto caratterizzato da dati con un andamento non lineare, si è optato per prendere come riferimento il dato scaturente dalla media delle due serie, adottando, quindi, una soluzione ritenuta prudenziale.

Di seguito si riporta lo sviluppo dei calcoli effettuati (in migliaia di euro):

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	MEDIA
EBIT	334	128	227	92	162	170	216,67
Media del moltiplicatore per i settori considerati:							18,28

L'applicazione del multiplo EV/EBIT (18,28) alla media dei marginari operativi lordi della società Fullplan Srl relativi al periodo 2012-2017 (216,67) **determina un valore della società, secondo il metodo empirico dei multipli di mercato, di € 3.961 (mgl).**

Avendo ottenuto, con i due metodi di controllo adottati, due valori con un differenziale abbastanza elevato, il perito ha proposto per mitigare tale variabilità attraverso l'uso della media dei due metodi di controllo scelti. Tale valore di sintesi è risultato pari ad euro 3.047 K, importo che conferma il dato assunto con il metodo principale, peraltro inferiore, e quindi prudenzialmente adottato a base della presente stima.

PARTE III°
LE CONCLUSIONI

8 - CONCLUSIONI

L'esperto estimatore, ai fini della determinazione del valore della partecipazione totalitaria detenuta da Fullsix Spa in Fullplan Srl, al fine del conferimento della stessa in Softec Spa, stabilito il valore economico aziendale della società Fullplan Srl

- in riferimento ai valori emergenti dalla situazione contabile rappresentata nella situazione economica così come prodotta dalla società alla data del 30.06.2015,
- assunte le informazioni ed i dati analizzati prospettici in ordine alla situazione economica, patrimoniale e finanziaria del complesso aziendale della società, nonché in virtù delle informazioni ottenute circa gli eventi rilevanti della gestione sino alla data di redazione della presente perizia,
- alla luce delle verifiche compiute e della metodologia valutativa applicata;

a conclusione delle considerazioni e delle valorizzazioni come sopra quantificate

determina

ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2343 ter del codice civile, il valore della conferenda partecipazione aziendale, in misura almeno pari a complessivi € 2.940.000;

attesta

che tale valore è almeno pari al valore attribuito all'azienda ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo della conferitaria Softec spa.

Il Dr. Andrea Sfarra attesta inoltre:

- che la valutazione di cui alla presente perizia è conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione delle aziende;
- di essere esperto indipendente da chi effettua il conferimento, dalla società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla società conferitaria e di essere dotato dei requisiti di indipendenza previsti dagli articoli 2399 c.c. e 160 del T.U.F;
- di essere iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Firenze al n. 1932/A ed al Registro dei Revisori Legali al n. 157.696 e di essere dotato di adeguata e comprovata professionalità.

Firenze, li 09.09.2015

In fede

ANDREA SFARRA

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'A. Sfarra', written in a cursive style.

Allegati

1. Situazione di verifica di Fullplan Srl al 30.06.2015;
2. Bilancio di Fullplan Srl al 31.12.2014;
3. Budget 2015 e business plan 2016-2017.

**RELAZIONE DI REVISIONE CONTABILE LIMITATA SUL BILANCIO CONSOLIDATO
SEMESTRALE ABBREVIATO**

Agli Azionisti della
Fullsix S.p.A.

Introduzione

Abbiamo effettuato la revisione contabile limitata dell'allegato bilancio consolidato semestrale abbreviato, costituito dalla situazione patrimoniale e finanziaria, dal conto economico, dal conto economico complessivo, dal prospetto delle variazioni del patrimonio netto, dal rendiconto finanziario e dalle relative note illustrative della Fullsix S.p.A. e sue controllate ("Gruppo Fullsix") al 30 giugno 2015. Gli Amministratori sono responsabili per la redazione del bilancio consolidato semestrale abbreviato in conformità al principio contabile internazionale applicabile per l'informativa finanziaria infrannuale (IAS 34) adottato dall'Unione Europea. E' nostra la responsabilità della redazione della presente relazione in base alla revisione contabile limitata svolta.

Portata della revisione contabile limitata

Il nostro lavoro è stato svolto secondo i criteri per la revisione contabile limitata raccomandati dalla Consob con Delibera n. 10867 del 31 luglio 1997. La revisione contabile limitata del bilancio consolidato semestrale abbreviato consiste nell'effettuare colloqui, prevalentemente con il personale della società responsabile degli aspetti finanziari e contabili, analisi di bilancio ed altre procedure di revisione contabile limitata. La portata di una revisione contabile limitata è sostanzialmente inferiore rispetto a quella di una revisione contabile completa svolta in conformità ai principi di revisione internazionali (ISA Italia) e, conseguentemente non ci consente di avere la sicurezza di essere venuti a conoscenza di tutti i fatti significativi che potrebbero essere identificati con lo svolgimento di una revisione contabile completa. Pertanto, non esprimiamo un giudizio sul bilancio consolidato semestrale abbreviato.

Altri aspetti

Il bilancio consolidato per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014 ed il bilancio consolidato semestrale abbreviato per il periodo chiuso al 30 giugno 2014 sono stati rispettivamente sottoposti a revisione contabile e a revisione contabile limitata da parte di un altro revisore che, il 9 aprile 2015, ha espresso un giudizio senza modifica sul bilancio, e il 1 agosto 2014, ha espresso delle conclusioni senza modifica sul bilancio intermedio.

Conclusioni

Sulla base della revisione contabile limitata svolta, non sono pervenuti alla nostra attenzione elementi che ci facciano ritenere che il bilancio consolidato semestrale abbreviato del Gruppo Fullsix al 30 giugno 2015, non sia stato redatto, in tutti gli aspetti significativi, in conformità al principio contabile internazionale applicabile per l'informativa finanziaria infrannuale (IAS 34) adottato dall'Unione Europea.

Milano, 31 luglio 2015

BDO Italia S.p.A.



Vincenzo Capaccio
(Socio)