

**TRIBUNALE ORDINARIO DI MILANO**

Sezione Terza Civile

n. 6011/2017 R.G.E.

Giudice dell'Esecuzione Dott. Simona Caterbi

Perito stimatore Dott. Alfredo Haupt

**RELAZIONE PERITALE DI STIMA**

**SULLA VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE PIGNORATA**

nella procedura esecutiva mobiliare emarginata alla quale è stata riunita  
la procedura esecutiva n. 6013/2017 R.G.E.

promosse da

Alro S.r.l. ed Albiadue S.r.l., con l'avv. Alfredo Lugli

creditori procedenti

contro

... O M I S S I S ...

debitore esecutato

\*\*\*

Il sottoscritto Alfredo Haupt, dottore commercialista, revisore legale, codice fiscale HPT LRD 66C12 F205 T, con studio in Milano (MI), corso Italia 1, indirizzo di posta elettronica [alfredo.haupt@studiohaupt.it](mailto:alfredo.haupt@studiohaupt.it), indirizzo di posta elettronica certificata [alfredo.haupt@odcecmilano.it](mailto:alfredo.haupt@odcecmilano.it), nominato con provvedimento del Giudice dell'Esecuzione in data 11 gennaio 2018 nella procedura esecutiva in epigrafe per la valutazione della partecipazione pignorata, espone nel seguito la presente propria relazione di stima, articolata nei capitoli e paragrafi indicati nel sommario che segue, con relativo deposito nel termine concesso nell'udienza in data

1 febbraio 2018, e quindi:

## SOMMARIO

I.	INTRODUZIONE	
I.1	Premessa	p. 2
I.2	La partecipazione pignorata	p. 4
II.	LE OPERAZIONI PERITALI	
II.1	La nomina del consulente tecnico delle parti	p. 5
II.2	Le operazioni peritali	p. 5
III.	IL PROCESSO DI VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE PIGNORATA	
III.1	Le metodologie di valutazione	p. 17
III.2	I dati economici e patrimoniali	p. 21
III.3	L'applicazione dei metodi misti con determinazione autonoma del <i>goodwill</i>	p. 26
III.4	L'applicazione del metodo dei multipli	p. 28
III.5	Le complessive risultanze dei metodi di valutazione	p. 30
III.6	Lo sconto di minoranza	p. 31
IV.	LE CONCLUSIONI SULLA VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE PIGNORATA	
IV.1	Le conclusioni sulla valutazione delle partecipazione pignorata	p. 34
V.	I DIRITTI DI PRELAZIONE E LE RISERVE DI GRADIMENTO	
V.1	I diritti di prelazione e le riserve di gradimento	p. 35

\* \* \*

## I. INTRODUZIONE

### **I.1 Premessa**

Con provvedimento in data 11 gennaio 2018, il Giudice dell'Esecuzione

nella procedura esecutiva in epigrafe, Dott. Simona Caterbi, nominava lo scrivente, in qualità di esperto per la valutazione della partecipazione pignorata, formulando il seguente quesito: *“Letti gli atti, sentite le parti ed i loro consulenti, acquisiti i documenti necessari: stimi il valore delle quote sociali di proprietà del debitore **POSCO IPTC SpA** secondo i criteri civilistici e contabili di bilancio; verifichi altresì l'eventuale esistenza di diritti di prelazione degli altri soci o di riserva di gradimento”*, disponendo quindi la relativa convocazione avanti a sé, per il giorno 1 febbraio 2018, ad ore 10.20, per il conferimento dell'incarico. All'udienza anzidetta del giorno 1 febbraio 2018, il Giudice dell'Esecuzione raccoglieva il giuramento dello scrivente stimatore secondo la formula di rito, prevedendo la fissazione dell'inizio delle operazioni peritali con termine in avanti, al fine di consentire ai creditori procedenti l'eventuale rinuncia alla procedura esecutiva, per il caso di raggiungimento di un accordo conciliativo con il debitore esecutato, secondo quanto prospettato dal difensore dei creditori procedenti, avv. Alfredo Lugli, presente all'udienza, talché lo scrivente fissava l'inizio delle operazioni peritali per il giorno 4 aprile 2018, ad ore 15.00, nel proprio studio, in Milano (MI), corso Italia 1, venendo quindi concesso termine sino al 4 luglio 2018, per il deposito della relazione di stima (**Allegato A**). Nella medesima udienza, il Giudice dell'Esecuzione concedeva un fondo spese di euro 800,00 oltre accessori di legge in favore del perito stimatore, ponendo lo stesso provvisoriamente a carico del creditore procedente. Si ha quindi cura di dare atto che, in data 4 maggio 2018, il predetto fondo spese è stato versato allo scrivente stimatore in

ragione di euro 400,00 per ciascuno dei due creditori precedenti emarginati, Alro S.r.l. ed Albiadue S.r.l., come anche richiesto dal relativo comune difensore, avv. Alfredo Lugli.

## I.2 La partecipazione pignorata

In relazione all'oggetto, si riferisce quindi preliminarmente che, a risultanza della dichiarazione resa ex art. 547 c.p.c. da *... OMISSIS...*

Posco-ITPC S.p.A., codice fiscale 08311390960, con sede legale in Agrate Brianza (MB), via Paracelso 6, c/o Centro Direzionale Colleoni Palazzo Liocorno (A3), capitale sociale di euro 300.000,00 i.v., suddiviso in n. 300.000 azioni di euro 1,00 cadauna, depositata in data 11 luglio 2017 nel procedimento esecutivo emarginato (**Allegato B**), risulta staggita la partecipazione corrispondente al titolo n. 3, intestato al debitore esecutato, *... OMISSIS...*

corrispondente a n. 30.000 azioni ordinarie di detta società *... OMISSIS...*

di valore nominale di euro 1,00 ciascuna e così per un valore nominale di euro 30.000,00 complessivi, pari quindi al dieci per cento del capitale, *... OMISSIS...*

. Il perito stimatore riferisce quindi che, ad evidenza della nota integrativa del bilancio per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014 del debitore esecutato, *... OMISSIS...*, depositata in data 3 novembre 2017 nella Cancelleria, la suddetta partecipazione appare ivi iscritta all'attivo di tale bilancio per euro 530.000,00.

... 0 M 1 S S 1 S ...

### III. IL PROCESSO DI VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE PIGNORATA

#### III.1 Le metodologie di valutazione

Conformemente agli approcci valutativi condivisi nel corso delle operazioni peritali, la presente relazione di stima è pertanto fondata su metodologie assolute (o dirette), segnatamente qui individuate dei metodi misti con determinazione autonoma del *goodwill*, talché poter considerare anche la situazione patrimoniale della società la cui partecipazione è stata pignorata, nonché sui metodi relativi (o indiretti), rappresentati dai modelli dei multipli riferiti a società comparabili. Sono quindi nel prosieguo brevemente trattati i profili teorici riferiti alle anzidette metodologie valutative.

##### *Metodi misti con determinazione autonoma del goodwill*

La valutazione del capitale economico di un'azienda in funzionamento è espressa, nei metodi in esame, con una relazione funzionale del tipo  $W = f(R; K)$ , dove il capitale economico  $W$  rappresenta il valore assunto da una funzione  $f$  sulla base dei valori attribuibili alla variabile reddito  $R$ , nonché alla consistenza del capitale netto rettificato  $K$ .

Il capitale netto rettificato  $K$  esprime la sommatoria algebrica del capitale netto contabile  $C$  e delle plusvalenze  $P$ , nonché delle minusvalenze  $M$ , accertabili a seguito della rappresentazione a valori correnti delle componenti patrimoniali non monetarie, dedotti, se del caso, gli oneri fiscali potenziali determinati avendo riguardo all'aliquota applicata  $t$  e precisamente come segue:

$$K = C + [(P_1 + P_2 + \dots + P_n) - (M_1 + M_2 + \dots + M_n)] \times (1-t)$$

La predetta funzione  $W = f(R; K)$  richiede inoltre di definire la misurazione del risultato economico, la durata dell'orizzonte temporale al quale si ritiene di riferire la proiezione reddituale, nonché il tasso di capitalizzazione del flusso reddituale atteso, oltre quanto nel seguito più in dettaglio precisato. Con specifico riferimento alla definizione del risultato economico appare opportuno evidenziare che allo stesso possono concorrere componenti reddituali diverse, in dipendenza del tipo di approccio valutativo adottato, sommariamente riferibile ad un orientamento verso valori c.d. *asset side* ovvero *equity side*, rispettivamente assumendo, in via generale, la estraneità, ovvero l'interferenza degli effetti della posizione finanziaria netta dell'impresa esercitata. Nel caso di specie, attesa la prospettata esitazione della partecipazione staggita, si ritiene che la relativa valutazione debba essere rapportata ad un approccio *equity side*, ciò per rappresentare l'attuale valore del bene, anche tenendo conto della posizione finanziaria netta. Per la motivazione appena sopra rappresentata, il reddito futuro atteso è stato stimato procedendo alla neutralizzazione delle sole eventuali componenti straordinarie del risultato economico, al netto dell'effetto fiscale, facendo quindi riferimento al risultato netto nel caso rettificato come appena indicato. Tra le ulteriori variabili concorrenti nel processo valutativo del modello dei metodi c.d. misti patrimoniale-reddituale in esame si comprende la definizione dell'orizzonte temporale di proiezione dei risultati economici attesi. Si ritiene quindi generalmente preferibile fondare la conseguente stima assumendo un numero limitato di annualità, ciò in considerazione della evidente crescente incertezza dei

risultati con manifestazione più lontana nel tempo, anche solo intuitivamente ravvisabile, escludendo pertanto l'impiego del valore della rendita perpetua, ovvero di eccessiva durata. La valutazione del compendio aziendale secondo i metodi misti patrimoniali-reddituali risulterà pertanto conseguentemente rappresentata dalla sommatoria degli addendi costituiti dal capitale netto rettificato  $K$  e dal valore attuale di una rendita posticipata annua di durata limitata di  $n$  anni del flusso reddituale stimato. Occorre quindi precisare ulteriormente che il predetto flusso reddituale sopra definitivo con riguardo alla relativa grandezza economica rappresentativa dello stesso, è apprezzato nei metodi in esame con riguardo alla nozione di sovrareddito, analiticamente esprimibile come  $(R - i' \times K)$ , identificabile pertanto con il differenziale dei redditi ritraibili in rapporto ad un rendimento *medio di mercato*  $i'$  riferibile al tipo di investimento. In conclusione dell'analisi dell'approccio teorico dei metodi in esame, la valutazione dei metodi misti patrimoniali-reddituali può riassumersi con la relazione funzionale qui in seguito riportata e precisamente:

$$W = K + a_{n-i} \times (R - i' \times K)$$

dove  $a_{n-i}$  rappresenta il fattore di capitalizzazione analiticamente esprimibile come segue:

$$a_{n-i} = \frac{(1+i)^n - 1}{(1+i)^n \times i}$$

riferito al tempo  $t_0$  di una rendita futura unitaria di durata  $n$  anni al tasso di capitalizzazione  $i$ . Concorrono quindi altresì nel modello di

valutazione in esame il tasso di capitalizzazione  $\dot{i}$  ed altresì il tasso rappresentativo di un rendimento medio di mercato per pari investimenti  $\dot{i}'$ , nel seguito oggetto di separata rispettiva trattazione. Nel caso di specie, il tasso di attualizzazione  $\dot{i}$  è stato riferito al rendimento del capitale proprio c.d. *c.o.e.* o *cost of equity*, secondo le misurazioni stimabili con riguardo al relativo tasso-opportunità, rappresentativo del rendimento equivalente per investimenti alternativi a parità di rischio.

Il valore del *c.o.e.* può essere pertanto calcolato secondo il noto modello quantitativo denominato *C.A.P.M. capital asset pricing model*, come segue:

$$\dot{i} = r_f + (r_m - r_f) \times \beta$$

dove il tasso di capitalizzazione  $\dot{i}$  è rappresentato dal rendimento corrente dei titoli del debito pubblico  $r_f$ , ritenuti a rischio nullo, maggiorato per l'investimento nel capitale di rischio azionario  $(r_m - r_f)$ , aggiustato per tenere conto del coefficiente di volatilità ovvero del rischio non diversificabile  $\beta$ , rappresentativo della sensibilità dell'andamento del settore in cui opera l'impresa oggetto di valutazione, rispetto alle generali variabili macroeconomiche. Assumendo l'adeguamento dei flussi reddituali all'indice di variazione dei prezzi, annotandosi peraltro un attuale situazione di bassi valori dell'inflazione, non pare nel caso di specie occorrer procedere ad eventuale traduzione in termini reali del tasso di interesse di capitalizzazione.

#### *Metodi dei multipli*

I metodi in esame procedono alla quantificazione del valore capitale economico dell'impresa sulla base di multipli di grandezze riferite all'impresa (i.e. ricavi, risultati economici, capitale netto), talché, pur

riferendosi a componenti riscontrabili, quali le misurazioni reddituali, risultano tuttavia strettamente dipendenti dalla efficienza dei mercati di riferimento. I multipli in esame possono parimenti essere riferiti a modelli *equity side*, ovvero *asset side*, questi ultimi indipendenti pertanto rispetto alla struttura finanziaria dell'impresa, occorrendo quindi in seguito procedere al conseguente aggiustamento del valore riscontrato sulla scorta della posizione finanziaria netta. Nella presente relazione si è quindi fatto riferimento, conformemente alle considerazioni svolte nel corso delle operazioni peritali, ai multipli *i) E.V. (i.e. economic value) / N.O.P.A.T. (i.e. net operating profit after taxes)* ed altresì *ii) E.V. (i.e. economic value) / ricavi delle vendite*, così tenendo conto anche delle prospettazioni offerte nella memoria del consulente tecnico dei creditori precedenti. Il significato contabile della predetta grandezza reddituale *N.O.P.A.T.* può essere rapportato ai più noti indicatori *E.B.I.T. earning before interests and taxes* ed *E.B.I.T.D.A. earning before interests, taxes, depreciation and amortization*, potendosi quindi qui in seguito riassumersi come segue i rapporti tra dette grandezze economiche (L. Guatri – M. Bini, “Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende”, Egea 2005, pag. 708) e quindi:

$$N.O.P.A.T. = E.B.I.T. \times (1-t)$$

dove *t* rappresenta l'aliquota del prelievo fiscale, risultando che

$$E.B.I.T. = E.B.I.T.D.A. \times (1-d) \times (1-t)$$

dove *d* rappresenta l'ammortamento in percentuale su *E.B.I.T.D.A.*

### **III.2 I dati economici e patrimoniali**

Si richiama preliminarmente che la società Posco-ITPC S.p.A. risulta

costituita con atto in data 2 luglio 2013, iscritto in data 4 luglio 2013 nel Registro delle Imprese di Milano, Monza Brianza e Lodi. La relazione sulla gestione a corredo del bilancio relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014 espone che detta società è stata costituita *"quale veicolo finalizzato ad acquisire, attraverso un'operazione di acquisto di ramo d'azienda, lo svolgimento dell'attività produttiva precedentemente posta in essere dalla ... O M I S S \_ I S \_ . . ."*, ed inoltre che *"dopo il periodo di start-up conclusosi nel Dicembre 2013, la società ha iniziato il 2014 cercando di raggiungere mese dopo mese obiettivi di crescita con il target di arrivare nel corso dell'ultimo trimestre dell'anno a pieno regime. .... Nel suo primo anno di attività a regime, la POSCO-ITPC con una forza lavoro media di 46 risorse ha prodotto circa 35 mila tonnellate di prodotto finito ed è riuscita nei 12 mesi a poter vendere circa 29 mila tonnellate"*. Le relazioni sulla gestione riferiti ai successivi esercizi chiusi al 31 dicembre 2015, 2016 e 2017 espongono rispettivamente quanto segue e quindi:

- per il 2015 che il relativo esercizio *"è stato un anno di crescita e consolidamento per la società, che ha raggiunto una produzione di circa 39,7 mila tonnellate di prodotto finito (a fronte di 35 mila tonnellate nel 2014, +13%) ed ha conseguito vendite per circa 38,2 mila tonnellate (a fronte di circa 29 mila tonnellate nel 2014), pari ad un fatturato di oltre 83 milioni di euro (60 milioni nel 2014, +38%)"*;
- per il 2016 che *"è stato un anno di ulteriore consolidamento per la società, che ha raggiunto una produzione di circa 35 mila tonnellate di prodotto finito (a fronte di 39,7 mila tonnellate nel 2015) ed ha conseguito vendite per circa 37 mila tonnellate (a fronte di circa 38,2*

mila tonnellate nel 2015), pari ad un fatturato di oltre 72 milioni di euro (83 milioni nel 2015)";

- per il 2017 che il risultato dell'esercizio "è stato realizzato attraverso una serie di fattori: un aumento del 2.5% delle vendite (74,1 milioni euro contro i 72.3 milioni dell'anno precedente), un significativo incremento della marginalità del venduto e una riduzione dei costi operativi" ed altresì che "i ricavi dell'esercizio ammontano ad Euro 73.975.649, pari a circa 36 mila tonnellate".

I dati economici degli esercizi in esame possono essere riassunti nella tabella comparativa che segue:

POSCO-ITPC S.P.A. – CONTI ECONOMICI ESERCIZI 2014, 2015, 2016 E 2017

	descrizione	31-12-2014	31-12-2015	31-12-2016	31-12-2017
<b>A)</b>	<b>valore della produzione</b>				
1)	ricavi vendite	60.570.931	83.308.161	72.238.102	73.975.649
2)	var. rim. prod. lav., sem. fn.	5.849.179	5.187.055	(3.462.716)	(5.873.960)
5)	altri ricavi	37.031	30.669	31.162	167.733
	<b>totale valore della produzione</b>	<b>66.457.141</b>	<b>88.525.885</b>	<b>68.806.548</b>	<b>68.269.422</b>
<b>B)</b>	<b>costi della produzione</b>				
6)	materie prime, suss., cons., merci	(69.247.946)	(103.179.126)	(39.876.811)	(63.664.534)
7)	servizi	(3.520.577)	(4.304.086)	(4.096.347)	(3.801.487)
8)	godimento beni di terzi	(660.739)	(740.487)	(856.540)	(737.103)
9)	costi del personale	(2.328.277)	(2.538.589)	(2.565.836)	(2.383.095)
10a)	ammort. immob. immateriali	(89.299)	(89.882)	(93.193)	(105.459)
10b)	ammort. immob. materiali	(418.198)	(441.125)	(460.957)	(475.853)
11)	var. rim. mat. pr., suss. cons., merci	11.093.930	22.848.845	(18.791.088)	7.375.854
13)	altri accantonamenti	0	0	(433.000)	0
14)	oneri diversi di gestione	(32.239)	(36.400)	(49.312)	(55.126)
	<b>totale costi della produzione</b>	<b>(65.203.345)</b>	<b>(88.480.850)</b>	<b>(67.223.084)</b>	<b>(63.846.803)</b>
<b>A)-B)</b>	<b>diff. val. e costi della produzione</b>	<b>1.253.796</b>	<b>45.035</b>	<b>1.583.464</b>	<b>4.422.619</b>
<b>C)</b>	<b>proventi ed oneri finanziari</b>				
16)	altri proventi finanziari	7.971	213	8	175
17)	int. ed altri oneri finanziari	(463.161)	(539.055)	(684.359)	(542.436)
17 bis)	utili e (perdite) su cambi	(7.203)	(165)	(110)	(77)
	<b>totale proventi ed oneri finanziari</b>	<b>(462.393)</b>	<b>(539.007)</b>	<b>(684.461)</b>	<b>(542.338)</b>
<b>D)</b>	<b>proventi ed oneri straordinari</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>
<b>A,B,C,D)</b>	<b>risultato prima delle imposte</b>	<b>791.405</b>	<b>(493.972)</b>	<b>899.003</b>	<b>3.880.281</b>
20)	imposte correnti, differite ed ant.	(148.501)	122.415	(237.337)	(1.148.146)
21)	<b>utile (perdita) esercizio</b>	<b>642.904</b>	<b>(371.557)</b>	<b>661.666</b>	<b>2.732.135</b>

Nel corso della riunione in data 25 giugno 2018, il collegio peritale, tenuto

conto della narrazione delle relazioni sulla gestione riferite ai bilanci compresi nel periodo 2014-2017, ciò con particolare riguardo al volume delle quantità prodotte e vendute ed alla marginalità, rilevava potersi fondare la stima reddituale futura sulla scorta del bilancio per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2017, apparentemente caratterizzato da un processo di consolidamento, pur ovviamente salva ogni aleatorietà connessa alle previsioni su andamenti reddituali futuri, ad esempio in dipendenza anche di fattori esogeni. Per completezza di esposizione, si riferiscono quindi nella tabella che segue i valori degli indicatori economici E.B.I.T.D.A, E.B.I.T. espressamente indicati nelle suddette relazioni sulla gestione, richiamando altresì il dato della P.F.N. (i.e. posizione finanziaria netta), ivi parimenti espressamente quantificato, nonché il valore della grandezza reddituale N.O.P.A.T. e quindi:

POSCO-ITPC S.P.A. – EBITDA, EBIT, NOPAT, PFN 2014, 2015, 2016 E 2017

descrizione	31-12-2014	31-12-2015	31-12-2016	31-12-2017
E.B.I.T.D.A.	1.761.294	576.041	2.137.615	5.003.931
E.B.I.T.	1.253.798	45.035	1.583.468	4.422.619
N.O.P.A.T.	903.988	32.470	1.141.680	3.188.708
P.F.N.	(20.567.914)	(45.634.007)	(45.027.328)	(41.008.873)

Si ha cura di precisare che il valore della suddetta grandezza N.O.P.A.T., pur non espressamente indicato nelle relazioni sulla gestione di cui sopra, è stato rappresentato nella tabella che precede, avendo riguardo alla relativa determinazione sulla scorta delle considerazioni condivise dal collegio peritale nel corso della riunione in data 25 giugno 2018, con particolare riguardo all'apprezzamento dell'aliquota *t* rappresentativa del prelievo per imposte dirette sui redditi futuri attesi, riferita alle aliquote correntemente vigenti del sistema impositivo I.Re.S., I.R.A.P. (24%, 3,9%),

come sopra richiamato. Il valore N.O.P.A.T. è stato quindi conformemente determinato calcolando il valore E.B.I.T. al netto del prelievo fiscale per I.Re.S. (con attuale aliquota vigente 24%) e per I.R.A.P. (con attuale aliquota vigente 3,9%), come segue:

$$\text{N.O.P.A.T.} = \text{E.B.I.T.} \times (1 - 24\% - 3,9\%)$$

Nelle tabelle che seguono sono comparativamente esposti i dati patrimoniali relativi ad attivo, patrimonio netto e passivo della società Posco-ITPC S.p.A. riferiti al medesimo suddetto periodo:

POSCO-ITPC S.P.A. – STATO PATRIMONIALE ATTIVO 2014, 2015, 2016 E 2017

	descrizione	31-12-2014	31-12-2015	31-12-2016	31-12-2017
<b>B)</b>	<b>Immobilizzazioni</b>	<b>3.410.674</b>	<b>2.941.940</b>	<b>2.237.000</b>	<b>1.781.483</b>
I	Immobilizzazioni immateriali				
	1) costi di impianto ed ampliamento	92.880	68.112	43.344	18.576
	4) concessioni, licenze, marchi e simili	117.383	89.806	62.703	31.364
	7) altre	165.289	130.667	107.958	132.496
	<b>totale immobilizzazioni immateriali</b>	<b>375.552</b>	<b>288.585</b>	<b>214.005</b>	<b>182.436</b>
II	Immobilizzazioni materiali				
	2) impianti e macchinario	2.424.848	2.067.287	1.782.118	1.451.463
	3) attrezzature industriali e commerciali	76.521	81.328	92.943	54.663
	4) altri beni	227.773	198.780	147.934	92.921
	<b>totale immobilizzazioni materiali</b>	<b>2.729.142</b>	<b>2.347.395</b>	<b>2.022.995</b>	<b>1.599.047</b>
III	Immobilizzazioni finanziarie				
	2d) crediti verso altri	305.980	305.960	0	0
	<b>totale immobilizzazioni finanziarie</b>	<b>305.980</b>	<b>305.960</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>C)</b>	<b>Attivo circolante</b>	<b>62.509.492</b>	<b>85.245.740</b>	<b>61.323.460</b>	<b>62.476.406</b>
I	Rimanenze				
	1) materie prime, sussidiarie e di cons.	23.583.867	46.432.713	27.641.626	34.678.918
	2) prod. in corso di lavorazione, semilav.	1.453.992	1.215.159	926.453	745.288
	4) prodotti finiti e merci	8.947.093	14.372.981	11.198.970	5.844.737
	<b>totale rimanenze</b>	<b>33.984.952</b>	<b>62.020.853</b>	<b>39.767.049</b>	<b>41.268.943</b>
II	Crediti				
	1) verso clienti	23.429.747	22.650.673	19.756.103	20.476.833
	5) verso impr. controllate da controllanti			1.551.251	515.837
	4-bis/5-bis) tributari	2.649	252.166	52.583	41.776
	5-ter) imposte anticipate		113.997	167.272	100.318
	5/5-quater) verso altri	93.226	207.967	28.710	32.993
	<b>totale crediti</b>	<b>23.525.622</b>	<b>23.224.803</b>	<b>21.555.919</b>	<b>21.167.757</b>
IV	Disponibilità liquide				
	1) depositi bancari e postali	4.998.719	0	0	39.327
	3) denaro e valori in cassa	199	84	492	379
	<b>totale disponibilità liquide</b>	<b>4.998.918</b>	<b>84</b>	<b>492</b>	<b>39.706</b>
<b>D)</b>	<b>Ratei e risconti</b>	<b>34.440</b>	<b>70.540</b>	<b>48.932</b>	<b>6.127</b>
	Ratei e risconti	34.440	70.540	48.932	6.127
<b>A, B, C, D)</b>	<b>Totale attivo</b>	<b>65.954.606</b>	<b>88.258.220</b>	<b>63.609.392</b>	<b>64.264.016</b>

POSCO-ITPC S.P.A. – STATO PATRIM. P/N E PASSIVO 2014, 2015, 2016 E 2017

	descrizione	31-12-2014	31-12-2015	31-12-2016	31-12-2017
<b>A)</b>	<b>Patrimonio netto</b>	<b>4.733.062</b>	<b>4.361.505</b>	<b>5.023.171</b>	<b>7.755.306</b>
I	Capitale	300.000	300.000	300.000	300.000
VI	Versamenti in conto capitale	5.000.000	5.000.000	5.000.000	5.000.000
VIII	Utili (perdite) a nuovo	(1.209.842)	(566.938)	(938.495)	(276.829)
VI	Utili (perdite) dell'esercizio	642.904	(371.557)	661.666	2.732.135
	<b>totale patrimonio netto</b>	<b>4.733.062</b>	<b>4.361.505</b>	<b>5.023.171</b>	<b>7.755.306</b>
<b>B)</b>	<b>Fondi per rischi ed oneri</b>	<b>64</b>	<b>867</b>	<b>436.741</b>	<b>0</b>
1)	tratt. quiescenza ed obblighi simili	64	867	3.741	0
4)	altri			433.000	0
	<b>totale fondi per rischi ed oneri</b>	<b>64</b>	<b>867</b>	<b>436.741</b>	<b>0</b>
<b>C)</b>	<b>Trattamento fine rapporto</b>	<b>86.447</b>	<b>157.196</b>	<b>226.384</b>	<b>267.546</b>
<b>D)</b>	<b>Debiti</b>	<b>61.135.033</b>	<b>83.738.652</b>	<b>57.855.601</b>	<b>56.147.861</b>
4)	verso banche	506.481	10.751.029	10.459.220	8.991.413
5)	altri finanziatori	25.060.351	34.883.062	0	0
6)	acconti	130.530	1.879	127	126
7)	verso fornitori	34.340.336	37.485.868	1.191.344	1.933.765
11-bis)	verso impr. controllate da controllanti			45.320.274	43.769.415
12)	tributari	720.083	230.066	446.221	925.501
13)	verso ist. previdenza e sicurezza soc.	153.539	147.024	163.003	133.330
14)	altri	223.713	239.724	275.412	394.311
	<b>totale debiti</b>	<b>61.135.033</b>	<b>83.738.652</b>	<b>57.855.601</b>	<b>56.147.861</b>
<b>E)</b>	<b>Ratei e risconti</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>67.495</b>	<b>93.303</b>
	<b>Ratei e risconti</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>67.495</b>	<b>93.303</b>
<b>A, B, C, D, E)</b>	<b>Totale passivo e patrimonio netto</b>	<b>65.954.606</b>	<b>88.258.220</b>	<b>63.609.392</b>	<b>64.264.016</b>

**III.3 L'applicazione dei metodi misti con determinazione autonoma del goodwill**

Si ricorda preliminarmente che, nel corso della riunione in data 25 giugno 2018, il collegio peritale condivideva potersi procedere alla elaborazione del modello valutativo sulla scorta delle risultanze dei bilanci per gli esercizi chiusi al 31 dicembre 2014, 2015, 2016 e 2017, anche qui sopra trattati, atteso, tra l'altro, l'acquisizione delle rispettive relazioni della società di revisione, ivi riferendosi, per ciascun bilancio, la relativa conformità alle norme applicabili che ne disciplinano la relativa redazione. Quanto appena richiamato consente quindi, nell'ambito della documentazione acquisita, di poter fondare la presente relazione di stima sui valori ricavabili dai bilanci anzidetti, ivi non riscontrandosi, sulla

scorta dei dati disponibili, eventuali plusvalenze ovvero minusvalenze latenti, non apparendo inoltre potersi riscontrare rilevanti componenti straordinarie di reddito, pur dato atto della espunzione della relativa sezione *E* del conto economico in seguito alle modifiche introdotte con D.Lgs. 18 agosto 2015 n. 139.

In relazione al modello valutativo in esame occorre quindi richiamare le seguenti grandezze concorrenti nell'algoritmo valutativo e quindi:

- patrimonio netto rettificato  $K$  assunto pari, per quanto sopra richiamato, al patrimonio netto contabile del bilancio per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2017, corrispondente quindi ad euro 7.755.306,00
- utile netto assunto quale previsione dei redditi futuri attesi  $R$  riferito, parimenti per quanto sopra motivato, al risultato netto dopo le imposte di cui al suddetto medesimo bilancio per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2017, corrispondente quindi ad euro 2.732.135,00;
- rendimento medio di mercato  $i'$  riferito al *cost of equity* nel settore "Steel" pari a 10,53% rilevato a gennaio 2018 (fonte [www.stern.nyu.edu](http://www.stern.nyu.edu) New York University School of Business Leonard N. Stern) (**Allegato P**);
- individuazione del tasso di attualizzazione dei flussi reddituali futuri sulla scorta del modello quantitativo denominato *C.A.P.M. capital asset pricing model*, assumendo  $r_f$  pari al rendimento effettivo netto pari 1,19% a del B.T.P. scad. 01-05-2023 codice Isin IT004898034 (fonte Il Sole 24 Ore 22 giugno 2018) pari a 1,19%, oltre una maggiorazione per il rischio di impresa  $(r_m - r_f)$  pari a 7,27% quale

dato del "Total Equity Risk Premium" rilevato a gennaio 2018 (fonte [www.stern.nyu.edu](http://www.stern.nyu.edu) New York University School of Business Leonard N. Stern) ed infine un fattore  $\beta$  pari per rischio non diversificabile pari a 1,31 rilevato per il comparto "Steel" Global a gennaio 2018 (fonte [www.stern.nyu.edu](http://www.stern.nyu.edu) New York University School of Business Leonard N. Stern), così addivenendosi ad un tasso  $i$  pari a 10,71%, calcolato come segue e quindi:

$$i = 1,19\% + 7,27 \times 1,31$$

- orizzonte temporale di proiezione della rendita futura non superiore a cinque anni, tenuto conto della crescente aleatorietà di ogni previsione per periodi di maggior durata;

ricavandosi quindi una valutazione del capitale economico dell'intera società Posco-ITPC S.p.A. di euro 14.886.085,00 come riepilogato nella tabella che segue e quindi:

POSCO-ITPC S.P.A. – METODI MISTI CON DETERM. AUTONOMA GOODWILL

descrizione	31-12-2013	n anni	rischio beta	tassi	valori (euro)
K patrimonio netto					7.755.306
i' rendimento <i>cost of equity</i>				10,53%	
K x i' rendimento soddisfacente					816.634
R reddito medio futuro atteso					2.732.135
$r_f$				1,19%	
$(r_m - r_f)$				7,27%	
$\beta$			1,31		
$i$				10,71%	
$A_{n-i}$		5			14.886.085

#### III.4 L'applicazione del metodo dei multipli

Si ricorda preliminarmente che, nel corso della riunione del collegio peritale in data 25 giugno 2018, veniva quindi condiviso il possibile

riferimento al N.O.P.A.T., dando atto che, nella richiamata memoria in data 13 aprile 2018, il suddetto consulente tecnico dei creditori precedenti accennava anche al possibile utile impiego di un moltiplicatore riferito alle vendite.

Sulla scorta di quanto sopra, sono stati quindi individuati i seguenti multipli ed indicatori di marginalità, segnatamente riscontrabili dal [link http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html) (fonte [www.stern.nyu.edu](http://www.stern.nyu.edu) New York University School of Business Leonard N. Stern) e quindi:

- multiplo E.V. / N.O.P.A.T. riferibile al multiplo E.V. (E.B.I.T. - t) nel settore "Steel", campione imprese *Global*, pari a 15,97 rilevato a gennaio 2018 (fonte [www.stern.nyu.edu](http://www.stern.nyu.edu) New York University School of Business Leonard N. Stern) (**Allegato Q**);
- multiplo E.V. (i.e. economic value / sales nel settore "Steel", campione imprese *Global*, pari a 1,02 rilevato a gennaio 2018 (fonte [www.stern.nyu.edu](http://www.stern.nyu.edu) New York University School of Business Leonard N. Stern) (**Allegato R**);
- marginalità *pre tax net operating margin* pari a 8,09% nel settore "Steel", campione imprese *Global*, rilevato a gennaio 2018 (fonte [www.stern.nyu.edu](http://www.stern.nyu.edu) New York University School of Business Leonard N. Stern) (**Allegato S**), da compararsi con il rapporto E.B.I.T. / vendite A1 (i.e. euro 4.422.619,00 / euro 73.975.649,00) rilevabile per la società Posco-ITPC S.p.A. per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2017, calcolato pari quindi a 5,98%;
- aggiustamento del multiplo E.V. (i.e. economic value / sales) di cui

sopra pari a 1,02 in ragione del rapporto tra E.B.I.T. / vendite A1 (i.e. euro 4.422.619,00 / euro 73.975.649,00) rilevabile per la società Posco-ITPC S.p.A. per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2017 e la suddetta marginalità *pre tax net operating margin* del settore "Steel", imprese europee (i.e. 5,98% / 8,09%), così addivenendosi ad un multiplo E.V. (i.e. *economic value / sales*) pari a 0,75 (i.e. 1,02 x 5,98% / 8,09%);

tenendo altresì conto della P.F.N. (i.e. posizione finanziaria netta al 31 dicembre 2017, pari ad un valore negativo di euro 41.008.873,00).

Le valutazioni del capitale economico della società Posco-ITPC S.p.A. possono quindi essere riassunte nella tabella che segue e quindi:

**POSCO-ITPC S.p.A. – METODI CON MULTIPLI**

descrizione		multiplo	valori (euro)
N.O.P.A.T.			3.188.708
multiplo N.O.P.A.T.		15,97	
E.V. = N.O.P.A.T. x multiplo (A)			50.923.672
P.F.N. (B)			(41.008.873)
<b>valutazione (A) + (B)</b>			<b>9.914.799</b>
<i>sales</i>			73.975.649
multiplo sales (C)		1,02	
aggiustamento pre tax net op. marg. / (EBIT/A1 Posco-ITPC S.p.A.) (D)		0,74	
multiplo sales con aggiustamento (C) x (D)		0,75	
E.V. = sales x multiplo sales con aggiustamento (C) x (D)			55.775.262
P.F.N. (B)			(41.008.873)
<b>valutazione (C) x (D) + (B)</b>			<b>14.766.389</b>

**III.5 Le complessive risultanze dei metodi di valutazione**

Nel presente paragrafo si propone una rassegna comparativa delle risultanze dei metodi valutativi sopra applicati, segnatamente riferiti al metodo misto con determinazione autonoma del *goodwill*, nonché al metodo dei multipli, applicato in relazione alla grandezza economica N.O.P.A.T. e ricavi, e quindi:

POSCO-ITPC S.P.A. – COMPARAZIONE METODI DI VALUTAZIONE E MEDIA

descrizione	valori (euro)
metodi misti con determinazione autonoma <i>goodwill</i> (A)	14.886.085
multiplo N.O.P.A.T. (B)	9.914.799
multiplo <i>sales</i> con aggiustamento (C)	14.766.389
media aritmetica $(A)+(B)+(C) \times 1/3$	13.189.091

Sulla scorta delle complessive risultanze riepilogate nella tabella che precede, si rileva quindi un valore del capitale economico dell'intera società Posco-ITPC S.p.A. pari ad euro 13.189.091,00 ove ricondotto alla media aritmetica delle risultanze dei processi valutati sopra esposti.

**III.6 Lo sconto di minoranza**

Nel corso della riunione del collegio peritale in data 25 giugno 2018, il collegio peritale rilevava, con riguardo alla partecipazione pignorata, rappresentativa di una quota di minoranza, segnatamente pari al dieci per cento del capitale della società Posco-ITPC S.p.A., occorrer quindi avere in considerazione anche l'incidenza di uno sconto di minoranza. In argomento, il perito stimatore rappresentava, nel corso di detta riunione, che, ad evidenza dei bilanci esaminati della società Posco-ITPC S.p.A., riferiti agli esercizi chiusi al 31 dicembre 2014, 2015, 2016 e 2017, non risultava ivi riscontrarsi la distribuzione di dividendi, talché poter ipotizzare l'eventuale prospettiva di investimento nella partecipazione in esame sotto l'eventuale profilo della realizzazione di una rendita finanziaria, nemmeno potendosi ulteriormente apprezzare un mercato ad elevata liquidità in relazione a detta partecipazione. Sulla scorta delle considerazioni qui appena sopra richiamate, lo scrivente perito stimatore prospettava quindi poter farsi riferimento alla quantificazione di detto sconto di minoranza, nel caso di specie riconducibile anche ad uno

sconto di illiquidità, sulla scorta degli interventi di dottrina e di prassi. Su tali profili, il collegio peritale, sentito quindi il conforme parere del consulente tecnico dei creditori procedenti, esprimeva quindi unanime relativa condivisione. Si annota qui ulteriormente che l'applicazione dello sconto di minoranza in trattazione terrebbe altresì conto, tra l'altro, anche dei *quorum* costitutivi e deliberativi dell'assemblea ordinaria e straordinaria della società Posco-ITPC S.p.A., come previsti dall'articolo 17 dello statuto sociale. In tema di quanto sopra, appare quindi possibile fare un primo riferimento ad interventi di prassi (Fabio Landuzzi, Euroconference news, 2 novembre 2017) (**Allegato T**) che espongono, per il caso dello sconto di illiquidità, come nel caso di specie, un valore empirico dello sconto di minoranza individuato in un intorno del trenta per cento. Appare inoltre possibile procedere ad ulteriore stima dello sconto di minoranza sulla scorta delle complementari rilevazioni dei premi di maggioranza, secondo la seguente funzione:

$$\text{sconto minoranza} = 1 - 1 / (1 + \text{premio maggioranza})$$

(*Mergestat Review*, richiamata in "La valutazione delle aziende", G. Zana, M. Lacchini, T. Onesti, Giappichelli Torino, VI Edizione, p. 515)

In dipendenza di quanto sopra, lo sconto di minoranza potrebbe quindi essere calcolato, sulla scorta dei dati empirici relativi ai premi di maggioranza proposti dal suddetto medesimo intervento di prassi, individuati tra il venti ed il quaranta per cento, addivenendosi così, per l'effetto, ad un intervallo di valori dello sconto di minoranza compreso tra 17% circa (i.e.  $1 - 1 / (1+20\%)$ ) e 29% circa (i.e.  $1 - 1 / (1+40\%)$ ).

Appare di ulteriore interesse l'intervento "*Premi di maggioranza e sconti di*

minoranza nella valutazione delle partecipazioni: aspetti teorici ed ambiti di applicazione” di Massimo Buongiorno, in “La rivista delle operazioni straordinarie n. undici 2013” (**Allegato U**), ivi infatti riferendosi su una distribuzione dei premi di maggioranza individuata dalla dottrina nazionale, per società diverse da quelle quotate, in un intervallo compreso tra quindici e trenta per cento, talché, sulla scorta dell’algoritmo di calcolo prima richiamato, potrebbe per l’effetto addivenirsi ad una stima dello sconto di minoranza compreso tra 13% circa (i.e.  $1 - 1 / (1+15\%)$ ) e 23% circa (i.e.  $1 - 1 / (1+30\%)$ ).

In dipendenza delle rilevazioni sopra proposte, potrebbe quindi procedersi alla rappresentazione di tale distribuzione di valori con la relativa media aritmetica, come riepilogato nella tabella che segue e quindi:

POSCO-ITPC S.P.A. – VALUTAZIONE PARTECIPAZIONE PIGNORATA

descrizione	valore %
sconto di minoranza 30%	30%
sconto di minoranza $(1 - 1 / (1+20\%))$	17%
sconto di minoranza $(1 - 1 / (1+40\%))$	29%
sconto di minoranza $(1 - 1 / (1+15\%))$	13%
sconto di minoranza $(1 - 1 / (1+30\%))$	23%
sconto di minoranza media aritmetica	22%

Nella tabella successiva si è quindi proceduto ad applicare il predetto valore rappresentativo della media aritmetica dello sconto di minoranza, individuato in misura pari a 22%, per la determinazione del valore della partecipazione pignorata.

POSCO-ITPC S.P.A. – VALUTAZIONE PARTECIPAZIONE PIGNORATA

descrizione	valori (euro)
valutazione intero capitale sociale riferito a media aritmetica delle metodi di valut. (A)	13.189.091
quota partecipazione pignorata (B)	10%
valore proporzionale quota partecipazione pignorata (C)	1.318.909
sconto di minoranza 22% (D)	(290.160)
valore quota partecipazione pignorata al netto sconto (C)+(D)	1.028.749

Ad evidenza della tabella che precede, il valore della partecipazione pignorata, determinato avendo anche riguardo all'applicazione di uno sconto di minoranza, risulterebbe quindi poter essere conclusivamente stimato in euro 1.028.749,00. Lo scrivente stimatore ha tuttavia cura di evidenziare che la superiore analisi dello sconto di minoranza, pur ritenuta concorrente nella valutazione del valore di mercato della partecipazione pignorata, potrebbe invero essere diversamente apprezzata per il caso, astrattamente possibile, nel quale la suddetta partecipazione fosse ad esempio oggetto di cessione in favore di soggetto già socio della medesima società Posco-ITPC S.p.A., consentendo al cessionario di consolidare ulteriormente, ovvero integrare conseguentemente, la propria partecipazione di maggioranza. In tale ipotesi parrebbe tuttavia di dover svolgere una possibile distinzione tra un valore estimativo di mercato della partecipazione pignorata qui in esame, appunto ridotto per effetto dello sconto di minoranza, rispetto ad uno specifico valore della stessa riferibile ad esempio alla predetta eventuale cessione in favore di soggetto già socio, evidentemente correlato alla posizione negoziale delle parti.

#### IV. LE CONCLUSIONI SULLA VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE PIGNORATA

##### **IV.1 Le conclusioni sulla valutazione della partecipazione pignorata**

All'esito dell'analisi sopra svolta, lo scrivente stimatore, richiamate le ipotesi ed i parametri sottesi alle operazioni peritali svolte, come sopra narrate, ritiene quindi di poter conseguentemente rassegnare le seguenti conclusioni in ordine ad una valutazione di mercato della partecipazione pignorata, pari al dieci per cento della società Posco-ITPC S.p.A., come sopra generalizzata, addivenendo quindi al relativo valore stimato in un

intorno di euro 1.028.749,00 (unmilioneventottomilasettecentoquarantanove/00), così individuato tenendo anche conto di una ipotesi quantitativa dello sconto di minoranza, richiamate al riguardo, le relative suddette osservazioni, che appare quindi potersi approssimare come segue:

euro 1.029.000,00 (unmilioneventinovemila/00)

#### V. I DIRITTI DI PRELAZIONE E LE RISERVE DI GRADIMENTO

##### **V.1 I diritti di prelazione e le riserve di gradimento**

Si richiamano gli ulteriori accertamenti previsti dal quesito peritale, riferiti alla verifica su *“l’eventuale esistenza di diritti di prelazione degli altri soci o di riserva di gradimento”*. In relazione a quanto sopra, si ha quindi cura di rilevare che, ad evidenza dello statuto unito in allegato al fascicolo storico della società Posco-ITPC S.p.A. estratto in data 2 luglio 2018 dal Registro delle Imprese di Milano, Monza Brianza e Lodi, con ultimo protocollo di aggiornamento in data 11 giugno 2018, risulta ivi disciplinato, al relativo articolo 11, rubricato *“trasferimento delle azioni e dei diritti d’opzione”*, quanto qui sommariamente riassunto ed ivi più diffusamente narrato (**Allegato U**) e quindi:

- a) previsione di c.d. *lock up* per il periodo di cinque anni dalla costituzione della società, stipulata con atto in data 2 luglio 2013, iscritto in data 4 luglio 2013, e pertanto prospettabile al più sino al giorno 4 luglio 2018, con divieto di effettuare, in tale periodo, qualsiasi cessione di azioni in assenza del consenso unanime di tutti i soci (la nozione di cessione è ampiamente riferita nelle previsioni statutarie con riferimento a *“qualsiasi tipo, modalità, metodo o*

*strumento di trasferimento delle azioni della società o di qualsiasi diritto di qualsiasi natura sulle stesse spettante (diritti d'opzione in caso di aumento di capitale inclusi), dietro corrispettivo o a titolo gratuito, e indipendentemente dalla forma legale e dallo strumento utilizzati (ivi inclusi, a titolo meramente esemplificativo, la vendita, la permuta, il pegno, il vincolo, l'usufrutto, l'assegnazione, la distribuzione in natura, il conferimento, la fusione, la scissione, la divisione, il consolidamento, la donazione, il trust, la locazione, l'opzione, per legge o altrimenti)" );*

- b) previsione, per il periodo successivo a quello di *lock up* anzidetto, del diritto di prelazione in favore degli altri soci, da esercitarsi entro sessanta giorni dalla conferente comunicazione del socio alienante, per la totalità delle azioni offerte, con diritto di accrescimento in favore dei soci che intendano esercitare la detta prelazione, ove non espressamente e preventivamente rinunciato all'atto di esercizio della prelazione loro spettante, con possibilità di cessione al terzo, nei successivi sessanta giorni, in difetto di esercizio del diritto di prelazione da parte degli altri soci;
- c) previsione del diritto c.d. di *tag along* (i.e. diritto di co-vendita) in favore dei soci di minoranza, per il caso di intendimento del socio di maggioranza di cedere un numero di azioni pari o superiore al 51% dell'intero capitale sociale, da esercitarsi, a cura del socio di minoranza, entro sessanta giorni dalla relativa comunicazione, con comunicazione indirizzata al socio di maggioranza ed all'organo amministrativo;
- d) previsione del diritto c.d. di *drag along* (i.e. obbligo di co-vendita) in

favore del socio di maggioranza, da esercitarsi con comunicazione indirizzata ai soci di minoranza entro e non oltre quindici giorni prima del trasferimento delle azioni da parte del socio di maggioranza;

- e) specifica disciplina di esenzione delle previsioni di *lock up*, diritti di prelazione, *tag along* e *drag along* per le cessioni dei soci in favore di proprie consociate, precisando le previsioni statutarie in esame che *“Consociata”* indica con riferimento a qualsiasi Soggetto, un Soggetto che, direttamente o indirettamente, controlla, è controllato o è posto sotto il controllo comune con tale Soggetto e *“controllo”* indica il diritto a designare la maggioranza dell’organo di governo di un Soggetto”;
- f) previene di inefficacia nei confronti della società degli atti di disposizione delle azioni effettuati in violazione delle norme statutarie di cui sopra.

Le disposizioni statutarie in esame prevedono inoltre che *“la Cessione delle azioni sarà possibile senza l’osservanza delle formalità di cui al presente articolo qualora il Socio Cedente abbia ottenuto la rinuncia all’esercizio dei diritti di prelazione, drag along e tag along, per quella specifica Cessione da parte di tutti gli altri soci”* ed inoltre che *“un Socio non potrà assoggettare le Azioni ad alcun Vincolo che ne determini il trasferimento involontario in assenza del consenso scritto degli altri Soci. La costituzione di un Vincolo da parte di un Socio su qualsiasi Azione in assenza del consenso scritto degli altri Soci è inefficace nei confronti della Società”*. Le suddette previsioni statutarie precisano inoltre che, ai fini di detto *“articolo, “Vincolo”* indica un gravame, pegno, vincolo, opzione, restrizione, diritto di prelazione, diritto o interesse di terzi, altro vincolo o

*diritto di garanzia di qualsiasi natura, oppure un altro tipo di diritto privilegiato (ivi compreso, a titolo meramente esemplificativo, un diritto di trasferimento o riserva della proprietà) che produca effetti analoghi”.*

Non sono state infine riscontrate espresse specifiche disposizioni, estranee al suddetto articolo 11 dello statuto sociale, in materia di riserve di gradimento per la circolazione delle azioni.

\* \* \*

Si offrono gli allegati relativi a copia dei documenti sopra richiamati qui elencati nell'apposito indice che segue:

- (Allegato A)** provvedimento del Giudice dell'Esecuzione in data 11 gennaio 2018 e verbale dell'udienza in data 1 febbraio 2018 nella procedura esecutiva in epigrafe;
- (Allegato B)** dichiarazione resa ex art. 547 c.p.c. da *OMISSIS*, Posco-ITPC S.p.A., codice fiscale 08311390960, depositata in data 11 luglio 2017 nella Cancelleria;
- (Allegato C)** verbale delle operazioni peritali in data 4 aprile 2018;
- (Allegato D)** verbale delle operazioni peritali in data 25 giugno 2018;
- (Allegato E)** memoria tecnica in data 13 aprile 2018 del consulente tecnico dei creditori procedenti sulle metodologie di valutazione della partecipazione staggita, trasmessa con posta elettronica dello stesso in pari data;
- (Allegato F)** visura relativa alla società Posco-ITPC S.p.A., codice fiscale 08311390960, con sede legale in Agrate Brianza (MB), via Paracelso 6, c/o Centro Direzionale Colleoni, estratta in data 12 aprile 2018 dal Registro delle Imprese di Milano,

Monza-Brianza e Lodi;

**(Allegato G)** bilancio per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014 della società Posco-ITPC S.p.A., con relazione sulla gestione dell'organo amministrativo senza data, relazione del collegio sindacale in data 10 aprile 2015, relazione della società di revisione PriceWaterhouseCoopers S.p.A. in data 10 aprile 2015 e verbale dell'assemblea degli azionisti in data 28 aprile 2015;

**(Allegato H)** bilancio per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2015 della società Posco-ITPC S.p.A., con relazione sulla gestione dell'organo amministrativo senza data, relazione del collegio sindacale in data 14 aprile 2016, relazione della società di revisione PriceWaterhouseCoopers S.p.A. in data 14 aprile 2016 e verbale dell'assemblea degli azionisti in data 6 maggio 2016;

**(Allegato I)** bilancio per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2016 della società Posco-ITPC S.p.A., con relazione sulla gestione dell'organo amministrativo senza data, relazione del collegio sindacale in data 13 aprile 2017, relazione della società di revisione PriceWaterhouseCoopers S.p.A. in data 13 aprile 2017 e verbale dell'assemblea degli azionisti in data 9 maggio 2017;

**(Allegato L)** bilancio per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2017 della società Posco-ITPC S.p.A., con relazione sulla gestione dell'organo amministrativo senza data, relazione del collegio

sindacale in data 13 aprile 2018 e relazione della società di revisione PriceWaterhouseCoopers S.p.A. in data 13 aprile 2018;

**(Allegato M)** estratto quotidiano Il Sole 24 Ore 22 giugno 2018, relativo a B.T.P. scad. 01-05-2023 codice Isin IT004898034 (rendimento effettivo netto 1,19%);

**(Allegato N)** pubblicazione "*Total Equity Risk Premium*" rilevato a gennaio 2018, estratto da [www.stern.nyu.edu](http://www.stern.nyu.edu) New York University School of Business Leonard N. Stern;

**(Allegato O)** pubblicazione fattore beta *Global* rilevato a gennaio 2018, estratto da [www.stern.nyu.edu](http://www.stern.nyu.edu) New York University School of Business Leonard N. Stern, link [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html);

**(Allegato P)** pubblicazione *cost of equity Global* rilevato a gennaio 2018, estratto da [www.stern.nyu.edu](http://www.stern.nyu.edu) New York University School of Business Leonard N. Stern, link [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html);

**(Allegato Q)** pubblicazione multiplo E.V. / (E.B.I.T. - t) *Global* rilevato a gennaio 2018, estratto da [www.stern.nyu.edu](http://www.stern.nyu.edu) New York University School of Business Leonard N. Stern, link [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html);

**(Allegato R)** pubblicazione multiplo E.V. / *sales Global* rilevato a

gennaio 2018, estratto da [www.stern.nyu.edu](http://www.stern.nyu.edu) New York University School of Business Leonard N. Stern, link [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html);

**(Allegato S)** pubblicazione *pre tax net operating margin Global* rilevato a gennaio 2018, estratto da [www.stern.nyu.edu](http://www.stern.nyu.edu) New York University School of Business Leonard N. Stern, link [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html);

**(Allegato T)** intervento di prassi di Fabio Landuzzi, Euroconference news, 2 novembre 2017;

**(Allegato U)** *“Premi di maggioranza e sconti di minoranza nella valutazione delle partecipazioni: aspetti teorici ed ambiti di applicazione”* di Massimo Buongiorno, in *“La rivista delle operazioni straordinarie n. undici 2013”*;

**(Allegato V)** statuto della società Posco-ITPC S.p.A. allegato al fascicolo estratto in data 2 luglio 2018 dal Registro delle Imprese di Milano, Monza-Brianza e Lodi, con ultimo aggiornamento in data 11 giugno 2018.

Milano, 4 luglio 2018

*Con osservanza*

*Il perito stimatore*

*dott. Alfredo Haupt*

(firma digitale)