
***STIMA DEL VALORE ECONOMICO
DELLA PARTECIPAZIONE DETENUTA
DALLA BLUTEC S.P.A. IN A.S. NELLA
SOCIETA' TALENT GARDEN S.P.A.***

MAGGIO 2020

INDICE

1	Oggetto dell'incarico _____	2
2	Ipotesi e limiti dello svolgimento dell'incarico _____	3
3	Documentazione esaminata _____	5
4	Breve descrizione della Società Talent Garden S.p.A. _____	6
5	L'accordo di investimento e l'aumento di capitale a pagamento del 2019 _____	7
6	Considerazioni preliminari sulla scelta della metodologia di valutazione _____	9
7	La valutazione di Talent Garden S.p.A. _____	12
7.1	Il valore della partecipazione detenuta da Blutec in Talent Garden S.p.A.	12
8	Conclusioni _____	15

1 Oggetto dell'incarico

La sottoscritta Prof.ssa Francesca di Donato, Associato di Economia Aziendale presso l'Università Luiss Guido Carli di Roma, è stata incaricata dalla società Blutec S.p.A. in A.S. (di seguito anche "Blutec") di stimare il valore della partecipazione detenuta dalla Blutec nella società Talent Garden S.p.A. (nel seguito anche "Talent Garden", "TAG" o "Società") con sede legale in Italia, pari allo 0,67% del capitale sociale della stessa.

La presente relazione è pertanto rivolta alla stima del valore economico della società Talent Garden. Per valore economico si intende quel valore generale che può essere negoziato tra un compratore ed un venditore in assoluta libertà di agire ed in possesso di un ragionevole grado di conoscenza delle condizioni di mercato e dei fatti rilevanti connessi all'oggetto della negoziazione.

Il valore rappresenta, quindi, un'opinione, sostanzialmente razionale e dimostrabile, connessa all'interpretazione professionale di una realtà complessa e della sua evoluzione prospettica.

La data di riferimento della valutazione è il 31.12.2019.

2 Ipotesi e limiti dello svolgimento dell'incarico

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

- la valutazione è stata effettuata sulla base delle condizioni economiche e di mercato ordinarie ed alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e, pertanto, non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria ed imprevedibile (ad es. nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale e degli scenari politici e sociali);
- poiché la stima del capitale economico di un'azienda viene effettuata in relazione alla sua capacità di generare redditi nel medio-lungo termine, la valutazione è stata effettuata senza considerare gli impatti, comunque imprevedibili, determinatisi su scala internazionale a causa dell'epidemia di Covid-19 (cosiddetto Coronavirus). Sebbene la durata e l'espansione della stessa non siano ancora prevedibili, si ritiene che i suoi potenziali effetti potranno ripercuotersi sul sistema economico globale per un periodo comunque non prolungato, non inficiando, pertanto, la continuità gestionale delle imprese nel medio-lungo termine. Tuttavia, qualora l'epidemia dovesse prolungarsi oltre un orizzonte temporale ragionevole, potrebbero esserci degli effetti sulla redditività delle aziende, ad oggi comunque non predeterminabili;
- la valutazione è stata effettuata in ipotesi di continuità aziendale, secondo normali condizioni di esercizio dell'attività;
- sebbene la stima del valore sia da considerarsi accurata e completa da un punto di vista sostanziale, nulla di quanto contenuto nella presente relazione deve essere ritenuto una promessa o una rappresentazione dei risultati futuri della Società;
- tutte le informazioni che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della presente relazione sono state fornite dalla Società;

- le più recenti informazioni contabili disponibili sono relative al 31.12.2018; non è stato, invece, possibile ottenere i dati economici, patrimoniali e finanziari relativi all'esercizio chiuso al 31.12.2019, sebbene richiesti dalla sottoscritta, poiché, come comunicato dal *management* della Società, il relativo bilancio è ancora in fase di approvazione;
- è stata fornita alla sottoscritta una proposta di accordo di investimento per un aumento a pagamento del capitale sociale della Società, sottoscritto da alcuni soci nel corso del 2019; tale documento, come si dirà meglio nel seguito, è stato utilizzato come elemento alla base della valutazione della Società;
- la sottoscritta, pur avendo adottato tutte le necessarie precauzioni per un'attenta valutazione dei dati, dei documenti e delle informazioni a disposizione e, pur avendo svolto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, non ha effettuato alcun *audit* sui dati e sulle informazioni fornite e, pertanto, non risponde della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di tali dati, documenti e informazioni; resta ferma, quindi, la responsabilità della Società per qualsiasi errore od omissione concernente tali documenti, dati e informazioni e per qualsiasi errore od omissione che dovesse emergere in sede di valutazione a seguito del loro impiego;
- la determinazione del valore economico della Società viene effettuata con riferimento alla data del 31.12.2019;
- non sono state effettuate verifiche sui titoli di proprietà dei beni e sull'esistenza di gravami, basando la valutazione su quanto risultante dalla documentazione a me comunicata.

3 Documentazione esaminata

La documentazione più significativa esaminata e fornita ai fini dell'espletamento dell'incarico è la seguente:

- Bilanci di esercizio di Talent Garden relativi al biennio 2017-2018;
- Bilancio consolidato di Talent Garden per l'esercizio 2018;
- Proposta di accordo di investimento e patto parasociale tra la Società, i soci attuali ed alcuni nuovi soci, sottoscritto in data 4.02.2019;
- Visura ordinaria della Società alla data del 10.04.2020;
- Ogni altro documento citato nel corpo della presente relazione.

4 Breve descrizione della Società Talent Garden S.p.A.

Talent Garden S.p.A. è una società italiana costituita nel corso del 2011, partecipata in misura pari allo 0,67% dalla Blutec S.p.A. in A.S.

La Società ha sviluppato un modello di *business* basato sull'offerta di spazi condivisi di produzione e lavoro (*coworking*), sia tramite la gestione diretta di tali spazi – eventualmente attraverso veicoli societari *ad hoc* – sia tramite accordi di affiliazione commerciale (reti di *franchising*) che hanno consentito alla Società una rapida espansione in Italia ed in Europa.

Inoltre, Talent Garden offre servizi di formazione alle persone ed alle imprese e si occupa dell'organizzazione di eventi propri ed in conto terzi.

Ad oggi, la Società conta 23 campus in 8 Paesi ed ospita la più grande *community* europea di innovatori digitali all'interno della rete di campus di *coworking*; spazi aperti 24 ore su 24, 7 giorni su 7, per fornire ai professionisti uno spazio fisico dotato di postazioni di lavoro, uffici, sale riunioni, laboratori, spazi per eventi e caffetterie.

A partire dalla data di costituzione, la Società si è sempre caratterizzata per un livello crescente di investimenti al fine di accelerare il processo di rafforzamento e di sviluppo delle attività di *coworking* ed *education* e l'espansione del *business* di riferimento che ha comportato, da un lato, la ricerca di nuovi mezzi finanziari anche tramite l'ingresso di nuovi soci nell'ambito della compagine azionaria, dall'altro, ha prodotto dei risultati negativi di bilancio negli ultimi anni, proprio in relazione alle caratteristiche di società in fase di *start up*.

5 L'accordo di investimento e l'aumento di capitale a pagamento del 2019

Come già anticipato, Talent Garden ha dovuto effettuare alcuni aumenti di capitale al fine di reperire le risorse finanziarie necessarie alla realizzazione degli investimenti funzionali al *business model* ed al progetto di espansione dell'attività, con aperture strategiche in diversi paesi.

In particolare, il 7.07.2016 alcuni soci già esistenti hanno sottoscritto un accordo parasociale e di investimento per disciplinare le modalità di apertura del capitale sociale di TAG a nuovi investitori. In esecuzione di tale accordo l'assemblea della Società ha deliberato un aumento di capitale da Euro 150.000 ad Euro 225.000 mediante emissione di n. 75.000 azioni e con un sovrapprezzo di Euro 5.925.000, sottoscritto da soggetti e nelle proporzioni evidenziate da un allegato a tale accordo.

Successivamente, i soci preesistenti hanno deciso di consentire l'ingresso nel capitale sociale di TAG anche ad un gruppo di nuovi investitori al fine di accelerare il processo di rafforzamento della posizione della Società per le attività di *coworking* ed *education* e l'espansione del business di riferimento.

Conseguentemente, il 4.02.2019 è stato sottoscritto un accordo di investimento tra i soci con le seguenti caratteristiche:

- un primo aumento di capitale sociale, deliberato dall'assemblea del 6.02.2019, gratuito non proporzionale, da Euro 225.000 ad Euro 387.500 con emissione di n. 162.500 di nuove azioni da attribuire ad alcuni dei preesistenti soci;
- un secondo aumento di capitale sociale, deliberato sempre dalla medesima assemblea del 6.02.2019, a pagamento in via scindibile fino ad un massimo di Euro 23.000.554,08 di cui 22.895.701,08 massimi a titolo di sovrapprezzo, tramite emissione di n. 104.853 di nuove azioni, ad un prezzo pari ad Euro 219,36 per azione di cui 218,36 a titolo di sovrapprezzo, da offrire in parte ai vecchi soci ed in parte a

nuovi investitori. In particolare, la sottoscrizione del secondo aumento di capitale ha comportato l'integrale liberazione delle relative somme.

Pertanto, alla data di riferimento della valutazione, come risultante anche da una visura ordinaria della Società, il capitale sociale di TAG risulta costituito da n. 492.353,00 azioni.

Il prezzo di emissione relativamente all'aumento di capitale è stato fissato in euro 219,36 per azione di cui euro 218,36 a titolo di sovrapprezzo.

6 Considerazioni preliminari sulla scelta della metodologia di valutazione

La determinazione del valore di una partecipazione di un'azienda o di un suo ramo comporta la stima del "capitale economico" dell'entità considerata, secondo i criteri accettati dalla prassi professionale.

La finalità della valutazione è, quindi, la stima di un prezzo astratto "equo" dell'azienda, da intendersi come la somma di denaro che un generico operatore razionale sarebbe disposto ad investire, in normali condizioni di mercato ed in una transazione tra parti indipendenti.

In tale caso, la configurazione di valore trova la sua espressione concettuale nel c.d. valore economico del capitale aziendale ad una determinata data di riferimento.

Al fine di stimare il capitale economico di Talent Garden al 31.12.2019, è necessario effettuare alcune preliminari considerazioni di ordine metodologico e strettamente funzionali alla selezione dell'approccio valutativo più appropriato, dati i vincoli informativi esistenti.

In primo luogo, non è stato possibile ottenere da TAG i dati economico-patrimoniali e finanziari relativi all'esercizio 2019, poiché, da quanto rappresentato in più occasioni dalla Società, il bilancio relativo all'esercizio 2019 non sarebbe ancora stato approvato.

Non è, inoltre, stato possibile acquisire *business plan* recenti che potessero supportare una visione prospettica dei principali aggregati economico, finanziari e patrimoniali, elementi essenziali per la redazione di un'attività valutativa basata sui metodi tradizionali (es., metodo patrimoniale, reddituale o *discounted cash flows*).

Le ultime informazioni contabili disponibili sono relative agli esercizi 2017 e 2018: le stesse evidenziano una perdita sia a livello operativo che di risultato netto. Tali grandezze di bilancio non sono, però, rappresentative dell'andamento a regime della Società poiché, come già detto in precedenza, in questi anni Talent Garden è stata caratterizzata da un intenso programma di investimenti, tipico delle aziende in

fase di *start up*, legati alla volontà di sviluppare adeguatamente il *business*, con effetti penalizzanti sui risultati di gestione di breve periodo.

Proprio in relazione al pieno *deployment* dei piani di sviluppo, la Società ha dovuto reperire nuovi mezzi finanziari e, in questa ottica, ha perfezionato alcuni aumenti di capitale, tra cui l'ultimo effettuato a pagamento, come descritto in precedenza.

Con riferimento a tale ultimo aumento di capitale sottoscritto in data 6.02.2019, il prezzo di emissione è stato fissato in euro 219,36 per azione di cui euro 218,36 a titolo di sovrapprezzo.

Con riferimento a tale prezzo, è opportuno effettuare alcune considerazioni preliminari.

La sottoscritta non ha ricevuto informazioni in merito alle modalità di determinazione di tale prezzo di sottoscrizione dell'aumento di capitale sociale. E' però possibile evidenziare che, all'accordo di investimento del 4.02.2019, è stato allegato un *business plan* predisposto dalla stessa Talent Garden nell'ottobre 2018.

Tuttavia, non si è proceduto ad effettuare alcuna analisi ed autonoma valutazione di tale *business plan*, che non è stato infatti impiegato ai fini della presente valutazione, per le seguenti motivazioni: in primo luogo, non è stato possibile condividere le *assumption* alla base di tale piano con il *management* della Società e, dunque, valutarne la relativa ragionevolezza. In secondo luogo, tale documento risulta scarsamente significativo essendo stato predisposto circa 18 mesi fa e non essendo stato possibile in alcun modo verificare ad oggi l'effettiva realizzazione degli obiettivi in esso contenuti, in assenza dei dati contabili aggiornati relativi all'esercizio 2019.

Ad ogni modo, è ragionevole ipotizzare che tale piano – predisposto ad ottobre del 2018 – possa essere stato utilizzato per la stima del valore economico della Società ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni, sottoscritte poi a febbraio del 2019.

In buona sostanza, alla luce di tale assunzione, il prezzo di euro 219,36 – di cui euro 218,36 a titolo di sovrapprezzo – sarebbe stato determinato sulla base della

stima del valore economico del capitale aziendale di Talent Garden e della sua capacità di generare redditi futuri e creare valore nel medio-lungo termine.

Tale impostazione è tipica nel caso di aziende con azioni quotate per le quali il prezzo di borsa delle azioni rappresenta il *fair value* delle stesse e, pertanto, approssima il valore economico della società in quel dato momento.

Al contrario, per le società non quotate, è spesso difficile stabilire tale relazione immediata tra prezzo delle azioni e valore dell'azienda: ciò è dovuto all'assenza di un mercato liquido di scambio degli strumenti finanziari che permetta una formazione dei prezzi che rifletta, tempo per tempo, le *performance* fondamentali dell'azienda oggetto di analisi.

Ai fini della stima del valore economico di Talent Garden, in assenza di informazioni contabili da impiegare nel processo valutativo, non è dunque stato possibile applicare i tradizionali metodi indiretti di valutazione.

Questi ultimi fondano la stima del valore economico di un complesso aziendale su grandezze tipiche dell'azienda oggetto di stima e possono essere classificati nei seguenti metodi: i) fondati sull'attualizzazione dei flussi attesi (reddituari o finanziari); ii) fondati su grandezze *stock* (patrimoniali semplici e complessi); iii) fondati su grandezze flusso-*stock* (metodi misti).

Alla luce di quanto sopra rappresentato, l'approccio adottato per la stima del valore economico di Talent Garden è stato basato su un metodo diretto, utilizzando come prezzo per la singola azione quello determinato per l'aumento di capitale del 6.02.2019 (i.e., 219,36 euro), assumendo che tale valore possa essere utilizzato per la stima del *fair value* dell'azienda.

Tale impostazione appare, infatti, coerente con il fatto che il prezzo di cui sopra dovrebbe, ragionevolmente, essere stato determinato sulla base di una stima del valore economico dell'azienda in funzione della propria capacità di generare risultati positivi e creare valore nel medio-lungo termine.

7 La valutazione di Talent Garden S.p.A.

Sulla base delle considerazioni effettuate in precedenza, il capitale economico di Talent Garden S.p.A. viene stimato sulla base del prezzo fissato nel febbraio 2019 per l'aumento del capitale sociale a pagamento deliberato dalla Società, poiché, come già detto, si assume che tale prezzo rappresenti il *fair value* o valore di mercato dell'azienda, in quanto è ragionevole ipotizzare che sia stato determinato sulla base di una stima del valore economico della Società in funzione della propria capacità di generare risultati positivi nel medio-lungo termine.

Il prezzo determinato per l'aumento di capitale sociale è pari ad euro 219,36 per azione.

Alla data del 31.12.2019 – ed anche ad oggi – il capitale sociale della Società risulta costituito da n. 492.353 azioni.

Pertanto il valore economico del 100% delle azioni di Talent Garden S.p.A. al 31.12.2019 è pari ad Euro 108.002.554:

TALENT GARDEN S.P.A.	
N. azioni	492.353
Prezzo per azione (€)	219,36
Valore economico 100% (€)	108.002.554

7.1 Il valore della partecipazione detenuta da Blutec in Talent Garden S.p.A.

La partecipazione detenuta da Blutec in Talent Garden è pari allo 0,67% del capitale sociale.

Ai fini della valorizzazione di tale partecipazione è opportuno effettuare alcune considerazioni sulle quote partecipative del capitale.

Nella prassi delle negoziazioni viene spesso riconosciuto al valore di un pacchetto azionario una variazione di prezzo, rispetto alla corrispondente frazione di capitale economico, a seconda se lo stesso consenta o meno di acquisire il controllo della società.

Nel primo caso può essere riconosciuto un cosiddetto “premio di maggioranza”; nel secondo caso invece, un cosiddetto “sconto di minoranza”.

Secondo la dottrina prevalente, sulla base di esperienze europee, la misura degli sconti di minoranza, per società quotate, risulta inclusa entro un intervallo compreso tra il 25% ed il 35% del capitale economico¹.

Tuttavia, in caso di quote minoritarie di società non quotate e praticamente prive di un significativo mercato, gli sconti si presentano ben più consistenti. In particolare, in anni passati compresi tra il 1980 e il 1992 la media degli sconti per quote minoritarie non quotate si è attestata intorno al 47%².

Peraltro, nel caso di società private non quotate, in presenza di partecipazioni di minoranza (per definizione più difficilmente liquidabili), dovrebbe anche essere considerato uno sconto per mancanza di liquidità che viene tipicamente applicato per riflettere l'assenza di un mercato attivo per lo smobilizzo da parte di un socio della propria partecipazione.

In letteratura³ sono presenti diverse correnti di studio che hanno empiricamente verificato la misura di tale sconto, riferendosi in particolare all'analisi delle “*restricted shares*” (ovvero dei titoli azionari per cui è stata richiesta la quotazione ma che non hanno ancora ottenuto l'ammissione al mercato ufficiale), per i prezzi di un campione di società durante il percorso di quotazione e dei multipli di valutazione (comparando i prezzi di acquisizione di aziende quotate con quelli di aziende private). Le analisi effettuate conducono, in media, ad una misura dello sconto di liquidità compresa tra il 20% e il 40%.

Pertanto, al fine di stimare il valore della partecipazione, pari allo 0,67% del capitale, detenuta da Blutec in Talent Garden, società privata non quotata, si ritiene

¹ Cfr. L. Guatri, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, Egea, 1998.

² Cfr. L. Guatri, *La valutazione delle aziende*, Milano, Egea, 1998.

³ Tra gli altri Silber W. I., 1991. Discounts on restricted stocks: the impact of illiquidity on stock prices. *Financial Analysts Journal*, luglio – agosto; Canadas J.A., Ramirez A.A.R., 2011. The Discount Rate in valuing privately held companies, *Business Valuation Review*, vol. 30 n. 2; Koeplin J., Sarin A., Shapiro A.C., 2000. The Private company Discount, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol.12 n. 4.

ragionevole applicare al valore economico della Società uno sconto di minoranza pari al 40% che tenga anche conto dell'illiquidità della quota di partecipazione.

Pertanto, il valore economico **della partecipazione detenuta dalla Blutec in Talent Garden S.p.A., pari allo 0,67% del capitale sociale di quest'ultima, è pari ad Euro 434.170 alla data del 31.12.2019:**

TALENT GARDEN S.P.A.	
N. azioni	492.353
Prezzo per azione (€)	219,36
Valore economico 100% (€)	108.002.554
Sconto di minoranza	40%
Valore economico 100% con sconto (€)	64.801.532
Partecipazione Blutec	0,67%
Valore Partecipazione Blutec (€)	434.170

8 Conclusioni

L'applicazione dei criteri di stima in precedenza richiamati ha condotto all'ottenimento di un valore economico del 100% del capitale della società Talent Garden S.p.A. al 31.12.2019 pari ad euro 108.002.554.

Considerando uno sconto di minoranza nella misura pari al 40%, il valore economico della partecipazione detenuta da Blutec in Talent Garden S.p.A., pari allo 0,67% del capitale di quest'ultima, è pari ad Euro 434.170 al 31.12.2019.

TALENT GARDEN S.P.A.	
N. azioni	492.353
Prezzo per azione (€)	219,36
Valore economico 100% (€)	108.002.554
Sconto di minoranza	40%
Valore economico 100% con sconto (€)	64.801.532
Partecipazione Blutec	0,67%
Valore Partecipazione Blutec (€)	434.170

Ciò premesso, tenuto conto delle finalità della presente perizia, avuto riguardo alle ipotesi e ai limiti sopra richiamati, considerati i risultati derivanti dall'applicazione dei metodi valutativi adottati, si conclude che, sulla base del lavoro condotto, il valore economico **della partecipazione detenuta da Blutec in Talent Garden S.p.A., pari allo 0,67% del capitale di quest'ultima, è pari ad Euro 434.170 alla data del 31.12.2019.**

Con la presente relazione, la scrivente ritiene di aver assolto l'incarico conferito. Nel ringraziare per la fiducia accordata, resta a disposizione per ogni ulteriore eventuale chiarimento.

Roma, 25 maggio 2020

Prof. Francesca di Donato

