

Roberto DI FRANZA
Dottore commercialista
Revisore contabile
Tributarista

*Relazione asseverata dell'esperto:
valutazione emissione warrant
ai sensi dell'art.9, c. 4, DPR 917/86*
Soc [redacted] Spa



Di Franza & Partners
Commercialisti
STP

**Relazione asseverata dell'Esperto Indipendente:
valutazione del prezzo di emissione di warrant
al valore normale ex art. 9, comma 4, DPR 917/86.**

Società

[redacted] **S.p.a.**

L'Esperto Indipendente

Dott. Roberto Di Franza



INDICE

- 1 -

Cap.1 - oggetto dell'incarico e finalità:

- premessa;
- società emittente;

Cap.2 – oggetto della relazione.

Cap.3 - documentazione esaminata ed informazioni ricevute.

Cap.4 – il Regolamento Warrant 2020 -2025: aspetti contrattuali.

Cap.5 – il Gruppo [redacted] Spa – dati economi/finanziari.

Cap.6 – la valutazione dello strumento finanziario Warrant in letteratura.

Cap.7 – la determinazione del prezzo di emissione del Warrant [redacted] Spa.

Conclusioni – attestazione del Valore Normale del Warrant.



Cap. n.1: oggetto dell'incarico e finalità

- **Premessa.**

Lo **Studio Di Franza & Partners Commercialisti STP a Responsabilità Limitata**, con sede in Avellino alla via Aldo Pini n.10, in seguito a designazione da parte dell'Organo Amministrativo della società emittente, ha ricevuto in data 30 giugno 2020 (mail agli atti) l'incarico per la predisposizione di una relazione/perizia da asseverare ai fini della valutazione del prezzo di emissione dello strumento finanziario denominato Warrant, secondo il suo valore normale così come definito dall'art.9, comma 4, DPR 917/86; l'onorario per tale prestazione è stato concordato tra le parti attraverso uno scambio di corrispondenza privata (agli atti). Ai fini della predisposizione, redazione e sottoscrizione notarile della predetta perizia è stato designato, quale Esperto Indipendente, il Socio dello Studio **dott. Roberto DI FRANZA**, iscritto al n. 402/98 dell'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili per la circoscrizione del Tribunale di Avellino, al n. 186 dell'albo dei Consulenti Tecnici di Ufficio del Tribunale di Avellino ed al n° 71369 (D.M. 26/5/1999) del Registro dei Revisori Contabili.

- **Società emittente.**

Le società emittente del predetto strumento finanziario è la [REDACTED] Spa; la attuale forma della società emittente è il frutto di una serie di operazioni straordinarie che hanno riguardato principalmente le due società [REDACTED] Srl ed [REDACTED] Srl, poi fuse attraverso una incorporazione inversa in una unica società trasformata successivamente in società per azioni. I dati societari ante fusione delle due partner sono i seguenti:

- [REDACTED] S.r.l." con sede in Milano (MI), Via [REDACTED], numero di iscrizione al Registro Imprese di Milano e Codice fiscale [REDACTED], R.E.A. di Milano n. [REDACTED] capitale sociale Euro [REDACTED]. Il capitale sociale era detenuto, per la maggioranza, da [REDACTED]. Da quanto previsto dalla statuto sociale la società aveva



per attività prevalente lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico e in particolare: l'analisi, la progettazione e programmazione dei sistemi informatici per qualsiasi tipo di ente, pubblico e privato, aziende, studi professionali etc.; la fornitura di servizi per implementare soluzioni software; lo studio, lo sviluppo e la gestione di progetti di attività di ricerca per lo sviluppo ed innovazione di aziende e dei suoi processi, sia di impianti che di processi produttivi nel campo industriale. Inoltre, lo studio, l'elaborazione, la consulenza nonché l'applicazione di processi di innovazione tecnologica e di metodologie innovative per la strategia l'organizzazione, la pianificazione, la progettazione industriale, nonché l'elaborazione di progetti di ricerca, di progetti di sviluppo precompetitivo e di progetti di formazione e sviluppo nelle aziende industriali, commerciali, terziarie, turistiche ed agricole; l'analisi, lo studio, lo sviluppo, la consulenza in merito a tutti i processi di informazione e gestione dei dati e delle informazioni in tutte le attività di gestione e di produzione d'impresa e d'azienda nell'ambito di aziende industriali, commerciali, terziarie, turistiche ed agricole; la produzione e la commercializzazione all'ingrosso e/o al dettaglio di macchine elaboratori elettronici e di altri mezzi o sistemi comunque idonei a svolgere l'elaborazione, la riproduzione e la trasmissione di dati in genere, nonché ogni altro prodotto idoneo all'organizzazione e automazione di aziende e studi professionali; l'organizzazione, la gestione e l'erogazione di corsi di formazione in qualsiasi settore, anche diverso da quelli sopra indicati; le attività di produzione, acquisto, vendita, locazione e prestito d'uso di software (programmi di base) e applicativi su qualsiasi tipo di elaboratori elettronici; la commercializzazione e l'assistenza tecnica di computer e di qualsiasi prodotto informatico nonché ogni attività, anche di servizi, nel campo dell'informatica e del commercio di mobili ed apparecchiature per uffici e centri di elaborazione dati e quindi: assistenza tecnica su qualsiasi tipo di elaboratore, installazione e manutenzione di Sistemi Operativi e Software di Base; infine, l'acquisto, la vendita, la locazione e produzione di elaboratori elettronici, computer, macchine elettrocontabili ed accessori per centri di elaborazione

- 3 -



dati, apparecchiature ausiliarie e attrezzature ambientali per detti centri, mobili ed attrezzature.

Nel corso dell'anno 2019 la società ha incorporato per fusione la società controllata [redacted] Srl, operante nel settore dell'ICT, con efficacia contabile e fiscale all'1/1/2019.

Sempre nel corso del 2019 la società ha acquisito diverse partecipazioni nell'ambito di una riorganizzazione di gruppo societario: in particolare, ha acquisito le quote/azioni di [redacted] Srl, di [redacted] Spa, di [redacted] Srl [redacted] Srl.

Con atto del Notaio [redacted], in data 19/12/2019 la società è stata incorporata, mediante fusione inversa, dalla controllata [redacted] Srl, con efficacia contabile e fiscale all'1/1/2020 e contestuale modifica di denominazione sociale nella attuale [redacted] Srl, poi trasformata in Spa.

- [redacted] S.r.l." con sede in Milano [redacted] iscritta al Registro delle Imprese di Milano con numeri di iscrizione e Codice Fiscale e Partita IVA n. [redacted] REA n. [redacted] Capitale sociale Euro [redacted] (i.v.). Il capitale sociale era interamente posseduto da [redacted] S.r.l. (partecipazione totalitaria del 100%). Da quanto previsto dallo statuto sociale la incorporante aveva per attività prevalente la progettazione, la produzione e la vendita di sistemi per l'automazione e l'elaborazione dei dati, sia nelle loro componenti materiali sia in quelle logiche (programmi), nonché tutte le attività di servizi, consulenza e assistenza in qualunque modo connesse con l'elaborazione dei dati e l'organizzazione aziendale. La società, nei limiti di legge, può inoltre esercitare qualsiasi attività mobiliare e immobiliare, industriale e commerciale ritenuta necessaria o utile per il conseguimento dell'oggetto sociale e, in via puramente strumentale all'oggetto di cui sopra, può assumere direttamente o indirettamente interessenze e partecipazioni in altre società o enti aventi oggetto analogo o affine o connesso al proprio, senza esercitare tale attività nei confronti del pubblico.



Con atto del Notaio [redacted] in data 19/12/2019 la società ha incorporato, mediante fusione inversa, la controllante [redacted] Srl, con efficacia contabile e fiscale all'1/1/2020 e contestuale modifica di denominazione sociale nella attuale [redacted] [redacted] Srl, poi trasformata in Spa.

• [redacted] Spa” (società emittente), con sede legale in via [redacted] in Milano, iscritta al Registro Imprese della CCIAA di Milano Monza Brianza Lodi al num. [redacted] REA [redacted]; socio di maggioranza [redacted], con sede legale in [redacted]; il consiglio di amministrazione, composto da dodici membri, è presieduto dal sig. [redacted]; l'organo di controllo (collegio sindacale) è presieduto dal dr. [redacted]. L'attuale composizione del capitale sociale è il frutto della predetta fusione per incorporazione inversa dello scorso 19/12/2019, mentre la forma giuridica è stata deliberata dai soci in data 22/5/2020 (atto Notaio [redacted] di trasformazione da Srl in Spa). A completamento della riorganizzazione societaria del gruppo, la [redacted] [redacted] ha perfezionato la incorporazione, mediante fusione, della [redacted] Srl, con efficacia civilistica all'1/4/2020 e contabile/fiscale all'1/1/2020.

Dal nuovo oggetto sociale è possibile appurare che l'attività prevalente della società emittente lo strumento finanziario (Warrant) sono le medesime delle due società ante fusione. In particolare, l'oggetto sociale della Emittente prevede *“la progettazione, la produzione e la vendita di sistemi per l'automazione e l'elaborazione dei dati, sia nelle loro componenti materiali sia in quelle logiche (programmi), nonché tutte le attività di servizi, consulenza ed assistenza in qualunque modo connesse con l'elaborazione dei dati e l'organizzazione aziendale”*.



Cap. n.2: oggetto della relazione.

Come meglio indicato in prosieguo, la presente relazione/perizia asseverata ha la finalità di determinare (valutare) il prezzo di emissione dello strumento finanziario (warrant) che sarà emesso dalla società [REDACTED] Spa mediante l'atto notarile previsto per il giorno 30 luglio 2020. Le caratteristiche e le norme di funzionamento del predetto strumento finanziario sono statuite dal relativo "regolamento Warrant 2020 – 2025" (ricevuto in bozza dallo scrivente).

Anche se lo strumento finanziario sarà proposto in vendita, da parte del CdA, a selezionati investitori, si precisa che tale operazione non si configura quale "offerta al pubblico risparmio di strumenti finanziari" regolata, viceversa, dal TUF e dal Regolamento Consob n. 11917/99.

La determinazione del suo valore di emissione, oggetto della presente perizia, è conforme ai principi previsti dal TUIR all'art.9, comma quarto (c.d. "al valore normale"). Il sottoscritto redige tale elaborato, con riferimento alla data del 30/6/2020, in qualità di esperto indipendente a supporto degli attori interessati, pertanto, la finalità della presente relazione è esclusivamente quella di fornire al socio di maggioranza [REDACTED] [REDACTED] A r.l., agli altri soci, al CdA ed ai terzi, una **attestazione circa la congruità della valutazione del prezzo di emissione del Warrant (determinato in perizia) che sarà emesso dalla soc. [REDACTED] Spa.**

La presente relazione è stata elaborata con l'ausilio del **Prof. Ing. Benedetto Manganelli** (*Associate Professor of Real Estate Appraisal, School of Engineering, University of Basilicata*).



Cap. n.3: documentazione esaminata ed informazioni ricevute.

Sono stati prodotti al sottoscritto Esperto, al fine di esperire l'incarico conferito, dall'Organo Amministrativo della società emittente, i seguenti documenti:

- ✓ Bilancio, con allegati, approvato e depositato di [redacted] Srl al 31/12/2019;
- ✓ Bilancio, con allegati, approvato e depositato di [redacted] Srl al 31/12/2019;
- ✓ Bilancio, con allegati, approvato e depositato di [redacted] Srl al 31/12/2019;
- ✓ Bilancio, con allegati, approvato e depositato di [redacted] Srl al 31/12/2019;
- ✓ Bilancio, con allegati, approvato e depositato di [redacted] Srl al 31/12/2019;
- ✓ Regolamento Warrant (in bozza) 2020 – 2025;
- ✓ Copia del business plan 2018/2022 del gruppo [redacted] aggiornato a maggio 2020;
- ✓ Verbale assemblea notarile dei soci del 22/5/2020;
- ✓ Atto costitutivo e statuto della società [redacted] spa;
- ✓ Visura camerale aggiornata della società [redacted] spa;
- ✓ Dati ed informazioni economici e finanziari delle società partecipanti al gruppo [redacted] spa;

Il sottoscritto esperto ha poi acquisito dati e serie storiche relative a società comparabili alla emittente necessari alla stima di parametri inseriti nel modello finanziario implementato (fonti: Milano Finanza; <https://it.investing.com>), ha, inoltre, consultato la letteratura e la prassi tecnica di settore (Raccomandazione dell'11/12/2013, C(2013) 8862, punto 54, della Commissione Europea "Calcolo del Tasso risk free"; "Analisi del costo medio ponderato del capitale in Italia (WACC)" - AGCOM: annesso 2 del documento V – delibera n. 348/19/CONS; Aswath Damodaran – Stern School of Business: "Marketability and Value – measuring the illiquidity discount"; Emanuel Bagna – Università Bocconi: "lo sconto per mancanza di liquidità"). Ha infine ricevuto informazioni, attraverso scambio di email, dai consulenti legali/finanziari della emittente, Studio [redacted] di Milano.



Si precisa che i dati patrimoniali, economici e finanziari ricevuti dall'Organo amministrativo della società emittente ed utilizzati ai fini della presente valutazione, non sono stati, come da prassi, oggetto di preventiva revisione e/o verifica da parte dello scrivente Esperto.



Cap. n.4: il Regolamento Warrant 2020 – 2025 – aspetti contrattuali.

Come anticipato in premessa, l'emissione dello strumento finanziario in oggetto sarà offerto ai destinatari secondo precise regole di funzionamento; tali regole, valori, meccanismi di calcolo e relativi variabili economiche/finanziarie, sono illustrate nel "Regolamento Warrant 2020 – 2025" ricevuto in bozza dal CdA.

Naturalmente, essendo la presente valutazione dello strumento finanziario ancorata anche ai parametri riportati nel predetto Regolamento, è necessario che le variabili ivi illustrate non siano oggetto di alcuna modifica, onde non inficiare la valutazione ottenuta dal sottoscritto Esperto.

Di seguito, quindi, si riportano in sintesi le più significative definizioni, caratteristiche e norme di funzionamento di cui al citato "Regolamento Warrant 2020 -2025", facendo comunque rimando allo stesso (ivi allegato), per una maggiore e più esaustiva comprensione dell'intera operazione.

1. In attuazione della delibera dei soci della società [REDACTED] Spa, vengono emessi i Warrant entro il numero massimo di 450.
2. Essi sono nominativi e rappresentati da apposito certificato.
3. I Warrant non sono trasferibili né per atto tra vivi, né *mortis causa*.
4. Il Cda ha il potere di individuare, insindacabilmente, sia i destinatari dell'offerta che il numero di Warrant da offrire in sottoscrizione, nonché di assumere qualsiasi altra determinazione necessaria e/o opportuna per l'attuazione e gestione di tale operazione.
5. La sottoscrizione dei Warrant ricevuti in offerta si perfeziona esclusivamente con la firma della Lettera di Offerta ricevuta e del Regolamento stesso, ad accettazione integrale di tutte le norme ivi contenute.
6. Alla sottoscrizione dei Warrant è previsto il contestuale pagamento da parte del Titolare del prezzo di emissione degli stessi, pari al Valore Normale indicato in Regolamento; in nessun caso è previsto il rimborso del prezzo pagato.



7. Il Titolare potrà esercitare i Warrant a condizione che alla Data di Exit prevista in Regolamento, Egli sia ancora dipendente, amministratore o collaboratore della società emittente o di una delle società controllate; tale esercizio potrà avvenire:

- (i) In ipotesi di Exit o in caso di quotazione, nel corso della finestra di esercizio exit (la cui data di inizio sarà comunicata dalla società dieci giorni prima);
- (ii) In ipotesi di alcun perfezionamento di vento Exit, entro il 30° giorno lavorativo antecedente il Termine Finale (indicato in Regolamento).

8. In ogni caso la richiesta di esercizio del Warrant dovrà essere presentata alla Società utilizzando il previsto modulo, unitamente al Certificato rappresentativo dei Warrant.

9. Per ogni Warrant ricevuto, il Titolare avrà la facoltà di sottoscrivere un numero di 200 azioni di nuova emissione.

10. In caso di esercizio dei Warrant, la Società (il CdA) immetterà il Titolare nel possesso di azioni di nuova emissione avente un controvalore monetario pari a quello a lui spettante; tuttavia, il CdA si riserva di procedere, in luogo della immissione nelle predette azioni, con la corresponsione definitiva e vincolante di una somma equivalente in denaro come riferita ad un singolo Warrant, calcolata in virtù del MOM (Multiple of Money) secondo la seguente tabella:

MoM	Somma di denaro (Euro)
2,5	1.500
3	3.000
3,5	5.100
4	8.100
5	12.200
6	17.100



Come indicato in tabella, il MOM ha efficacia all'interno del definito intervallo 2,5 – 6 ed è determinato secondo la formula (Valore Finale – Valore Iniziale) / Valore iniziale. L'Equity Value Iniziale è rappresentato dal capitale investito dagli attuali soci della società emittente e l'Equity Value Finale rappresenta il valore di cessione delle azioni realizzato a qualsiasi titolo dai soci attuali, ovvero il valore normale delle stesse azioni nella ipotesi di esercizio al termine finale dell'opzione. N° Warrants rappresenta il numero di Warrants che saranno emessi ed il cui numero massimo è fissato, secondo il Regolamento, in 450. In caso di valore di MOM inferiore ad 2,5 il Titolare non avrà diritto di ricevere alcuna somma di denaro o di azioni corrispondenti. In caso di valore di MOM all'interno degli intervalli indicati (ad esempio MoM= 3,8), si determinerà la somma di denaro corrispondente utilizzando una interposizione lineare (in tal ipotesi, somma di denaro= euro 6.900 x Warrant).

11. In caso di aumento o di riduzione del capitale sociale o di operazioni societarie straordinarie, l'EV iniziale sarà rideterminato secondo regole comunemente accettate dalla prevalente prassi professionale, ciò al fine di lasciare inalterato il valore intrinseco dei Warrant ed il beneficio economico previsto per il Titolare.

12. In caso di quotazione, al Titolare saranno assegnate azioni della medesima categoria di azioni ammesse alla negoziazione sul mercato regolamentato.

13. In caso di *leaver* (cessazione della carica di dipendente, amministratore o collaboratore del Titolare), quest'ultimo avrà diritto alla restituzione del prezzo pagato per la sottoscrizione dei Warrant (previa restituzione del relativo Certificato).

14. Infine, la Società emittente si riserva il diritto di riacquistare in qualsiasi momento, *in toto* o in parte, i Warrant sottoscritti al Titolare, il quale riceverà quale contropartita una somma di denaro pari al corrispondente Valore Normale dei Warrant. Tale Valore Normale sarà determinato da un Esperto Indipendente nominato dal CdA.



Cap. n.5: il gruppo [redacted] Spa – dati economici / finanziari.

Come anticipato ai primi capitoli, la società emittente [redacted] Spa deriva dalla fusione (inversa) per incorporazione della [redacted] Srl (controllante) da parte della controllata [redacted] Srl.

Ad oggi [redacted] Spa rappresenta un vero e proprio gruppo societario controllando direttamente il 100% del capitale delle società [redacted] Spa, [redacted] Srl e [redacted] Srl; detiene, inoltre, partecipazioni non di maggioranza assoluta nelle società [redacted] Srl (in liquidazione) e nella [redacted] Spa. La società [redacted] Srl, come detto, risulta ad oggi fusa per incorporazione, mentre è in corso l'acquisizione della società [redacted] Srl.

I dati patrimoniali, economici e finanziari del Gruppo sono illustrati nel business plan 2018/2022, che raggruppa, pertanto, sia dati storici (anni 2018/2019) che dati previsionali (2020/2022).

Profit & Loss										
Currency: €000	FY18PF	FY19PC	FY20B	FY21	FY22	FY18PF	FY19PC	FY20B	FY21	FY22
TOTAL REVENUES	52.044	55.297	68.233	72.813	77.704	117,2%	116,6%	119,9%	120,3%	120,6%
TOTAL PURCHASES FOR RESALE	(7.629)	(7.882)	(11.319)	(12.267)	(13.281)	-17,2%	-16,6%	-19,9%	-20,3%	-20,6%
TOTAL NET REVENUES	44.415	47.415	56.914	60.546	64.423	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
TOTAL LABOUR COSTS	(27.508)	(29.803)	(35.489)	(37.897)	(40.470)	-61,9%	-62,9%	-62,4%	-62,6%	-62,8%
TOTAL TRAVEL EXPENSES	(1.454)	(1.552)	(1.489)	(1.674)	(1.791)	-3,3%	-3,3%	-2,6%	-2,8%	-2,8%
MARKETING	(546)	(462)	(467)	(500)	(535)	-1,2%	-1,0%	-0,8%	-0,8%	-0,8%
OFFICES	(1.032)	(1.158)	(1.225)	(1.311)	(1.403)	-2,3%	-2,4%	-2,2%	-2,2%	-2,2%
CAR	(1.107)	(1.234)	(1.318)	(1.410)	(1.509)	-2,5%	-2,6%	-2,3%	-2,3%	-2,3%
IT&SW&PHONES	(728)	(651)	(698)	(747)	(799)	-1,6%	-1,4%	-1,2%	-1,2%	-1,2%
CONSULTING EXPENSES	(508)	(571)	(573)	(613)	(656)	-1,1%	-1,2%	-1,0%	-1,0%	-1,0%
OTHER GENERAL EXPENSES	(1.290)	(1.018)	(947)	(1.082)	(1.158)	-2,9%	-2,1%	-1,7%	-1,8%	-1,8%
Progel G&A costs	-	-	(1.317)	(1.383)	(1.452)	0,0%	0,0%	-2,3%	-2,3%	-2,3%
TOTAL GENERAL EXPENSES	(5.211)	(5.094)	(6.545)	(7.046)	(7.511)	-11,7%	-10,7%	-11,5%	-11,6%	-11,7%
EBITDA	10.242	10.966	13.761	13.930	14.651	23,1%	23,1%	24,2%	23,0%	22,7%
D&A	(1.439)	(971)	(1.357)	(1.666)	(1.275)	-3,2%	-2,0%	-2,4%	-2,8%	-2,0%
Goodwill Amortisation	-	-	(3.691)	(3.691)	(3.691)	0,0%	0,0%	-6,5%	-6,1%	-5,7%
Goodwill Progel Amortisation	-	-	(1.271)	(1.271)	(1.271)	-	-	-	-	-
Transaction costs amortisation	-	-	(421)	(421)	(421)	0,0%	0,0%	-0,7%	-0,7%	-0,7%
EBIT	8.803	9.995	7.020	6.880	7.991	19,8%	21,1%	12,3%	11,4%	12,4%
Financial items	(119)	(816)	(1.235)	(1.398)	(1.388)	-0,3%	-1,7%	-2,2%	-2,3%	-2,2%
Progel - extraordinary items	-	-	-	-	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	8.683	9.179	5.784	5.483	6.604	19,6%	19,4%	10,2%	9,1%	10,3%
Taxes	(1.688)	(2.510)	(2.859)	(3.324)	(3.635)	-3,8%	-5,3%	-5,0%	-5,5%	-5,6%
Net result	6.996	6.669	2.925	2.158	2.969	15,8%	14,1%	5,1%	3,6%	4,6%

Come si evince dal Conto Economico (*Profit & Loss*) il Gruppo ha generato un Ebitda (in valori assoluti) pari ad euro 10.242k nel 2018 ed euro 10.966k nel 2019; in valori



percentuali il dato storico indica il 23,1% in entrambi gli anni. Le previsioni per gli anni 2020/2022 sono in costante crescita arrivando sino ad euro 14.651k per l'anno 2022; in termini percentuali l'indice Ebitda si mantiene intorno al 23% (22,7% al 31/12/2022). In termini di risultato netto d'esercizio, il Gruppo ha valorizzato un utile netto di circa euro 7 milioni negli anni 2018 e 2019 (rispettivamente pari a 15,8% e 14,1%), mentre le previsioni per il triennio successivo mostrano un dimezzamento circa di tale risultato (anno 2020: euro 2.925K pari al 5,1%; anno 2021: 2.158K pari al 3,6%; anno 2022: 2.696k pari al 4,6%). Tali risultati, sempre più che positivi, sono influenzati dai costi delle predette operazioni straordinarie, sia in termini di oneri finanziari che di ammortamento dell'avviamento capitalizzato (*goodwill*).



Balance Sheet

Currency: €000	FY18PF	FY19PC	FY20B	FY21	FY22
Intangible assets (including goodwill)	3.110	2.942	2.972	2.851	3.262
[redacted]	16.735	16.735	16.735	16.735	16.735
[redacted]	2.547	33.414	33.223	29.496	25.805
[redacted]	-	-	11.442	10.171	8.899
Transaction costs	-	2.900	2.536	2.114	1.693
Tangible assets	1.734	1.839	2.428	2.574	2.693
Financial assets	79	79	93	93	93
Fixed assets	24.204	57.909	69.430	64.035	59.180
WIP	1.089	1.640	1.921	2.094	2.267
Trade receivables	14.971	15.843	20.690	22.060	23.523
Trade payables	(4.898)	(5.425)	(6.777)	(7.360)	(7.953)
Trade working capital	11.162	12.058	15.834	16.794	17.837
Other assets	3.787	7.146	7.909	8.456	9.044
Other liabilities	(9.225)	(11.812)	(14.162)	(15.115)	(16.133)
Net Working Capital	5.724	7.392	9.581	10.136	10.748
DTA/DTL	1.241	1.307	1.307	1.307	1.307
Employee leaving indemnity	(5.951)	(5.505)	(6.530)	(6.530)	(6.530)
Risk provision	(2.987)	(1.644)	(1.644)	(1.644)	(1.644)
Net invested capital	22.232	59.460	72.145	67.305	63.062
Senior Loan	-	32.000	31.200	29.600	27.200
CapEx line	-	-	10.000	10.000	9.286
Financial receivables	-	-	(1.000)	-	-
Shareholders' loan	3.696	-	-	-	-
Financial debt	3.262	-	-	-	[redacted]
Debito per prezzo dilazionato BB	-	500	-	-	-
Debito per prezzo dilazionato [redacted]	-	-	750	500	250
Cash	(9.159)	(6.376)	(9.101)	(15.215)	(19.062)
Net debt	(2.201)	26.124	31.849	24.885	17.673
Equity	24.433	33.336	40.296	42.420	45.388
Sources	22.232	59.460	72.145	67.305	63.062

Lo stato patrimoniale (*balance sheet*) ci mostra gli effetti della capitalizzazione del gruppo in seguito alle operazioni di fusione e/o acquisizione; in particolare, il patrimonio netto (*equity*) passa da euro 24.433k (anno 2018) ad euro 45.388K dell'anno 2022, a fronte, rispettivamente, di una debitoria netta totale (*net debt*) di euro 17.673k (anno 2022).



Cash Flow

Currency: €000	FY18PF	FY19PC	FY20B	FY21	FY22
EBITDA		10.966	13.761	13.930	14.651
Change in WIP		(551)	(169)	(173)	(173)
Change in Trade receivables		(872)	(961)	(1.371)	(1.463)
Change in Trade Payables		527	592	583	593
Change in TWC		(896)	(538)	(960)	(1.043)
Change in OA		(3.359)	(447)	(547)	(588)
Change in OL		2.588	454	953	1.018
Change in NWC		(1.668)	(531)	(554)	(612)
Taxes		(2.510)	(2.859)	(3.324)	(3.635)
Change in DTA/DTL		(67)	-	-	-
Change in TFR		(446)	-	-	-
Change in risk provision		(1.343)	-	-	-
Capex		(909)	(1.565)	(1.690)	(1.805)
Operating cash flow		4.025	8.806	8.361	8.599
Prezzo pagato società + others		(33.767)	-	-	-
Financial items		(816)	(1.235)	(1.398)	(1.388)
Qualitas		-	(3.500)	-	-
Senior debt		32.000	(800)	(1.600)	(2.400)
Shareholders' loan		(3.696)	-	-	-
Financial debt		(3.262)	-	-	-
Debito per prezzo dilazionato BB		500	(500)	-	-
CapEx line		-	10.000	-	(715)
[redacted]		-	(15.250)	-	-
[redacted] prezzo dilazionato		-	-	(250)	(250)
Capital Injection		-	6.025	-	-
Change in financial receivables [redacted]		-	(1.000)	1.000	-
Cassa [redacted]		-	1.259	-	-
Transaction costs		-	(50)	-	-
Pro forma adj		2.236	(1.029)	-	-
Net cash flow		(2.781)	2.726	6.114	3.847
Cash BoP		(9.159)	(6.376)	(9.101)	(15.215)
Cash EoP		(6.376)	(9.101)	(15.215)	(19.062)
Delta		(2.783)	2.726	6.114	3.847

Infine, l'analisi finanziaria (*cash flow*), sviluppata per gli anni 2019/2022, evidenzia l'impatto delle acquisizioni sull'anno iniziale 2019 (euro 33.767k), mostrando un indice finale negativo (*net cash flow*) pari ad euro 2.781k. I successivi anni mostrano, viceversa, risultati sempre positivi pari, rispettivamente, ad euro 2.726k (anno 2020), euro 6.114k (anno 2021) ed euro 3.847k (anno 2022).



Cap. n.6: la valutazione dello strumento finanziario Warrant in letteratura.

La letteratura, così come la prassi tecnica, è ormai foriera di saggi ed articoli che riguardano gli strumenti finanziari, nel caso in esame, del Warrant.

Tale strumento, infatti, può avere più e diversi scopi ed utilizzi; esso può essere “comprato” come un vero e proprio investimento, a completamento magari del “portafoglio” di un investitore esperto, oppure può essere utilizzato dall’impresa come strumento idoneo ad incentivare i manager, gli amministratori e/o i dipendenti al raggiungimento di determinati obiettivi (performance).

Nel caso in esame, per affinità di trattazione, di seguito saranno fornite alcune spiegazioni sul funzionamento di tale strumento finanziario e sul significato delle sue variabili, nella sola ipotesi di utilizzo quale premio incentivante per il management.

Il Warrant, infatti, è perfettamente idoneo a completare e integrare sistemi di remunerazione degli amministratori/manager/dipendenti sulla base del principio MBO (*Management By Objective*), legando gli obiettivi (premi) alle performance aziendali; esso, inoltre, consente inoltre di fidelizzare i manager nel medio periodo (normalmente pari alla durata dell’opzione (mediamente compresa dai 3 ai 5 anni).

A differenza dei Warrant emessi su titoli di società quotate che sono, di norma, liberamente negoziabili sui mercati borsistici, le opzioni a supporto dei piani di incentivazione del management contengono, viceversa, quasi sempre limitazioni alla loro circolazione e sono nella maggior parte dei casi su azioni o quote societarie di aziende non quotate (come nella fattispecie oggetto della presente relazione).

PANORAMICA

Generalmente, i Warrant sono diritti il cui valore dipende da un’attività finanziaria sottostante: titoli azionari, indici borsistici, futures, valute, etc, alla quale è riferito il diritto di opzione. Essi attribuiscono al possessore il diritto di acquistare (tipo call) o di vendere (tipo put), una determinata attività sottostante ad un data prefissata (opzione



di tipo europeo), ovvero entro una data prefissata (opzione di tipo americano). Il prezzo pagato per l'acquisto della opzione, qualora presente, viene chiamato premio.

L'opzione è pertanto un diritto il cui valore è conseguente alla performance, attuale e attesa, del sottostante; se viene utilizzata ai fini di un piano di incentivazione del management, il manager trova evidentemente il proprio guadagno dall'aumento del valore del sottostante, cui l'opzione è collegata. Come detto il sottostante è normalmente costituito da un'azione, ma può anche una quota di una srl, un indice azionario, una valuta, un parametro di performance aziendale, etc.

Quando l'opzione viene conferita a determinate categorie "chiuse" (ad esempio, gli amministratori o ai managers aziendali), essa non costituisce offerta al pubblico; pertanto non si applicano i presupposti degli strumenti finanziari disciplinati dal D.Lgs. 24 febbraio 1998 num. 58 (TUF) e dal Regolamento Consob n. 11971/99.

Come nella fattispecie in esame, le opzioni, a volte, sono collegate ad un aumento di capitale destinato allo scopo e riservate al management; qualora il destinatario (Titolare dell'opzione) avesse effettivamente un beneficio (vantaggio) economico/finanziario con la vendita del Warrant, tale beneficio dovrà essere assoggettato a tassazione alla stregua di qualsiasi rendita finanziaria.

Il diritto di opzione viene riconosciuto al suo Titolare in virtù di contratto, normalmente rappresentato da una Lettera di Offerta inviata dalla società emittente al destinatario; tale Lettera dovrà essere controfirmata dal Titolare per accettazione; unitamente alla predetta lettera, il Titolare dovrà anche sottoscrivere ed accettare tutte le norme, meccanismi di calcolo e variabili previste dall'apposito Regolamento.

Come detto il valore dell'opzione (strumento finanziario) deriva dalla performance, attuale e attesa, del titolo sottostante; ovviamente sussistono diverse variabili che influenzano la formazione del valore e quindi del prezzo di acquisto (Premio) di una opzione:



Valore del titolo sottostante (stock price)	+
Prezzo di esercizio (strike price)	-
Vita dell'opzione	+
Tasso di interesse di mercato risk free	+
Volatilità	+
Rendimento attività sottostante (dividendo per azione)	-

Il variare di ognuna delle variabili indicate in tabella determina una modifica del valore dell'opzione; inoltre, la variazione di una variabile può a sua volta influire anche sull'andamento delle altre stesse variabili. La combinazione tra le variabili ovviamente non è statica, ma cambia in continuazione al mutare delle variabili economiche medesime.

GLOSSARIO

- ✓ **Ente emittente:** l'Ente emittente delle opzioni è normalmente la società cui si riferisce il titolo sottostante, ma può anche essere una diversa società del gruppo di appartenenza.
- ✓ **Moltiplicatore o multiplo:** il moltiplicatore o multiplo specifica la quantità di attività sottostante su cui il possessore dell'opzione vanta il diritto. Il Moltiplicatore indica quante unità di sottostante sono controllate da un'unica opzione (ad esempio un'opzione con Multiplo di 1 indica che 1 opzione ha il diritto di esercitare su 1 unità del titolo sottostante).
- ✓ **Prezzo di esercizio (strike price):** il Prezzo di esercizio indica il prezzo al quale il sottoscrittore ha il diritto di acquistare o vendere l'attività sottostante alla data di scadenza (opzioni tipo europeo) o entro la data di scadenza (opzioni tipo americano), alle condizioni specificate dal contratto. Le opzioni su azioni o quote possono subire aggiustamenti in occasione di operazioni sul capitale della



società cui appartiene il titolo sottostante, quali cessioni, fusioni, aumenti di capitale, gratuiti o a pagamento, pagamenti di dividendi o distribuzioni straordinarie di riserve; questi aggiustamenti hanno lo scopo di lasciare inalterata la posizione dell'investitore acquirente della opzione.

- ✓ **Premio:** il diritto attribuito all'opzione ha normalmente un costo, anche se può in alcuni casi essere gratuito, costo che è rappresentato da un importo detto Premio, che l'acquirente paga al venditore.
- ✓ **Scadenza (vita della opzione):** le opzioni sono caratterizzati da una scadenza, alla quale (o entro la quale nell'opzione di tipo americano) vengono esercitate o scadono senza valore. La scadenza, nel caso di piani di incentivazione del management, è sempre pluriennale e può variare da un minimo di 3 fino a 5-6 anni.
- ✓ **Esercizio dell'opzione:** alla scadenza l'opzione può essere esercitata. Normalmente l'esercizio prevede che il possessore ceda l'opzione ottenendo in cambio dell'azione sottostante. Tuttavia può anche essere previsto il caso in cui non si acquisisce l'azione sottostante ma solamente il plusvalore fra il prezzo dell'azione iniziale e il prezzo finale (strike price); trattasi in questo caso di un vero e proprio controvalore in denaro.
- ✓ **Trasferibilità delle opzioni:** le opzioni sono normalmente soggette a restrizioni nella circolazione, proprio perché destinati ai piani di incentivazione del management; spesso, proprio per tale motivo, sono intrasferibili. Quando, viceversa, sono trasferibili, viene prevista una opzione all'acquisto da parte dell'ente emittente, ad un prezzo stabilito da un esperto indipendente. Le opzioni possono essere anche depositate presso una Fiduciaria, che li dovrà gestire e amministrare in base ad un mandato fiduciario riportato in allegato al regolamento delle opzioni (se previsto).



LA VALUTAZIONE DEL WARRANT

La valutazione delle opzioni, se destinata all'assegnazione al management, dovrà essere effettuata da un perito indipendente, possibilmente con perizia giurata; tale aspetto andrà evidenziato nel contratto ovvero nel regolamento di emissione della opzione.

Il modello finanziario più utilizzato al mondo per la valutazione delle opzioni è il Modello di Black & Scholes (di seguito B&S); tale Il modello è stato sviluppato da Fisher Black e Myron Scholes nel 1973. Spesso, per un utilizzo più consono e performante al tipo di operazione (emissione dell'opzione), tale modello viene combinato con il Metodo Montecarlo, dando vita ad un modello finanziario complesso (come di seguito illustrato). La formula B&S esprime, quindi, l'andamento nel tempo del prezzo di strumenti finanziari, in particolare delle opzioni; è una formula matematica per il prezzo di "non arbitraggio" di un'opzione call o put di tipo europeo, che può essere derivata a partire dalle seguenti ipotesi comunemente accettate nella pratica:

- adeguata informazione e inesistenza di imperfezioni nel mercato;
- si considera noto il tasso di interesse a breve termine del mercato e costante fino alla scadenza del contratto;
- non si distribuiscono dividendi sulle azioni che costituiscono il titolo sottostante;
- i prezzi delle azioni variano in modo casuale nel periodo di durata del contratto, con una varianza costante.

Il prezzo dell'opzione (Warrant) all'inizio del periodo è uguale a :

$$W = S_0 N(d_1) - K e^{-rT} N(d_2) = S_T e^{-yT} N(d_1) - K e^{-rT} N(d_2)$$

dove

- T il periodo di scadenza (in anni)
- S_T è l'equity value potenziale dell'azienda (titolo sottostante)
- K è il prezzo di esercizio o strike price
- e il numero naturale (2,71828)
- y rendimento medio atteso
- r è il tasso d'interesse privo di rischio, espresso in base annua
- N(.) denota la funzione di ripartizione di una variabile casuale normale con



$$d_1 = \frac{\ln \frac{S_0}{K} + \left(r + \frac{1}{2}\sigma^2\right)T}{\sigma\sqrt{T}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

- σ è la varianza percentuale istantanea prezzo del titolo sottostante, espressa anch'essa su base annua.

PRINCIPALI VARIABILI

Il prezzo del sottostante. Esso è il valore che viene assegnato al sottostante al momento di emissione dell'opzione. Nel caso più semplice di un titolo azionario quotato sarà il valore di borsa del titolo. Nel caso di una società azionaria non quotata, ovvero di una quota di srl oppure di un indice di performance aziendale, occorre che venga assegnata una valutazione da parte di un perito indipendente. Questo infatti costituisce il parametro iniziale su cui si valuta l'opzione e la base di partenza per potenziali miglioramenti futuri fino alla scadenza dell'opzione.

Il prezzo di esercizio (strike price). Questo rappresenta il prezzo obiettivo del sottostante che si pone come limite per decidere la convenienza all'esercizio dell'opzione. In altri termini, se alla scadenza dell'opzione il valore del sottostante sarà superiore allo strike price, converrà esercitare l'opzione, altrimenti non converrà. Ciò tradotto in altri termini, nel caso lo strumento venga utilizzato per piani di incentivazione del management, significa che se la performance del sottostante alla scadenza dell'opzione sarà superiore allo strike price, il manager potrà esercitare il diritto d'opzione e incamerare la differenza, che potrà poi monetizzare o meno. Nel caso sia prevista entro la data di scadenza dell'opzione una quotazione in borsa, il valore della quotazione costituisce il prezzo di riferimento. Nel caso di una società azionaria di cui non è prevista la quotazione, ovvero di una quota di srl oppure di un indice di performance aziendale, occorre che il valore alla scadenza dell'opzione venga assegnata una valutazione da parte di un perito indipendente. Ovviamente occorre che i criteri



utilizzati per la valutazione dello Stock price al momento dell'emissione e al momento dell'esercizio dell'opzione siano i medesimi

Il tasso di interesse di mercato privo di rischio. Poiché l'opzione ha una durata, normalmente poliennale, viene introdotta questa variabile nella formula. Fino a qualche tempo fa i titoli dello Stato venivano considerati come privi rischio; a partire dalla crisi dei debiti sovrani in alcune nazioni europee, essi non sono tutti considerati come privi di rischio. Si fa, pertanto, oggi riferimento a titoli di nazioni con indebitamenti bassi ed economie stabili.

La volatilità del sottostante. La volatilità misura l'incertezza circa i futuri movimenti del prezzo di un bene o di una attività finanziaria, spesso rappresentato da un'azione sottostante. Al crescere della volatilità cresce la probabilità che la performance risulti molto elevata oppure molto contenuta, ossia cresce la probabilità che i movimenti di prezzo siano molto ampi, sia in aumento che in diminuzione. La volatilità è probabilmente la variabile più difficile da determinare, anche in considerazione del fatto che dovrebbe essere stimata una presunta volatilità futura lungo la vita dell'opzione. Di fatto tuttavia essendo praticamente impossibile determinare la volatilità futura si agisce su indici di volatilità del passato. Si precisa infine che la volatilità, da un punto di vista metodologico, è al tempo stesso una misura di rischio legato all'andamento delle quotazioni, ma anche una misura di rendimento potenziale della azione stessa.

Il tempo a scadenza. Esso è il tempo intercorrente tra il giorno di emissione e di scadenza dell'opzione, che come si è visto è normalmente di medio periodo (da 3 a 6 anni circa).

Come detto in premessa, spesso, ai fini di una ottimizzazione della valutazione del prezzo di emissione del Warrant, si utilizza **un modello finanziario complesso**; si definisce complesso in quanto il modello **B&S** viene combinato con il **Metodo Montecarlo**. Tale metodo è usato per trarre stime attraverso simulazioni. La simulazione Montecarlo calcola una serie di realizzazioni possibili del fenomeno in esame, con il peso



proprio della probabilità di tale evenienza, cercando di esplorare in modo denso tutto lo spazio dei parametri del fenomeno. Una volta calcolato questo campione casuale, la simulazione esegue delle 'misure' delle grandezze di interesse su tale campione. Il metodo è utilizzato per stimare la probabilità di realizzazione delle performance in termini di rendimenti delle azioni della società emittente i Warrant allorchè alla scadenza dell'opzione si realizzi uno degli obiettivi descritti con la tabella dei MOM. L'ipotesi è che i rendimenti si distribuiscano seguendo una variabile casuale normale con media nulla e scarto quadratico medio (deviazione standard) corrispondente ad una volatilità stimata sulla base di quanto osservato per società comparabili.

Si rileva infine che è regola diffusa nelle valutazioni delle opzioni, che non sono scambiate su mercati regolamentati, praticare, sulle valutazioni ottenute dalla applicazione della formula B&S, uno sconto di illiquidità. Tale sconto è ampiamente giustificato dal fatto che un valore teorico, risultante dall' applicazione di una formula finanziaria, si scontra inevitabilmente con un'obiettiva difficoltà di trovare l'acquirente di uno strumento finanziario derivato di una società non quotata, a maggior ragione in periodi di forti turbolenze finanziarie (come nel periodo attuale post epidemia Covid 19). In tali casi, come ampiamente riconosciuto in letteratura, si applica uno sconto variabile compreso tra il 10% ed il 30% del valore dell'Opzione.



Cap. n.7: la determinazione del prezzo di emissione del Warrant [redacted]

[redacted] Spa.

Facendo seguito a tutto quanto ampiamente illustrato ai capitoli precedenti, si ribadisce che la valutazione è eseguita sulla scorta delle informazioni contenute nel “Regolamento Warrants 2020 – 2025” di [redacted] S.p.A. e di quanto deliberato (*inter alia*) dall’assemblea dei soci in data 30 luglio 2020, nonché di tutti gli altri parametri necessari all’applicazione del Modello finanziario utilizzato e che combina la formula di *Black & Scholes* (B&S) con il Metodo Montecarlo.

Come già illustrato, la formula B&S esprime l'andamento nel tempo del prezzo di strumenti finanziari, in particolare delle opzioni; è una formula matematica per il prezzo di “non arbitraggio” di un'opzione call o put di tipo europeo, che può essere derivata a partire dalle seguenti ipotesi comunemente accettate nella pratica:

- adeguata informazione e inesistenza di imperfezioni nel mercato;
- si considera noto il tasso di interesse a breve termine del mercato e costante fino alla scadenza del contratto;
- non si distribuiscono dividendi sulle azioni che costituiscono il titolo sottostante;
- i prezzi delle azioni variano in modo casuale nel periodo di durata del contratto, con una varianza costante.

Il prezzo dell’opzione (Warrant) all’inizio del periodo è uguale a :

$$W = S_0 N(d_1) - K e^{-rT} N(d_2) = S_T e^{-yT} N(d_1) - K e^{-rT} N(d_2)$$

dove:

- T il periodo di scadenza (in anni)
- S_T è l’equity value potenziale dell’azienda (titolo sottostante)
- K è il prezzo di esercizio o strike price
- e il numero naturale (2,71828)
- y rendimento medio atteso
- r è il tasso d’interesse privo di rischio, espresso in base annua
- N(.) denota la funzione di ripartizione di una variabile casuale normale con



$$d_1 = \frac{\ln \frac{S_0}{K} + (r + \frac{1}{2}\sigma^2)T}{\sigma\sqrt{T}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

- σ è la varianza percentuale istantanea prezzo del titolo sottostante, espressa anch'essa su base annua.

- 25 -

Pertanto, come anticipato, l'Assemblea dei soci del 30 luglio 2020 ha deliberato, in particolare, l'emissione di massimi n. 450 (quattrocentocinquanta) Warrants, con scadenza al 30 luglio 2025. Il relativo programma prevede l'aumento di capitale (comprensivi di sovrapprezzo) a servizio dell'emissione dei Warrants per complessivi massimi Euro 1.200.000,00 (unmilione duecentomila/00), mediante emissione di un numero massimo di n. 90.000 (novantamila) azioni ordinarie, a godimento regolare. Ciascun Warrant darà diritto di sottoscrivere, durante i periodi di esercizio previsti, azioni ordinarie in rapporto di n. 200 (duecento) azione ordinarie di nuova emissione per ogni n. 1 (uno) Warrant posseduto secondo le modalità e i termini previsti nel relativo Regolamento.

Dunque, alla scadenza di 5 anni ($T = 5$), definito pertanto pari a € 1,00 il prezzo di esercizio della singola azione, lo strike price (K) per ciascun Warrant è di € 200,00.

L'*equity value* potenziale è definito, come da Regolamento, sulla base dell'indice **MOM** ovvero del ritorno sull'investimento nella Società da parte dei Soci Attuali entro il Termine Finale e determinato ai sensi dell'articolo 4.9. La tabella al paragrafo 4.9 definisce 6 potenziali Equity value finali (S_T); per ognuno di questi è determinato, applicando la formula di *Black e Scholes*, il valore dell'opzione (Warrant).

A ciascun valore è attribuita la probabilità che si realizzi quella performance. La probabilità è calcolata ipotizzando che le realizzazioni possibili del fenomeno (le performance in termini di rendimenti y^*) si distribuiscano lungo una gaussiana con media pari a zero e deviazione standard uguale alla volatilità del titolo (σ). I rendimenti sono calcolati ipotizzando che la crescita dell'equity segua la curva $S_T = K \cdot e^{y^*T}$



Pertanto: $y^* = \left(\ln \frac{S_T}{K}\right) / T$.

Il valore del Warrant è infine determinato come somma dei prodotti tra valore corrispondente al risultato individuato dal MOM e la probabilità (Metodo Montecarlo). La probabilità per la performance più elevata (MOM = 6) è calcolata come integrale della distribuzione gaussiana da infinito positivo a y^*_6 . Per MOM inferiori a 6 la probabilità assegnata è definita dall'integrale tra y^*_6 e y^*_5 e così via (P* probabilità differenziale). Il rendimento atteso (y) è determinato mediante il **Capital Asset Pricing Model (CAPM)**. Il modello fu sviluppato indipendentemente da Lintner (1965) e da Mossin (1966). Il CAPM ipotizza l'esistenza di una relazione lineare tra il rendimento atteso di un titolo ed il premio per il rischio di mercato (Equity Risk Premium, ERP). Quest'ultimo non è altro che la differenza tra il rendimento atteso del mercato (Rm) e il rendimento di un'attività priva di rischio (r).

Il modello CAPM permette di trovare il rendimento atteso di un titolo come la somma tra il tasso risk-free e un premio di rischio che esprima il rischio non diversificabile. Il premio dipenderà molto dal coefficiente beta (β) che misura la reattività del rendimento di un titolo ai movimenti del mercato, ovvero quanto varia il rendimento del titolo rispetto alla variazione del rendimento generale di mercato. La formula è la seguente:

$$y = r + \beta ERP,$$

dove:

y = tasso di rendimento atteso del capitale (costo dell'equity);

r = tasso d'interesse privo di rischio, espresso in base annua;

ERP = (Rm - r) differenza tra il rendimento atteso del mercato e il rendimento di un'attività priva di rischio;

$\beta = \frac{\text{Cov}(R_m; y)}{\text{Var}(R_m)}$ è il rapporto tra la covarianza esistente tra il rendimento espresso dal portafoglio di mercato (Rm) e quello del titolo (y), e la varianza espressa dai rendimenti del portafoglio di mercato (Rm).



SCELTA/STIMA DEI PARAMETRI

Tasso risk free (r): un'attività priva di rischio è un'attività caratterizzata da un rendimento certo con variabilità nulla (assenza di volatilità nei rendimenti). Non essendo possibile di fatto trovare un'attività che sia realmente scevra da qualsiasi tipo di rischio, gli analisti finanziari utilizzano come proxy del risk-free rate il rendimento dei titoli di stato emessi dai governi di paesi economicamente stabili. Come evidenziato dalla Commissione Europea¹, nonché prassi utilizzata dalla maggior parte dei regolatori europei, l'r è solitamente calcolato in base alla media degli interessi dei titoli di Stato registrata in un arco temporale da medio a lungo termine. Il tasso risk free è, dunque, calcolato come media aritmetica dei tassi d'interesse dei titoli di Stato italiani con scadenza decennale, su un periodo di 5 anni (da gennaio 2015 a gennaio 2020) **r = 1,96%**;

ERP (Equity Risk Premium): è utilizzato il valore determinato per l'Italia da Damodaran (ultimo aggiornamento luglio 2020²) = **8,46%**;

Indice β : è calcolato sulla serie dei dati relativi agli ultimi 5 anni (luglio 2015 – luglio 2020) dei rendimenti calcolati sull'indice MIBtel (Rm) e di quelli ottenuti da tre società comparabili, attive nello stesso settore di quella in esame: Piteco Spa, Sesa Spa e Techedge Spa³. In particolare è calcolata la serie dei rendimenti annuali sul dato dell'equity mensile.

Società	Cov (Rm;y)	Var (Rm)	Beta
Piteco Spa	0,02031	0,03048	0,66632
Sesa Spa	0,03600	0,03048	1,18112
Techedge Spa	0,01660	0,01827	0,90849
		<i>media</i>	<i>0,91865</i>

¹ Raccomandazione dell'11 dicembre 2013, C(2013) 8862, punto 54.

² http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

³ La serie per Techedge Spa è costruita da gennaio 2019, data della prima quotazione in borsa.



Il CAPM fornisce, come illustrato, il risultato del rendimento atteso in $y = (r + \beta ERP) = 9,74\%$, mentre la volatilità di riferimento è quella media calcolata sulla volatilità annua riportata da Milano Finanza⁴ per le tre società comparabili.

Società	Volatilità annuale
Piteco Spa	52,27%
Sesa Spa	49,27%
Techedge Spa	41,64%
<i>media</i>	<i>47,73%</i>

- 28 -

Di seguito il risultato del calcolo degli ulteriori parametri necessari all'applicazione del modello.

MOM	Equity value potenziale		y*	P (probabilità cumulata)	p* (probabilità differenziale)
	per n°1 azione	per n° 200 azioni (S _T)			
2,5	3,5	700	28,47%	0,27539	0,02379
3	4	800	31,95%	0,25160	0,02054
3,5	4,5	900	35,10%	0,23106	0,01794
4	5	1000	37,97%	0,21312	0,02986
5	6	1200	43,10%	0,18326	0,02385
6	7	1400	47,58%	0,15941	0,15941

MOM	N(d1)	N(d2)
2,5	0,91039	0,55959
3	0,92899	0,60836
3,5	0,94279	0,65003
4	0,95327	0,68585
5	0,96771	0,74375
6	0,97685	0,78797

⁴ <https://www.milanofinanza.it/quotazioni/dettaglio/.....>



Alla luce dei parametri individuati, il prezzo dell'opzione (Warrant) all'inizio del periodo è determinato secondo il modello finanziario illustrato. La tabella successiva riporta in sintesi i risultati della formula B&S e del Metodo Montecarlo.

- 29 -

MOM	Prezzo Call (W)	Metodo Montecarlo	
	Formula B&S	Probabilità differenziale (P*)	W x P*
2,5	290,212	0,0238	6,90
3	346,467	0,0205	7,12
3,5	403,644	0,0179	7,24
4	461,531	0,0299	13,78
5	578,868	0,0239	13,81
6	697,667	0,1594	111,22
		somma	160,07

Si rileva infine che è regola diffusa nelle valutazioni delle opzioni, che non sono scambiate su mercati regolamentati, praticare, sulle valutazioni ottenute dalla applicazione della formula B&S, uno sconto di illiquidità. Tale sconto è ampiamente giustificato dal fatto che un valore teorico risultante dall'applicazione di una formula si scontra in ogni modo con un'obiettivo difficoltà di trovare un acquirente su uno strumento finanziario derivato di una società non quotata.

In tali casi, come anche riconosciuto in letteratura⁵, si applica uno sconto variabile attorno ad una media compresa tra il 10% ed il 30% del valore dell'opzione (Warrant); nella fattispecie, tenuto anche conto degli effetti economici e finanziari che il virus Covid 19 ha prodotto sull'economia italiana nell'anno 2020, si ritiene maggiormente

⁵ Aswath Damodaran – Stern School of Business, “Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount” e Emanuel Bagna Università Bocconi “Lo sconto per mancanza di liquidità” 2005.



prudenziale applicare la percentuale massima del 30% al prezzo determinato di emissione dell'opzione (euro 160,07) quale sconto di illiquidità, prevedendo, in tal modo, una probabile maggiore difficoltà di raccolta delle risorse finanziarie necessarie alla sottoscrizione dello strumento finanziario in oggetto.



Conclusioni: attestazione del Valore Normale del Warrant

Il sottoscritto Esperto Indipendente, dott. Roberto Di Franza, designato dall'Organo Amministrativo della società emittente [REDACTED] Spa,

- tenuto conto della delibera di aumento di capitale sociale dei soci della predetta società emittente;
- In virtù di quanto previsto dal Regolamento Warrant 2020 – 2025 (in bozza);
- alla luce della documentazione esaminata e di tutte le altre informazioni di cui è entrato in possesso, relativamente all'operazione di emissione di Warrant,
- preso atto del risultato ottenuto dall'applicazione del modello finanziario complesso (B&S in combinazione con il Metodo Montecarlo), ampiamente illustrato ai capitoli precedenti,

ATTESTA CHE

il "Valore Normale" ex art. 9, comma 4, DPR 917/86, di un Warrant in corso di emissione da parte della società [REDACTED] Spa è pari a:

€ 112,00 (€ 160,07 * -30%)

Avellino, lì 29 luglio 2020

L'Esperto Indipendente
Dott. Roberto Di Franza

La presente relazione si compone di numero 31 pagine ed un allegato (Regolamento Warrant 2020 – 2025 in bozza).