

Procedimento N. 4716/2020
Tribunale di Milano – Sezione III Civile

contro

Valutazione azioni Centro Poligrafico Milano s.p.a.

Giudice dell'Esecuzione Dott. Roberto Angelini

Perito Estimatore Dott.ssa Barbara Pravettoni

INDICE DEGLI ARGOMENTI

<i>Oggetto dell'incarico</i>	<i>pag. 3</i>
<i>Le operazioni peritali e la documentazione acquisita</i>	<i>pag. 4</i>
<i>Elementi distintivi del Centro Poligrafico Milano s.p.a.</i>	<i>pag. 15</i>
<i>Metodo di valutazione utilizzato</i>	<i>pag. 17</i>
<i>Valutazione Centro Poligrafico Milano s.p.a.</i>	<i>pag. 25</i>
<i>Prestazioni accessorie connesse alle azioni e limitazioni alla trasferibilità delle azioni</i>	<i>pag. 31</i>
<i>Conclusioni</i>	<i>pag. 34</i>

Oggetto dell'incarico

In data 15 aprile 2021 il Giudice Dott. Roberto Angelini nominava la scrivente Dott.ssa Barbara Pravettoni quale esperto per la stima del valore delle partecipazioni societarie oggetto di pignoramento possedute da *** nella società Centro Poligrafico Milano s.p.a. e in data 25 maggio 2021 conferiva il seguente incarico: *“dica l'esperto, esaminati gli atti e i documenti della procedura, l'atto costitutivo, lo statuto, i bilanci approvati, le scritture contabili, ed ogni altro atto o documento ritenuto utile della Centro Poligrafico Milano s.p.a., esperito ogni necessario accertamento, quale sia il valore corrente ed economico delle azioni della predetta società, di cui è titolare***. Indichi inoltre se alle predette azioni siano connesse prestazioni accessorie e se risultino limitazioni alla loro trasferibilità, enunciandone il contenuto.”* Il G.E. autorizzava inoltre la scrivente a richiedere alle parti e a terzi la documentazione eventualmente necessaria ai fini dell'espletamento dell'incarico.

Le operazioni peritali e la documentazione acquisita

Omissis

Omissis

Omissis

Omissis

Omissis

Omissis

Omissis

Omissis

Omissis

Omissis

Omissis

Elementi distintivi del Centro Poligrafico Milano s.p.a.

Dalla visura camerale aggiornata (allegato n. 1) nonché dall'atto costitutivo e dallo statuto (allegati n. 2 e n. 3) si è potuto rilevare che la società Centro Poligrafico Milano s.p.a. è stata costituita in data 20 novembre 1984; la durata della società è fissata al 31 dicembre 2050.

La sede legale attuale è in Milano, via Manfredo Camperio n. 14.

Codice fiscale e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Milano: 07634270156; numero REA: MI-1174422.

Il capitale sociale sottoscritto ammonta ad euro 650.000,00 (seicentocinquantamila/00), interamente versato; lo stesso è totalmente posseduto da:

- Arneri Renzo, titolare del 50% delle azioni;
- Uggetti Giovannina, titolare del 30% delle azioni;
- Arneri Gianluca, titolare del 10% delle azioni;
- Arneri Mauro, titolare del 10% delle azioni oggetto di pignoramento.

La società, che svolge l'attività di pre stampa, fotolito, fotocomposizione e fotoincisione nonché stampa, confezione e ogni attività inerente alle arti grafiche, è amministrata da Arneri Gianluca, nato a Milano il 01/08/1973, domiciliato in Casarile (Mi) via Puccini 64, codice fiscale: RNRGLC73M01F205Y, amministratore unico nominato in data 29 giugno 2021, in carica sino all'approvazione del bilancio al 31/12/2023.

La presente consulenza tecnica si fonderà sull'analisi dei bilanci della società interessata, relativi alle annualità degli ultimi esercizi economici disponibili, nonché sull'ulteriore documentazione prodotta

dalla società; i documenti relativi ai bilanci sono quelli che Centro Poligrafico Milano s.p.a. ha provveduto a pubblicare al Registro Imprese istituito presso la Camera di Commercio di Milano.

Metodo di valutazione utilizzato

Presupposto fondamentale di ogni valutazione è la scelta preliminare del metodo più appropriato in funzione dello scopo della valutazione ma soprattutto della realtà specifica del bene che ne è oggetto. I metodi di valutazione che vengono di seguito enunciati sono generalmente validi per valutazioni globali di aziende in funzionamento. La dottrina è concorde nel ritenere che i principi-guida di valutazione di qualsiasi azienda siano quelli di razionalità, generalità, obiettività e stabilità:

- Razionalità: la stima deve essere costruita secondo uno schema logico, chiaramente espresso, con passaggi condivisibili e valori che abbiano un buon grado di credibilità;
- Generalità: la valutazione deve prescindere dalle parti intervenienti nella negoziazione, dalla loro forza contrattuale, dalla loro differente natura, dai loro differenti interessi e prospettive;
- Obiettività: la valutazione deve fare riferimento a grandezze quantitative, a base delle formule valutative, il più possibile obiettive anziché stimate o presunte;
- Stabilità: la valutazione deve far riferimento a grandezze possibilmente stabili e non mutabili nel tempo.

Nel rispetto dei principi-guida, le metodologie di valutazione di aziende sono riconducibili ai quattro categorie fondamentali:

- Metodi patrimoniali;
- Metodi reddituali;
- Metodi finanziari;
- Metodi misti.

I primi metodi, quelli patrimoniali, definiscono il valore d'azienda in base al suo patrimonio, rettificato in funzione di eventuali differenze riscontrabili tra i dati contabili ed i valori correnti delle singole attività e passività, determinati con criteri pertinenti alle valutazioni economiche del capitale d'azienda. Vengono presi in considerazione singolarmente gli elementi attivi che compongono il capitale d'azienda, rilevando l'eventuale presenza di plus o minusvalenze relative sia a beni materiali che immateriali, e si aggiornano gli elementi del passivo, nel caso in cui le obbligazioni esposte non risultino adeguatamente quantificate. Si adottano i valori di funzionamento e la stima del complesso aziendale deriva dalla somma delle stime relative ai singoli elementi che compongono tale complesso. Nella valutazione delle poste dell'attivo si possono considerare sia i soli elementi contabilizzati (metodologia patrimoniale semplice) sia elementi immateriali non contabilizzati (metodologia patrimoniale complessa).

Secondo il *metodo patrimoniale semplice*, il valore del capitale economico di un'azienda trova la sua sintesi nella seguente espressione: $W = K$

dove:

W = valore del capitale economico dell'azienda

K = patrimonio netto rettificato che tiene conto degli elementi contabilizzati, adeguatamente rettificati in virtù di plusvalenze o minusvalenze, al netto del presumibile effetto fiscale.

Il *metodo patrimoniale complesso* invece attribuisce un valore distinto a beni intangibili; appare significativo in presenza di elevati valori dei beni immateriali, la cui stima possa essere effettuata autonomamente, attraverso l'utilizzo di moltiplicatori di mercato o processi simili, oppure in caso di necessità di determinare, con riferimenti oggettivi, il concorso dei beni intangibili nella

formazione del valore. Tale metodo prevede che il valore di un'azienda possa essere formalizzato dalla seguente espressione: $W = K + BI$

dove:

W = valore del capitale economico dell'azienda

K = patrimonio netto rettificato che tiene conto degli elementi contabilizzati, adeguatamente rettificati in virtù di plusvalenze o minusvalenze, al netto del presumibile effetto fiscale.

BI = componenti immateriali non contabilizzate, la cui presenza è ritenuta rilevante per l'attività aziendale (es. marchi, brevetti, licenze, ecc.).

Quest'ultima componente può essere valorizzata in modo empirico, avendo come riferimento transazioni similari avvenute nell'ambito del mercato oppure con metodologie analitiche che attribuiscono un valore all'avviamento, secondo criteri economici razionali.

I metodi reddituali si basano sulla capacità dell'azienda di produrre reddito; il valore di un'azienda è quindi funzione delle prospettive reddituali del complesso aziendale. A seconda delle prospettive future e dei dati di cui si dispone, i metodi reddituali possono trovare applicazione secondo le tre modalità di calcolo differenti di seguito indicate:

- *Attualizzazione del reddito medio normale atteso*: tale processo corrisponde all'ipotesi di durata indefinita nel tempo del reddito atteso e si sintetizza nella formula che corrisponde al valore attuale di una rendita perpetua: $W = R/i$

dove:

W = valore del capitale economico dell'azienda

R = reddito medio normalizzato

i = tasso di attualizzazione della rendita perpetua

In talune circostanze e cioè nel caso in cui nel patrimonio aziendale siano presenti beni estranei al processo produttivo aziendale ma dotati di un valore autonomo, il valore dei beni non funzionali viene sommato al valore economico desunto dalla capacità del patrimonio funzionale di generare reddito; in termini analitici, la formalizzazione è la seguente: $W = R/i + bnf$

dove:

W = valore del capitale economico dell'azienda

R = reddito medio normalizzato

i = tasso di attualizzazione della rendita perpetua

bnf = beni non funzionali inseriti nel complesso aziendale ma suscettibili di diversa destinazione

- *Attualizzazione del reddito medio normale atteso per un periodo definito di anni*: si basa sull'ipotesi di una durata limitata nel tempo del reddito e si traduce in una formula valutativa che corrisponde al valore attuale di una rendita annua posticipata di una durata pari ad un limitato numero di anni: $W = a \sum_{i=1}^n \frac{R}{(1+i)^i}$

dove:

W = valore del capitale economico dell'azienda

n = numero di anni di durata della rendita

i = tasso di attualizzazione della rendita limitata

R = reddito medio normalizzato

- *Criterio composito rispetto ai precedenti*: attualizzazione dei redditi analiticamente previsti per un certo numero di anni completata dalla determinazione di un valore terminale stimato in base al reddito atteso al termine del periodo oggetto di previsione analitica.

Le metodologie di tipo reddituale, pur essendo meglio in grado di stimare il valore generale di un'azienda, presentano indubbe caratteristiche di razionalità ma sono dotate di un certo grado di soggettività che può a volte alterarne l'obiettività.

Nei metodi finanziari, la logica sottostante è quella delle valutazioni di capitale potenziale in base alle quali il valore è pari al valore attualizzato di tutti i flussi di cassa che essa genererà in futuro.

Tali metodi si possono dividere in analitici e sintetici. I primi si caratterizzano per una previsione dei flussi di cassa effettuata analiticamente anno per anno, sino al termine della durata attesa dell'azienda; i secondi, sintetici, tendono a snellire il processo di previsione analitica, fondandosi sulla costanza di alcuni parametri, almeno entro certi orizzonti temporali. Data la bassa attendibilità attribuibile a previsioni di flusso oltre il medio termine, nella pratica vengono utilizzati frequentemente metodi ibridi, analitico-sintetici, nei quali i flussi di cassa vengono stimati analiticamente entro il medio termine mentre si procede a stime sintetiche per il restante periodo di vita aziendale.

In genere la dottrina distingue tra metodi basati su flussi di cassa complessivi disponibili (*levered*) e metodi basati su flussi di cassa prima degli oneri finanziari (*unlevered discounted cash flow analysis*); in particolare, il secondo viene considerato il metodo di stima per eccellenza dei capitali d'impresa

e delle loro variazioni, soprattutto nella teoria finanziaria americana. Indubbiamente il valore effettivo di un'azienda corrisponde ai flussi di cassa che genererà in futuro e lo strumento di misurazione è dato dall'attualizzazione degli stessi; tuttavia anche per tali metodi pesano significativamente apprezzamenti soggettivi che determinano difficoltà nelle previsioni di flussi, generando stime non pienamente affidabili. In generale tali metodologie risultano appropriate se l'ottica è quella dell'investitore finanziario che considera e valorizza essenzialmente i flussi monetari conseguibili nel futuro dall'azienda acquisita; lo sono di meno allorquando si tratta di determinare valori del capitale economico.

I metodi misti assumono infine i fondamenti concettuali propri dei primi due criteri illustrati, patrimoniale e reddituale, e sono spesso in grado di riflettere in modo completo il valore di un'azienda, risultando quest'ultima funzione inscindibile non solo del patrimonio ma anche del reddito che essa riesce a produrre. Due tra i più diffusi metodi misti sono quello del valore medio e quello della capitalizzazione limitata del sovra o sotto-reddito (*goodwill* o *badwill*).

In base al metodo del valore medio, il valore del capitale economico di un'azienda è pari alla media aritmetica del valore ottenuto con il criterio patrimoniale e di quello ottenuto con il criterio reddituale; il valore patrimoniale è quello ottenuto con il metodo patrimoniale semplice mentre il valore reddituale è quello ottenuto tramite la capitalizzazione della rendita perpetua rappresentata dal reddito medio normale; la formalizzazione, utilizzando la simbologia già utilizzata in precedenza è quindi la presente:

$$W = K + \frac{1}{2}(R/i - K)$$

Secondo il metodo della capitalizzazione limitata del sovra-reddito invece, il valore economico è definito come somma del valore del patrimonio netto rettificato e del valore attuale del sovra-reddito o *goodwill*, inteso come differenza tra il reddito medio normale atteso ed il reddito giudicato soddisfacente; in caso di differenza negativa, si fa riferimento all'esistenza di un *badwill*. Tale metodo è comunque basato sulla formula:

$$W = K + a n - i (R - i' K)$$

dove:

W = valore del capitale economico dell'azienda

K = patrimonio netto rettificato

R = reddito medio normalizzato

n = numero di anni di durata del periodo di attualizzazione

i = tasso di attualizzazione

i' = tasso di rendimento giudicato soddisfacente

Le metodologie miste pertanto consentono spesso di raggiungere risultati più razionali ed obiettivi, prendendo in considerazione una più ampia gamma di informazioni e facendo sì che alla formazione del valore contribuiscano sia il profilo patrimoniale sia quello reddituale.

La sottoscritta ha ritenuto opportuno utilizzare un metodo misto, patrimoniale-reddituale.

Il metodo utilizzato assume come punto di partenza il *capitale netto di bilancio*, che comprende anche l'utile dell'esercizio.

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

- a) alla revisione contabile degli elementi attivi e passivi;
- b) a riesprimere in termini di valori correnti (di *mercato o di stima*) gli elementi attivi non monetari (immobilizzi tecnici, rimanenze di magazzino, titoli, partecipazioni, ecc.);
- c) eventualmente ad aggiornare e a svalutare il valore dei crediti.

Il tutto con riferimento ad una data specifica, che è appunto detta *data di riferimento della valutazione*.

Per ciò che concerne la revisione contabile, si ritiene in genere che gli elementi attivi e passivi del capitale debbano essere sottoposti a revisione, al fine di verificare, in generale, la loro corrispondenza a corrette regole contabili di comune accettazione. Dalla revisione contabile possono derivare una serie di rettifiche, negative o positive. La disponibilità di un'adeguata base di partenza contabile è pertanto un fattore indispensabile per una qualsiasi valutazione d'azienda.

Si è proceduto quindi alla determinazione del patrimonio netto "rettificato".

Il valore finale è stato poi definito sommando il patrimonio netto rettificato alla possibilità di produrre redditi futuri. Per determinare quest'ultima si è utilizzato un indicatore economico della capacità di produrre reddito da attività caratteristica, l'"Ebitda" (*earnings before interests, taxes and amortization*, cioè l'utile prima degli interessi, delle imposte e degli ammortamenti); quest'ultimo è stato normalizzato e rivalutato in base ad un coefficiente pari a tre, moltiplicatore che appare prudenziale ed in linea con gli usi e le consuetudini dei mercati finanziari.

Valutazione Centro Poligrafico Milano s.p.a.

Come già esposto precedentemente, la società Centro Poligrafico Milano s.p.a. non ha fornito tutta la documentazione richiesta, necessaria per effettuare eventuali rettifiche ai valori esposti nei bilanci depositati. A mero titolo esemplificativo, non sono stati comunicati i nominativi di clienti e fornitori necessari per poter verificare la correttezza dei saldi contabili e non sono stati forniti i libri giornale e le schede contabili del periodo 2017-2021.

Il perito estimatore segnala inoltre che non ha potuto tenere in considerazione la situazione economico-patrimoniale al 30/09/2022 fornita dalla società. La stessa, infatti, non appare correttamente competenziata e sussistono perplessità in merito ad alcune poste. In particolare risulta invariato l'importo delle rimanenze finali rispetto a quanto indicato nel bilancio al 31.12.2021, valore che risultava già non in linea con il tabulato di materie prime e semilavorati trasmesso dalla società; inoltre l'accantonamento al fondo trattamento di fine rapporto appare significativamente sottostimato rispetto ai valori esposti nei bilanci al 31.12.2021 e 31.12.2020 e dai documenti non risulterebbe che vi siano state riduzioni del personale tali da giustificare un accantonamento così ridotto.

In considerazione delle criticità esposte sono stati utilizzati i valori dei bilanci depositati; si riportano, di seguito ed in sintesi, i dati al 31/12/2019, al 31/12/2020 e al 31/12/2021.

Descrizione	2019	2020	2021
Disponibilità Liquide	264.401	1.614.508	1.906.578
Crediti Commerciali	2.393.412	1.966.386	2.967.813
Rimanenze	779.550	628.320	735.426
Altri Crediti	727.934	569.258	1.218.071
Ratei e Risconti Attivi	69.175	48.606	81.599
Immobilizzazioni Immateriali	22.262	35.980	61.716
Immobilizzazioni Materiali	659.663	631.465	490.529

TOTALE ATTIVO	4.916.397	5.494.523	7.461.732
Debiti Finanziari a Breve	632.746	188.679	597.979
Debiti Finanziari a Lungo	82.655	1.517.492	1.962.500
Debiti Commerciali	1.945.654	1.407.814	2.427.640
Debiti Diversi	216.983	232.848	166.550
Debiti Tributari e Previdenziali	146.099	128.362	161.947
Fondo TFR e di Quiescenza	690.947	722.799	645.931
Altri Fondi	23.180	67.159	-
Ratei e Risconti Passivi	987	1.252	-
MEZZI PROPRI	1.177.146	1.228.118	1.499.185
TOTALE PASSIVO	4.916.397	5.494.523	7.461.732

Per quanto concerne le disponibilità liquide, è stata riscontrata l'esatta riconciliazione del saldo contabile con gli estratti conto al 30.09.2022 delle banche con cui la società intrattiene rapporti; in base a tale verifica, e pur in assenza di specifici documenti bancari e contabili relativi al 2021, si è ritenuto di non modificare l'importo esposto nella contabilità della società al 31.12.2021, pari ad euro 1.905.607 (si precisa che la differenza di euro 971 rispetto all'importo indicato in tabella è relativa al valore della cassa contanti).

Per ciò che riguarda i crediti commerciali, comunicati in forma anonima dalla società e per i quali non è stato possibile effettuare la circolarizzazione, la scrivente ne ha analizzato l'anzianità in base ad un prospetto prodotto dalla società stessa; è stato lasciato invariato l'importo esposto in contabilità in ragione del fatto che il fondo svalutazione crediti stanziato appare più che capiente rispetto all'ammontare dei crediti datati o di dubbio realizzo.

Per ciò che concerne il valore delle rimanenze, stante l'impossibilità di una concreta verifica, il perito estimatore ritiene di non poter apportare alcuna rettifica.

Nessuna modifica è stata apportata all'aggregato "Altri crediti" costituito da crediti tributari (per Iva e per rimborso Ires su Irap), da attività per imposte anticipate (per accantonamento trattamento

di fine mandato, per manutenzioni eccedenti il 5%, per accantonamento a fondo svalutazione crediti nonché per perdite fiscali pregresse) e da crediti verso altri (anticipi a fornitori, note di credito da ricevere, depositi cauzionali e altre voci di minor importo).

La posta "Ratei e risconti attivi" si riferisce a canoni di leasing anticipati, rimborsi assicurativi, servizi informazioni commerciali, assicurazioni, canoni e spese auto che risultano parzialmente di competenza di periodi successivi; la posta non è stata rettificata dalla scrivente stante l'assenza di documentazione a supporto.

Per quanto riguarda le immobilizzazioni immateriali si precisa che trattasi di programmi software, costi pluriennali e migliorie su beni di terzi; la scrivente ha potuto riscontrare la corrispondenza degli importi con i valori iscritti nel bilancio 2021 e la correttezza nel calcolo delle quote di ammortamento e dei relativi fondi avendo a disposizione il registro dei beni ammortizzabili fornito dalla società: non sono quindi state apportate variazioni.

Per ciò che concerne le immobilizzazioni materiali iscritte in bilancio, si segnala che trattasi di impianti e macchinari, attrezzature, mezzi di sollevamento, costruzioni leggere, mobili e arredi, macchine ufficio elettroniche, automezzi e autovetture nonché telefoni cellulari, i cui valori esposti nel bilancio 2021 sono risultati in linea con quanto risultante dal registro dei beni ammortizzabili; anche per tali fattispecie di beni la scrivente ha provveduto a controllare gli ammortamenti relativi all'esercizio 2021, riscontrando la correttezza nel calcolo delle quote. Il perito estimatore non ha quindi apportato alcuna rettifica ai valori esposti nel bilancio dell'esercizio chiuso il 31.12.2021.

Relativamente al passivo la sottoscritta non ha apportato rettifiche alle voci "Debiti finanziari a breve" e "Debiti finanziari a lungo" che si riferiscono a posizioni debitorie nei confronti di istituti di

credito per scoperti di conto corrente ordinario, ad anticipi fatture e finanziamenti nonché, in misura minore, al residuo di un finanziamento soci in passato utilizzato nel contesto di una ricostituzione del capitale sociale. Ciò in quanto non è stato fornito alcun documento a supporto.

I debiti commerciali (verso i fornitori) sono stati lasciati invariati, non avendo a disposizione né lo scadenziario né le schede contabili; ciò non ha consentito l'effettuazione della circolarizzazione.

Nessuna modifica è stata effettuata con riferimento alla voce "Debiti diversi" che si riferisce esclusivamente a debiti verso dipendenti e amministratore per stipendi e Tfr da liquidare e altri debiti. Anche in questo caso l'assenza di documentazione non ha consentito eventuali rettifiche.

Non è stata operata alcuna rettifica delle poste "Debiti tributari" in quanto i debiti appaiono correttamente calcolati e contabilizzati, quantomeno relativamente ad Ires e Irap di competenza dell'esercizio 2021; infatti lo stanziamento in bilancio coincide con i prospetti di calcolo delle imposte trasmessi.

I "Debiti previdenziali" sono stati lasciati invariati, non essendo disponibile alcun elemento per poter verificare la correttezza dell'entità indicata e l'esatta contabilizzazione.

L'ammontare del Tfr non è stato modificato in quanto risulta effettuato l'accantonamento della quota relativa all'esercizio 2021; si precisa che la voce "Fondo Tfr e di quiescenza" comprende il Firr degli agenti, l'indennità suppletiva di clientela e il trattamento di fine mandato dell'amministratore fino al 2017.

Sulla base di quanto esposto, lo stato patrimoniale al 31.12.2021 risulta pertanto il seguente:

Descrizione	2021
Disponibilità Liquide	1.906.578
Crediti Commerciali	2.967.813
Rimanenze	735.426
Altri Crediti	1.218.071
Ratei e Risconti Attivi	81.599
Immobilizzazioni Immateriali	61.716
Immobilizzazioni Materiali	490.529
TOTALE ATTIVO	7.461.732
Debiti Finanziari a Breve	597.979
Debiti Finanziari a Lungo	1.962.500
Debiti Commerciali	2.427.640
Debiti Diversi	166.550
Debiti Tributari e Previdenziali	161.947
Fondo TFR e di Quiescenza	645.931
MEZZI PROPRI	1.499.185
TOTALE PASSIVO	7.461.732

Il valore del patrimonio netto rettificato alla data del 31 dicembre 2021 risulta quindi positivo essendo pari ad euro **1.499.185**.

Si è ritenuto quindi utile individuare il valore annuo dell'EBITDA calcolando il valore medio di riferimento di questo indicatore; sono stati considerati i risultati degli esercizi 2019, 2020, 2021. Il valore annuo medio dell'EBITDA così ottenuto è stato poi moltiplicato per tre, in linea con gli usi e le consuetudini dei mercati finanziari.

Si riporta di seguito lo schema di calcolo dell'EBITDA per i periodi oggetto di analisi.

Descrizione	2019	2020	2021
Ricavi da Vendite	8.403.727	8.133.933	8.798.899
Altri Ricavi	19.329	17.480	78.519
TOTALE RICAVI	8.423.056	8.151.413	8.877.418
Acquisti Netti	1.988.084	1.997.414	2.234.308
Servizi Esterni di Produzione	3.799.692	3.506.992	3.735.210
VALORE AGGIUNTO	2.635.280	2.647.007	2.907.900
Costo del Lavoro	1.653.058	1.740.886	1.723.171
Altri Costi	376.069	477.477	476.661
MARGINE OPERATIVO LORDO	606.153	428.644	708.068

L'EBITDA medio appare positivo e pari ad euro 580.955; tale importo, rivalutato con un coefficiente pari a tre, conduce ad un valore **positivo** di euro **1.742.865**. Tale valore, relativo alla redditività potenziale, va sommato al patrimonio netto rettificato al 31 dicembre 2021. Pertanto, il saldo rettificato di patrimonio netto (euro 1.499.185) sommato al valore delle potenzialità di produzione di reddito future come in precedenza quantificato (euro 1.742.865) conduce ad un **valore della società** che risulta **positivo e pari ad euro 3.242.050**.

Prestazioni accessorie connesse alle azioni e limitazioni alla trasferibilità delle azioni

Dall'analisi dello statuto (allegato n. 3) **non risulta che alle azioni siano connesse particolari prestazioni accessorie; sussistono invece le seguenti limitazioni alla trasferibilità:**

- **diritto di prelazione spettante agli altri soci, in caso di alienazione delle partecipazioni. Il socio interessato all'acquisto deve confermare di voler esercitare la prelazione per la quota di sua spettanza, precisando il numero di azioni in più che intende acquistare in caso di rinuncia di altri soci. Nel caso in cui non venga esercitata la prelazione da parte dei soci su tutte le azioni offerte dall'alienante, il diritto di prelazione si intenderà decaduto e l'offerente sarà libero di vendere le azioni offerte in prelazione.**

Determinazione del prezzo da parte di un Collegio arbitrale nel caso in cui taluno dei soci dichiara di non essere d'accordo sul prezzo richiesto, pur comunicando di voler esercitare la prelazione.

Le disposizioni di cui all'articolo 4 si applicano anche al caso di costituzione e cessione di usufrutto a titolo oneroso nonché in caso di trasferimento e di costituzione di vincoli a titolo gratuito o verso corrispettivo non in denaro, ma con la precisazione che agli altri soci spetta proporzionalmente e con diritto di accrescimento il diritto di rilievo al prezzo stabilito dal Collegio degli arbitratori.

La costituzione di altri vincoli volontari sulle quote è efficace nei confronti della società quando sia approvata dall'organo amministrativo e conseguentemente ne sia eseguita l'iscrizione a Libro Soci.

Il trasferimento delle azioni a causa di morte, intendendo comprese la successione legittima o testamentaria, a titolo universale o particolare, non è soggetto ai vincoli sopra indicati. I soci hanno diritto di recedere nei casi e con le modalità previsti dalla legge. La proroga del termine o l'introduzione o la rimozione di vincoli alla circolazione dei titoli azionari non legittimano il recesso del socio.

L'art. 4 tratta gli aspetti relativi al capitale, alle azioni e al diritto di recesso; in particolare prevede che: ***"4.3) Il socio che intende alienare in tutto o in parte le proprie azioni, dovrà prima offrirle agli altri soci, a mezzo lettera raccomandata A.R. spedita al domicilio che figura nel Libro Soci, indicando il numero delle azioni offerte, il prezzo, il nome del cessionario e le altre condizioni di vendita. Gli altri soci hanno il diritto di acquistare le azioni offerte con preferenza rispetto ai terzi, in proporzione all'ammontare delle azioni di qualsiasi categoria da essi rispettivamente possedute. Il socio interessato all'acquisto deve, entro 30 (trenta) giorni dal ricevimento dell'offerta, confermare, con lettera raccomandata A.R. indirizzata al cedente e comunicata per conoscenza agli altri soci, di voler esercitare la prelazione per la quota di sua spettanza, precisando altresì il numero di azioni in più che intende acquistare in caso di rinuncia di altri soci. Il socio che non ha comunicato in termine di voler esercitare la prelazione è considerato rinunciante. Qualora non venga esercitata la prelazione da parte dei soci su tutte le azioni offerte dal socio alienante, il diritto di prelazione si intenderà decaduto e pertanto il socio offerente potrà liberamente alienare le azioni offerte in prelazione. Qualora, pur comunicando di voler esercitare la prelazione, taluno dei soci dichiarare di non essere d'accordo sul prezzo richiesto, questo sarà stabilito da un Collegio di tre arbitratori, a norma dell'articolo 1473 Codice Civile..... Le norme del presente articolo si applicano anche in caso di cessione di diritti di opzione per aumenti di capitale e di recesso, operato ai sensi dell'articolo 2437***

Codice Civile. I soci che hanno esercitato il diritto di prelazione, dovranno pagare il prezzo stabilito entro 90 (novanta) giorni dalla sua determinazione, salvo diversa convenzione.

Le disposizioni di cui al presente articolo si applicano anche al caso di costituzione e cessione di usufrutto a titolo oneroso. In caso di trasferimento e di costituzione di vincoli a titolo gratuito o verso corrispettivo non in denaro si applicano pure, le disposizioni del presente articolo, con la precisazione che agli altri soci spetta proporzionalmente e con diritto di accrescimento il diritto di rilievo al prezzo stabilito dal Collegio degli arbitratori. La costituzione di altri vincoli volontari sulle quote è efficace nei confronti della società quando sia approvata dall'organo amministrativo e in forza di tale approvazione ne sia eseguita l'iscrizione a Libro Soci. L'organo amministrativo potrà negare l'approvazione solo con provvedimento motivato. Gli atti compiuti in violazione del presente articolo saranno inefficaci nei confronti della società e l'organo amministrativo dovrà astenersi dall'eseguire la relativa iscrizione a Libro soci. Il trasferimento delle azioni a causa di morte, nell'ambito del quale si intendono comprese la successione legittima o testamentaria, a titolo universale o particolare, non è soggetto ai vincoli sopra indicati. I soci hanno diritto di recedere nei casi e con le modalità previsti dalla legge. La proroga del termine o l'introduzione o la rimozione di vincoli alla circolazione dei titoli azionari non legittimano il recesso del socio."

Conclusioni

A fronte delle valutazioni effettuate ed in precedenza espresse, il valore delle **azioni possedute da *** nella società Centro Poligrafico Milano s.p.a., oggetto di pignoramento, risulta essere positivo e pari ad euro 324.205,00** (euro 3.242.050,00 x 10%).

Per quanto riguarda Centro Poligrafico Milano s.p.a. non risulta che alle azioni siano connesse particolari prestazioni accessorie; sussistono invece le seguenti limitazioni alla trasferibilità:

- **diritto di prelazione spettante agli altri soci, in caso di alienazione delle partecipazioni. Il socio interessato all'acquisto deve confermare di voler esercitare la prelazione per la quota di sua spettanza, precisando il numero di azioni in più che intende acquistare in caso di rinuncia di altri soci. Nel caso in cui non venga esercitata la prelazione da parte dei soci su tutte le azioni offerte dall'alienante, il diritto di prelazione si intenderà decaduto e l'offerente sarà libero di vendere le azioni offerte in prelazione.**

Determinazione del prezzo da parte di un Collegio arbitrale nel caso in cui taluno dei soci dichiara di non essere d'accordo sul prezzo richiesto, pur comunicando di voler esercitare la prelazione.

Le disposizioni di cui all'articolo 4 si applicano anche al caso di costituzione e cessione di usufrutto a titolo oneroso nonché in caso di trasferimento e di costituzione di vincoli a titolo gratuito o verso corrispettivo non in denaro, ma con la precisazione che agli altri soci spetta proporzionalmente e con diritto di accrescimento il diritto di rilievo al prezzo stabilito dal Collegio degli arbitratori.

La costituzione di altri vincoli volontari sulle quote è efficace nei confronti della società quando sia approvata dall'organo amministrativo e conseguentemente ne sia eseguita l'iscrizione a Libro Soci.

Il trasferimento delle azioni a causa di morte, intendendo comprese la successione legittima o testamentaria, a titolo universale o particolare, non è soggetto ai vincoli sopra indicati. I soci hanno diritto di recedere nei casi e con le modalità previsti dalla legge. La proroga del termine o l'introduzione o la rimozione di vincoli alla circolazione dei titoli azionari non legittimano il recesso del socio.

Milano, 08/06/2023

Con ossequio

Dott.ssa Barbara Pravettoni

