

Dr. Gianvito Morelli
Dottore Commercialista
Revisore Contabile

Preg.^{mi} Liquidatori Giudiziali del
Concordato preventivo [REDACTED]
Dr.^{ssa} Anna Maria Altavilla
Avv. Pietro Monopoli

Oggetto: stima del valore delle partecipazioni detenute dalla [REDACTED] in liquidazione in concordato preventivo.

Il sottoscritto Gianvito Morelli, su richiesta delle SS.VV. del 28.11.2017 di comunicare la disponibilità "ad assumere l'incarico di valutare all'attualità la consistenza e il valore delle partecipazioni societarie detenute da [REDACTED] in vista della loro futura liquidazione", con p.e.c. della stessa data, comunicava la propria disponibilità in tal senso (All. 1).

Con provvedimento del 21.12.2017, l'Ill.^{mo} G.D. p.t. Dr.^{ssa} Arcangela Stefania Romanelli nulla osservava in ordine alla nomina dello scrivente alle condizioni indicate nell'istanza delle SS.VV. depositata il 14.12.2017 (All. 2).

1) Documentazione acquisita

Ai fini dell'espletamento dell'incarico, lo scrivente ha acquisito ed esaminato la seguente documentazione:

- atto di fusione per unione della [REDACTED] [REDACTED] (in sigla [REDACTED]) e di costituzione della Unioneff S.p.a. del 06.10.2011 (All. 3);
- visura camerale storica della [REDACTED] (All. 4);
- estratto relazione ex art. 172 l.fall. (pagg. 49/52) relativo alle immobilizzazioni finanziarie della [REDACTED] (All. 5);
- visura storica della Galeno Immobiliare S.p.a. (All. 6) e relativi bilanci degli esercizi 2014, 2015, 2016 e 2017 (All. 7);
- visura storica della Federfarma.co Distribuzione e Servizi in Farmacia S.p.a. (All. 8) e relativi bilanci degli esercizi 2014, 2015, 2016 e 2017 (All. 9);
- visura storica della [REDACTED] (All. 10) e relativo bilancio dell'esercizio 2016 (All. 11);
- visura storica della Uniservices S.r.l. (All. 12) e relativi bilanci degli esercizi 2014, 2015, 2016 e 2017 (All. 13);

Via Salinella n. 49 - 74121 TARANTO
Tel. e fax: 099/375144
p.e.c.: gianvitomorelli@legalmail.it
e-mail: gianvitomor@libero.it

gm

- visura storica della ██████████ in liquidazione (All. 14) e relativi bilanci degli esercizi 2013, 2014 e 2015 (All. 15);
- visura storica della ██████████ in liquidazione in concordato preventivo (All. 16) e relativi bilanci degli esercizi 2014, 2015, 2016 e 2017 (All. 17);
- visura storica della ██████████ (All. 18) e relativi bilanci degli esercizi 2011, 2012 e 2013 (All. 19);
- visura storica della ██████████ - ██████████ (All. 20) e relativi bilanci degli esercizi 2010, 2011 e 2012 (All. 21);
- visura storica della ██████████ e relativo bilancio dell'esercizio 2017 (All. 22);
- nota della Federfarma.co S.p.a. del 26.03.2018 (All. 23);
- nota della Federfarma.co S.p.a. del 05.04.2018 (All. 24);
- nota della ██████████ del 09.10.2017 (All. 25);
- nota della ██████████ del 05.06.18 (All. 26);
- bilancio della ██████████ dell'esercizio 2017 (All. 27);
- bilancio della ██████████ dell'esercizio 2017 (All. 28).

2) Partecipazioni detenute dalla ██████████

Dallo stralcio della relazione ex art. 172 L.fall. delle SS.VV., dalle informazioni acquisite presso il Registro delle imprese, dalla nota della ██████████ alla ██████████ del 09.10.2017, dalla nota della ██████████ alla ██████████ del 05.06.2018 e dalla p.e.c. di ██████████ del 19.07.2018 risulta che, alla data del conferimento dell'incarico allo scrivente, la ██████████ deteneva partecipazioni al capitale delle seguenti società:

- 1) Galeno Immobiliare S.p.a.;
- 2) Federfarma.co Distribuzione e Servizi in Farmacia S.p.a.;
- 3) Uniservices S.r.l.;
- 4) ██████████;
- 5) ██████████;
- 6) ██████████ in liquidazione in concordato preventivo;

¹ La nota è indirizzata alla ██████████, dalla cui fusione con la ██████████, in data 06.10.2011, è nata la ██████████ (vd. All. 3).

Gm

- 7) ██████████ in fallimento;
- 8) ██████████ S.cons.p.a. in fallimento.

Si precisa che, per quanto comunicato da ██████████ con la p.e.c. del 19.07.2018, la medesima società "non ha mai detenuto partecipazioni nella ██████████".

Nel seguente prospetto sinottico sono riepilogate le partecipazioni sociali di cui la ██████████ risulta titolare all'attualità.

Società partecipata	Capitale sociale	Valore nominale partecipazione detenuta	Quota % capitale sociale detenuta
Galeno Immobiliare S.p.a.	€ 1.052.640,00	€ 266.493,36	25,32% (51.646 azioni ordinarie)
Federfarma.co S.p.a.	€ 8.810.026,55	€ 586.564,12	6,66% (1.268 azioni ordinarie)
Uniservices S.r.l.	€ 350.000,00	€ 8.000,00	2,29%
██████████ ²	€ 3.901.412,00 (al 31.12.2016)	€ 1.290,00	0,03% (500 azioni nominative)
██████████	€ 10.000,00	€ 9.000,00	90,00%
██████████ in concordato preventivo	€ 217.599,85	€ 169.999,70	78,12%
██████████ in fallimento	€ 40.000,00	€ 36.000,00	90,00%
██████████ in fallimento	€ 522.000,00	€ 250,00	0,05%

3) Brevi cenni sulle società partecipate dalla ██████████

Di seguito si riportano alcune sintetiche informazioni sulle società partecipate dalla ██████████ ed i dati esposti nei bilanci esaminati.

3.1) Galeno Immobiliare S.p.a.

La Galeno Immobiliare S.p.a., con sede in Bari alla via Gioacchino Murat n. 76, è stata costituita il 12.10.2009.

L'oggetto sociale prevede l'esercizio di varie attività commesse alla gestione ed alla realizzazione di immobili.

Presso il Registro delle imprese l'attività prevalente risulta essere "l'amministrazione di beni immobiliari di proprietà sociale e di terzi".

² Il valore del pacchetto di n. 500 azioni detenute dalla ██████████, come da quest'ultima comunicato con la nota sub All. 26, può essere determinato, alternativamente, moltiplicando il numero delle azioni detenute per il loro valore nominale unitario di € 2,58 indicato in statuto, ovvero moltiplicando il valore del capitale sociale per il rapporto tra il numero di azioni detenute da ██████████ ed il numero di azioni complessivamente esistenti al 31.12.2016, pari a 1.512.175, indicato nella nota integrativa al bilancio al 31.12.2016 della partecipata.

Dalla nota integrativa al bilancio dell'esercizio 2017 risulta che la società "ha come oggetto sociale principale la gestione e amministrazione dei beni immobiliari di proprietà sociale".

Di seguito si riportano i dati degli ultimi bilanci depositati.

STATO PATRIMONIALE				
ATTIVO	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Immobilizzazioni immateriali	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00
Immobilizzazioni materiali	€ 5.136.118,00	€ 5.055.415,00	€ 4.973.500,00	€ 4.892.783,00
Immobilizzazioni finanziarie	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00	€ 1.705,00
Rimanenze	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00
Crediti	€ 199.996,00	€ 127.481,00	€ 73.229,00	€ 70.780,00
Disponibilità liquide	€ 41.648,00	€ 184.277,00	€ 172.609,00	€ 113.077,00
Ratei e risconti attivi	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00
TOTALE ATTIVO	€ 5.377.762,00	€ 5.367.173,00	€ 5.219.338,00	€ 5.078.345,00

PASSIVO	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Capitale sociale	€ 1.052.640,00	€ 1.052.640,00	€ 1.052.640,00	€ 1.052.640,00
Riserva legale	€ 266.148,00	€ 266.148,00	€ 266.148,00	€ 266.148,00
Altre riserve	€ 2.860.728,00	€ 2.657.188,00	€ 2.641.185,00	€ 2.515.287,00
Utili/(Perdite) portati a nuovo	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00
Utili/(Perdite) dell'esercizio	-€ 203.541,00	-€ 15.949,00	-€ 125.898,00	-€ 155.335,00
Patrimonio Netto	€ 3.975.975,00	€ 3.960.027,00	€ 3.834.075,00	€ 3.678.740,00
Fondi per rischi ed oneri	€ 1.371.042,00	€ 1.371.042,00	€ 1.371.042,00	€ 1.349.994,00
T.F.R.	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00
Debiti	€ 30.745,00	€ 30.733,00	€ 14.221,00	€ 49.493,00
Ratei e risconti passivi	€ 0,00	€ 5.371,00	€ 0,00	€ 118,00
TOTALE PASSIVO	€ 5.377.762,00	€ 5.367.173,00	€ 5.219.338,00	€ 5.078.345,00

CONTO ECONOMICO				
RICAVI	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	€ 100.034,00	€ 145.000,00	€ 41.570,00	€ 0,00
Altri ricavi e proventi	€ 0,00	€ 12,00	€ 3.388,00	€ 1.101,00
Proventi finanziari	€ 4.614,00	€ 4.248,00	€ 1.314,00	€ 160,00
Proventi straordinari	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00
TOTALE RICAVI	€ 104.648,00	€ 149.260,00	€ 46.272,00	€ 1.261,00
Perdita d'esercizio	€ 203.541,00	€ 15.949,00	€ 125.898,00	€ 155.335,00
TOTALE A PAREGGIO	€ 308.189,00	€ 165.209,00	€ 172.170,00	€ 156.596,00

gw

COSTI	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Acquisti materie prime, merci e prodotti	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00
Servizi	€ 30.251,00	€ 46.634,00	€ 51.779,00	€ 36.441,00
Godimento beni di terzi	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00
Personale	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00
Ammortamenti e svalutazioni	€ 81.353,00	€ 82.166,00	€ 81.915,00	€ 81.952,00
Accantonamenti per rischi	€ 85.637,00	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00
Var. rim. ^{on} mat. prime, suss. ^{on} , di cons., merci	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00
Oneri diversi di gestione	€ 37.206,00	€ 35.646,00	€ 38.342,00	€ 38.190,00
Oneri finanziari	€ 395,00	€ 763,00	€ 134,00	€ 13,00
Oneri straordinari	€ 73.347,00	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00
Imposte sul reddito dell'esercizio correnti, differite ed anticipate	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00
TOTALE COSTI	€ 308.189,00	€ 165.209,00	€ 172.170,00	€ 156.596,00
Utile d'esercizio	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00
TOTALE A PAREGGIO	€ 308.189,00	€ 165.209,00	€ 172.170,00	€ 156.596,00

3.2) Federfarma.co Distribuzione e Servizi in Farmacia S.p.a.

La Federfarma.co S.p.a., con sede in Carpiano (MI) alla via Aldo Moro n. 11, è stata costituita il 13.05.1998.

L'oggetto sociale prevede *“la vendita all'ingrosso di prodotti farmaceutici e parafarmaceutici, nonché di arredi e attrezzature, elaboratori e programmi software, per l'attività di distribuzione del farmaco e del parafarmaco; la produzione diretta o indiretta, la concessione di licenze e la vendita all'ingrosso di prodotti farmaceutici a marca privata; la prestazione di servizi di assistenza, di consulenza commerciale, di consulenza e organizzazione aziendale a favore di soggetti operanti nel settore della distribuzione dei farmaci incluse le farmacie, con esclusione di ogni attività di mediazione; la prestazione di servizi di logistica e di formazione del personale a favore di soggetti operanti nel settore della distribuzione dei farmaci incluse le farmacie; la prestazione di servizi di raccolta, esame ed elaborazione statistica di dati, ai fini della migliore organizzazione della gestione aziendale delle imprese operanti nel settore della produzione e distribuzione farmaci; lo svolgimento di ricerche nel campo pubblicitario, di attività nel settore delle pubbliche relazioni e delle politiche di marketing, rivolte all'intera filiera distributiva anche attraverso l'allestimento di manifestazioni fieristiche e la stampa di pubblicazioni riservate al settore. La società potrà svolgere le seguenti attività: l'acquisizione di aziende distributrici di prodotti*

farmaceutici e parafarmaceutici, l'acquisto di partecipazioni in società esercenti l'attività di distribuzione di prodotti farmaceutici e parafarmaceutici e ove consentito dalle leggi e nel rispetto delle stesse, in società proprietarie di farmaci o aventi per oggetto la gestione di farmacie".

Presso il Registro delle imprese l'attività prevalente risulta essere "il commercio all'ingrosso di medicinali".

Nelle relazioni sulla gestione relative ai bilanci degli esercizi dal 2014 al 2017 si legge che la società "ha consolidato la propria posizione di centrale di negoziazione nazionale presso l'Industria Farmaceutica per conto di tutte le Aziende di proprietà dei Farmacisti ed inoltre ha consolidato la gamma della propria Linea Prodotti A Marchio attraverso la distribuzione del marchio della linea PRO.FAR. - Professione Farmacia e Farmakopea".

Dalla relazione sulla gestione relativa al bilancio dell'esercizio 2017 l'assetto organizzativo della società risulta il seguente:

- aree di *business*:
 - negoziazione e acquisti centralizzati e vendita di servizi all'industria
 - prodotti a marchio
- aree di servizio:
 - piattaforma logistica in *cross-docking* (ridefinita)
 - *trade marketing*
- progetto "Marketing information system"

Di seguito si riportano i dati degli ultimi bilanci depositati.

STATO PATRIMONIALE				
ATTIVO	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Immobilizzazioni immateriali	€ 7.707.004,00	€ 6.855.947,00	€ 5.741.407,00	€ 4.779.706,00
Immobilizzazioni materiali	€ 793.140,00	€ 512.562,00	€ 2.166.104,00	€ 2.047.629,00
Immobilizzazioni finanziarie	€ 2.773.851,00	€ 2.775.054,00	€ 4.704.786,00	€ 4.106.010,00
Rimanenze	€ 71.464.340,00	€ 84.004.036,00	€ 89.243.126,00	€ 72.840.573,00
Crediti	€ 86.105.394,00	€ 96.276.253,00	€ 103.194.887,00	€ 76.835.002,00
Disponibilità liquide	€ 648.374,00	€ 281.536,00	€ 20.331,00	€ 20.807,00
Ratei e risconti attivi	€ 226.911,00	€ 181.619,00	€ 208.136,00	€ 358.016,00
TOTALE ATTIVO	€ 169.719.014,00	€ 190.887.007,00	€ 205.278.777,00	€ 160.987.743,00

PASSIVO	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Capitale sociale	€ 8.810.027,00	€ 8.810.027,00	€ 8.810.027,00	€ 8.810.027,00
Riserva legale	€ 485.656,00	€ 490.324,00	€ 529.680,00	€ 605.258,00
Altre riserve	€ 612.531,00	€ 701.233,00	€ 1.448.991,00	€ 2.884.972,00
Utili/(Perdite) portati a nuovo	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00
Utili/(Perdite) dell'esercizio	€ 93.369,00	€ 787.114,00	€ 1.511.557,00	€ 1.830.934,00
Patrimonio Netto	€ 10.091.583,00	€ 10.788.698,00	€ 12.300.255,00	€ 14.131.191,00
Fondi per rischi ed oneri	€ 0,00	€ 300.000,00	€ 700.000,00	€ 0,00
T.F.R.	€ 456.465,00	€ 519.702,00	€ 593.274,00	€ 608.569,00
Debiti	€ 159.068.137,00	€ 178.885.612,00	€ 191.006.479,00	€ 145.205.912,00
Ratei e risconti passivi	€ 192.829,00	€ 392.995,00	€ 678.769,00	€ 1.042.071,00
TOTALE PASSIVO	€ 169.719.014,00	€ 190.887.007,00	€ 205.278.777,00	€ 160.987.743,00

CONTO ECONOMICO				
RICAVI	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	€ 471.233.971,00	€ 478.477.861,00	€ 502.896.275,00	€ 451.210.938,00
Altri ricavi e proventi	€ 1.197.361,00	€ 1.777.729,00	€ 1.317.633,00	€ 1.702.356,00
Proventi finanziari	€ 85.770,00	€ 68.489,00	€ 36.568,00	€ 4,00
Proventi straordinari	€ 3.789.001,00	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00
TOTALE RICAVI	€ 476.306.103,00	€ 480.324.079,00	€ 504.250.476,00	€ 452.913.298
Perdita d'esercizio	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00
TOTALE A PAREGGIO	€ 476.306.103,00	€ 480.324.079,00	€ 504.250.476,00	€ 452.913.298

COSTI	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Acquisti materie prime, merci e prodotti	€ 459.705.902,00	€ 474.010.024,00	€ 489.857.330,00	€ 417.500.506,00
Servizi	€ 10.446.298,00	€ 9.683.434,00	€ 9.230.932,00	€ 9.018.425,00
Godimento beni di terzi	€ 662.418,00	€ 657.234,00	€ 707.061,00	€ 709.871,00
Personale	€ 2.338.130,00	€ 2.586.154,00	€ 2.665.070,00	€ 2.638.191,00
Ammortamenti e svalutazioni	€ 1.685.416,00	€ 1.698.763,00	€ 1.891.170,00	€ 2.097.987,00
Var. rim. ²⁰ mat. prime, suss. ²¹ , di cons., merci	-€ 6.710.664,00	-€ 12.539.696,00	-€ 5.239.090,00	€ 16.402.553,00
Accantonamenti per rischi	€ 0,00	€ 287.800,00	€ 400.000,00	€ 0,00
Oneri diversi di gestione	€ 1.346.306,00	€ 568.254,00	€ 287.924,00	€ 211.212,00
Oneri finanziari	€ 2.113.472,00	€ 1.668.747,00	€ 1.203.012,00	€ 1.060.087,00
Svalutazioni	€ 114.573,00	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00
Oneri straordinari	€ 3.789.000,00	€ 2,00	€ 0,00	€ 0,00
Imposte sul reddito dell'esercizio correnti, differite ed anticipate	€ 721.883,00	€ 916.249,00	€ 1.735.510,00	€ 1.443.532,00
TOTALE COSTI	€ 476.212.734,00	€ 479.536.965,00	€ 502.738.919,00	€ 451.082.364,00
Utile d'esercizio	€ 93.369,00	€ 787.114,00	€ 1.511.557,00	€ 1.830.934,00
TOTALE A PAREGGIO	€ 476.306.103,00	€ 480.324.079,00	€ 504.250.476,00	€ 452.913.298,00

gw

3.3) Uniservices S.r.l.

La Uniservices S.r.l., con sede in Montorio al Vomano (TE) alla contrada Trinità (Z.I.), è stata costituita l'8.10.1987.

L'oggetto sociale prevede *"la produzione tecnicamente organizzata di servizi reali a favore di attività produttive, commerciali e di servizio nei settori dell'informatica, delle problematiche gestionali e tecnico-economiche, della elaborazione e gestione dei dati, della comunicazione, con esclusione delle attività non consentite dalla legge"* (l'oggetto sociale riporta un elenco esemplificativo e non esaustivo di attività).

Presso il Registro delle imprese l'attività prevalente risulta essere la *"produzione e relativa commercializzazione di calendari"*.

Dalla nota integrativa al bilancio dell'esercizio 2017 risulta che *"la società svolge prevalentemente attività editoriale consistente nella progettazione, produzione e commercializzazione di calendari con marchio proprio, distribuiti in Italia tra le farmacie, erboristerie e centri benessere. La società opera inoltre nel settore cosmetico, attraverso la controllata Laboratori Riuniti delle Farmacie S.r.l., nonché nel settore tipografico attraverso la controllata Ce.Ti. Litografia S.r.l."*.

Di seguito si riportano i dati degli ultimi bilanci depositati.

STATO PATRIMONIALE				
ATTIVO	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Immobilizzazioni immateriali	€ 14.460,00	€ 14.968,00	€ 12.698,00	€ 7.312,00
Immobilizzazioni materiali	€ 36.099,00	€ 24.039,00	€ 13.422,00	€ 17.501,00
Immobilizzazioni finanziarie	€ 421.301,00	€ 421.301,00	€ 418.392,00	€ 418.392,00
Rimanenze	€ 18.344,00	€ 19.120,00	€ 21.776,00	€ 22.357,00
Crediti	€ 2.525.161,00	€ 2.713.777,00	€ 2.788.180,00	€ 2.794.343,00
Disponibilità liquide	€ 50.810,00	€ 4.309,00	€ 443.608,00	€ 313.847,00
Ratei e risconti attivi	€ 7.839,00	€ 10.484,00	€ 8.168,00	€ 5.477,00
TOTALE ATTIVO	€ 3.174.014,00	€ 3.207.998,00	€ 3.706.244,00	€ 3.579.229,00

PASSIVO	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Capitale sociale	€ 350.000,00	€ 350.000,00	€ 350.000,00	€ 350.000,00
Riserva legale	€ 32.707,00	€ 34.198,00	€ 36.699,00	€ 37.746,00
Altre riserve	€ 374.032,00	€ 384.857,00	€ 404.385,00	€ 410.270,00
Utili/(Perdite) portati a nuovo	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00
Utili/(Perdite) dell'esercizio	€ 29.816,00	€ 50.031,00	€ 20.928,00	€ 33.440,00
Patrimonio Netto	€ 786.555,00	€ 819.086,00	€ 812.012,00	€ 831.456,00
Fondi per rischi ed oneri	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00
T.F.R.	€ 68.528,00	€ 68.290,00	€ 69.852,00	€ 78.138,00
Debiti	€ 2.315.490,00	€ 2.318.785,00	€ 2.824.380,00	€ 2.669.235,00
Ratei e risconti passivi	€ 3.441,00	€ 1.837,00	€ 0,00	€ 400,00
TOTALE PASSIVO	€ 3.174.014,00	€ 3.207.998,00	€ 3.706.244,00	€ 3.579.229,00

CONTO ECONOMICO				
RICAVI	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	€ 2.259.472,00	€ 2.311.742,00	€ 2.345.923,00	€ 2.392.314,00
Altri ricavi e proventi	€ 4.704,00	€ 9.201,00	€ 7.350,00	€ 1.225,00
Proventi finanziari	€ 302,00	€ 50.054,00	€ 0,00	€ 0,00
Proventi straordinari	€ 3.145,00	€ 910,00	€ 0,00	€ 0,00
TOTALE RICAVI	€ 2.267.623,00	€ 2.371.907,00	€ 2.353.273,00	€ 2.393.539,00
Perdita d'esercizio	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00
TOTALE A PAREGGIO	€ 2.267.623,00	€ 2.371.907,00	€ 2.353.273,00	€ 2.393.539,00

COSTI	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Acquisti materie prime, merci e prodotti	€ 386.152,00	€ 394.193,00	€ 377.971,00	€ 395.664,00
Servizi	€ 1.509.955,00	€ 1.553.493,00	€ 1.618.094,00	€ 1.648.109,00
Godimento beni di terzi	€ 22.395,00	€ 22.395,00	€ 22.395,00	€ 22.395,00
Personale	€ 198.397,00	€ 210.433,00	€ 216.280,00	€ 211.642,00
Ammortamenti e svalutazioni	€ 23.168,00	€ 48.395,00	€ 21.451,00	€ 13.438,00
Var. rim. sm mat. prime, suss. sm , di cons., merci	-€ 6.245,00	-€ 776,00	-€ 2.656,00	-€ 581,00
Oneri diversi di gestione	€ 45.774,00	€ 49.256,00	€ 27.284,00	€ 19.747,00
Oneri finanziari	€ 23.654,00	€ 23.625,00	€ 21.642,00	€ 14.377,00
Oneri straordinari	€ 246,00	€ 1.982,00	€ 0,00	€ 0,00
Svalutazioni	€ 0,00	€ 0,00	€ 2.909,00	€ 0,00
Imposte sul reddito dell'esercizio correnti, differite ed anticipate	€ 34.311,00	€ 18.880,00	€ 26.975,00	€ 35.308,00
TOTALE COSTI	€ 2.237.807,00	€ 2.321.876,00	€ 2.332.345,00	€ 2.360.099,00
Utile d'esercizio	€ 29.816,00	€ 50.031,00	€ 20.928,00	€ 33.440,00
TOTALE A PAREGGIO	€ 2.267.623,00	€ 2.371.907,00	€ 2.353.273,00	€ 2.393.539,00

gw

▪ l'esito delle procedure liquidatorie e concorsuali che interessano le società *de quibus*, allo stato, non è prevedibile, tenuto anche conto dei pesanti *deficit* patrimoniali di [REDACTED] [REDACTED] il valore economico di tali società e della [REDACTED] Consortium S.cons.p.a., sulla base delle informazioni e della documentazione allo stato disponibili, può ragionevolmente ritenersi pari a zero.

4.2) Partecipazione detenuta nella [REDACTED]

Con riferimento alla partecipazione *de qua*, tenuto conto:

- dei limiti alla circolazione delle azioni della [REDACTED] previsti dall'art. 2530 c.c. e dall'art. 6 dello statuto (vd. All. 10), che riducono la facilità di trasferimento delle azioni e, conseguentemente, la loro appetibilità sul mercato;
 - della irrilevanza quantitativa delle azioni detenute dalla [REDACTED] (al 31.12.2016 pari a 500 su 1.512.175 azioni complessive, corrispondenti allo 0,03% del capitale sociale della partecipata), che, potenzialmente, limita l'interesse al loro acquisto,
- e considerato che, al 31.12.2016, le riserve coprivano integralmente le perdite, può ragionevolmente affermarsi che il valore economico delle 500 azioni sia sostanzialmente coincidente con il loro valore nominale, pari ad € 1.290,00 (€/azione 2,58 * 500 azioni).³

4.3) Partecipazioni detenute nelle società Galeno Immobiliare S.p.a., Federfarma.co S.p.a. e Uniservices S.r.l.: metodi di valutazione

Il valore di un'azienda è condizionato da molteplici fattori. I metodi di valutazione, quindi, sono eterogenei e la rispettiva efficacia varia in funzione dei dati a disposizione e delle incertezze che caratterizzano l'ambito in cui opera l'impresa.

La dottrina ha sviluppato le seguenti metodiche generali di valutazione, ciascuna articolata in più criteri valutativi.

a) Metodo reddituale

Con il metodo reddituale, il valore del capitale economico di un'azienda è misurato in funzione della capacità di generare futuri flussi di reddito, opportunamente

³ L'art. 5 dello statuto della Cattolica Popolare S.c. indica in € 2,58 il valore nominale unitario di ciascuna azione (vd. All. 10).

attualizzati mediante la previsione di un tasso di sconto coerente con le stime di rendimento degli investitori. In tale approccio, quindi, si valuta la capacità dell'azienda di offrire un'adeguata remunerazione al capitale investito.

b) Metodo patrimoniale semplice o complesso

Il metodo patrimoniale esprime il valore di un'azienda sulla base del valore corrente del suo patrimonio netto rettificato, determinato dalla stima, a valori attuali, delle singole attività e passività patrimoniali. Il punto di partenza di tale analisi è il bilancio di esercizio che, a seguito di rettifiche ed integrazioni, determinerà il valore corrente dell'azienda.

Tale valutazione si distingue in metodo patrimoniale semplice o complesso, a seconda che si considerino gli *intangible assets* dell'azienda. La prima metodologia tiene conto delle immobilizzazioni materiali, dei crediti, delle rimanenze e delle liquidità dell'azienda oggetto di valutazione; la seconda include anche la valorizzazione delle risorse intangibili dell'impresa, ancorché non iscritte in bilancio.

Il metodo patrimoniale, basato sostanzialmente sulla somma algebrica delle attività e delle passività aziendali, non tiene conto della capacità futura dell'azienda di generare redditi o flussi di cassa.

c) Metodo misto

Il metodo misto mira ad ottenere una valutazione dell'azienda che contempi l'aspetto patrimoniale e quello reddituale. Esso tiene conto del valore degli *asset* tangibili e intangibili, che il metodo reddituale non considera, e della redditività prospettica dell'azienda, non considerata dall'impostazione patrimoniale. In tal modo viene valutata la capacità dell'impresa di generare profitti adeguati per remunerare il capitale investito. Il confronto tra la redditività prospettica e la redditività ritenuta soddisfacente consente la determinazione di un *goodwill* (o, al contrario, *badwill*) che incrementa (o decrementa) il patrimonio netto rettificato.

4.3.a) Partecipazione detenuta nella Galeno Immobiliare S.p.a.

I bilanci della Galeno Immobiliare S.p.a. degli ultimi quattro esercizi (2014/2017) espongono:

- una stabile e significativa patrimonializzazione;

Il corrispondente valore di stima di ciascuna delle 51.646 azioni possedute dalla ██████████, del valore nominale unitario di € 5,16, è di € 13,78 (€ 711.492/51.646).

4.3.b) Partecipazione detenuta nella Federfarma.co S.p.a.

Per la valutazione del valore economico della Federfarma.co S.p.a. lo scrivente ha ritenuto opportuno adottare il metodo reddituale, in considerazione della prevalenza, in tale società, dell'elemento economico. A riguardo si consideri che:

- i bilanci del quadriennio 2014/2017 espongono un attivo patrimoniale costituito, in massima parte, dall'attivo circolante e principalmente da crediti e rimanenze,⁸ che sono diretta conseguenza dell'esercizio dell'attività economica aziendale, il cui riflesso quantitativo è rappresentato dal reddito;
- al 31.12.2017, i "ricavi delle vendite e delle prestazioni" ammontavano ad € 451.210.938,00 e gli "altri ricavi e proventi" erano pari ad € 1.702.356,00. Alla stessa data le immobilizzazioni aziendali, pari a complessivi € 10.933.345, erano composte, tra l'altro:
 - ✓ per il 44% da immobilizzazioni immateriali (€ 4.779.706), di cui € 4.033.201 rappresentati dall'avviamento "risultato dell'operazione di fusione per incorporazione della controllata al 100% ██████████ avvenuta con atto del 19 settembre 2013, con effetto Civile e Fiscale retrodatato al 1° gennaio 2013 [...]" (vd. nota integrativa bilancio 2017);
 - ✓ per il 37% (€ 4.096.095) da partecipazioni, costituite per € 3.974.572 dalle azioni detenute nella controllata ██████████, che al 31.12.2017 aveva un patrimonio netto di € 939.155 ed ha chiuso gli esercizi 2016 e 2017 con perdite pari, rispettivamente, a -€ 192.113 e -€ 78.768 (vd. All. 22).⁹

Il metodo reddituale consente di focalizzare la valutazione sulla gestione caratteristica aziendale, che in termini quantitativi rappresenta il motore economico della Federfarma.co S.p.a., tenuto conto che il contributo al *business* aziendale delle

⁸ Al 31.12.2017, l'attivo patrimoniale ammontava ad € 160.987.743, di cui € 149.696.382 determinati dall'attivo circolante. Quest'ultimo era costituito da rimanenze per € 72.840.573, crediti per € 76.835.002 e disponibilità liquide per € 20.807.

⁹ Come riportato nella nota integrativa al bilancio 2017 della ██████████, la società "esercita l'attività di immissione in commercio, sotto marchio proprio e con produzione commissionata a terzi, di prodotti farmaceutici o parafarmaceutici c.d. da banco destinati alla rivendita tramite il canale distributivo costituito dalle Farmacie, con riferimento ai quali è titolare di Autorizzazione all'Immissione in Commercio".

attività immobilizzate risulta poco significativo (partecipazioni) o già incorporato nel risultato economico della società (avviamento acquisito nel 2013).¹⁰

La preferenza per il metodo reddituale è motivata dalle seguenti ulteriori ragioni:

- stabilità del mercato farmaceutico nazionale;¹¹
- sostanziale stabilità dei dati economici, finanziari e patrimoniali della Federfarma.co S.p.a. nel periodo esaminato e prospettiva della continuazione dell'attività aziendale, non sussistendo elementi per ritenere il contrario (nel quadriennio esaminato, i principali indicatori di redditività e finanziari della società riportati in nota integrativa hanno evidenziato un progressivo miglioramento).¹²

Si consideri che:

- lo stabile assetto aziendale e del settore di riferimento delinea una *situazione aziendale stabilizzata*, come individuata dai Principi Italiani di Valutazione (P.I.V.) dell'Organismo Italiano di Valutazione (O.I.V.) applicati dall'1.01.2016;
- i P.I.V. (III.1.32) stabiliscono che *"le stime di tipo reddituale sono di elezione nelle situazioni aziendali stabilizzate [...]"*. Nel relativo commento si legge che *"in condizioni stabilizzate il procedimento in assoluto preferibile per la valutazione delle aziende è il metodo reddituale [...]"* Sul piano matematico, *nelle situazioni stabilizzate, di tipo stazionario, non vi è sostanziale differenza fra flussi di reddito distribuibili e flussi monetari disponibili. L'applicazione dei metodi reddituali non trova dunque alcun limite"*.

Nell'ambito del metodo reddituale, la valutazione dell'azienda viene effettuata per il tramite di flussi prospettici di reddito sulla base dell'assunto che *"il valore di un investimento è funzione delle utilità prospettiche che da esso promaneranno. Quanto*

¹⁰ Giova far presente che la ██████████ ricade nella fattispecie prevista dall'art. 2446 c.c. ("Riduzione del capitale per perdite"). Allo stato, lo scrivente non è in grado di prevedere l'evoluzione patrimoniale ed economica della società ed i suoi eventuali effetti sul patrimonio della controllante Federfarma.co S.p.a.

¹¹ Fonti: "Il mercato Pharma: commento 2017 e prospettive 2018", evento tenutosi a Pavia il 22.03.2018; *La spesa farmaceutica nel 2017*, Federfarma, maggio 2018.

¹² Nella relazione sulla gestione a corredo del bilancio dell'esercizio 2017 si legge che:

- *"il mercato della farmacia sulla base dei primi dati disponibili per il 2017 conferma il trend positivo già registrato nel corso dell'ultimo periodo dell'anno precedente, rafforzando l'inversione di tendenza rispetto ai dati negativi riscontrati nei periodi precedenti"*;
- riguardo alla prevedibile evoluzione della gestione, *"la Società ha provveduto a redigere un Budget 2018 dal quale emerge la conferma del trend economico positivo riscontrato negli ultimi esercizi. In particolare, il fatturato atteso per l'esercizio 2018 risulta in linea con l'esercizio in esame, così come anche la redditività, confermando anche nel 2018 gli effetti positivi derivanti dalle politiche intraprese dalla Società nel corso dei passati esercizi"*.

già prodotto in passato è oggetto di analisi fondamentale e rappresenta una base informativa su cui avviare un processo valutativo; ma sono i rendimenti futuri che l'investimento sarà capace di offrire a determinare il valore degli investimenti".¹³

I metodi valutativi basati sui flussi reddituali vengono sviluppati sotto due distinte prospettive, definite *asset side* ed *equity side*.

Con l'approccio *asset side*, o *unlevered*, si stima il valore del capitale operativo aziendale, corrispondente al valore dell'investimento comprensivo della remunerazione dei vari finanziatori (soci e creditori).

Con l'approccio *equity side*, o *levered*, si calcola il valore del patrimonio netto in modo diretto, vale a dire considerando il valore netto dell'investimento dopo che sia stato remunerato il capitale di terzi (debiti).

I P.I.V. (III.1.31) precisano che "le valutazioni reddituali sono basate, in relazione al fatto che si segua un approccio *equity side* o *asset side*, sulla capitalizzazione del reddito netto distribuibile di lungo periodo (o del risultato operativo disponibile al netto delle imposte che pagherebbe la società se non fosse indebitata) dell'azienda o del ramo di azienda oggetto di stima, ad un tasso espressivo del costo-opportunità dei mezzi propri [...]".

In considerazione della necessità di quantificare il valore economico del patrimonio della società, è stato adottato l'approccio *equity side*.¹⁴

Di seguito si riporta la relativa metodologia di calcolo.

Nelle situazioni stabilizzate di tipo stazionario, come nel caso di specie (cd. *steady state*), la formula indicata dall'O.I.V. per la valutazione d'azienda è quella della rendita perpetua, di seguito riportata:

$$V_e = R/K_e$$

dove:

- V_e è il valore dell'azienda;
- R è il reddito netto contabile di lungo periodo;
- K_e è il costo dei mezzi propri, vale a dire il rendimento atteso del capitale di rischio investito.

¹³ Centro Studi della Fondazione dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Firenze, *Guida Operativa ai Principi Italiani di Valutazione - Applicazione pratica e responsabilità del professionista*, ottobre 2016, pag. 77.

¹⁴ L'O.I.V. ritiene che "le valutazioni reddituali sono normalmente di tipo *equity side*" - P.I.V., III.1.31.

Ai fini della valutazione della Federfarma.co S.p.a., lo scrivente ha ritenuto idoneo l'orizzonte temporale illimitato sotteso dalla predetta formula, tenuto conto:

- che l'O.I.V. (P.I.V., III.1.31) afferma che nelle valutazioni reddituali "l'arco temporale è di regola illimitato";
- della prospettiva della continuazione dell'attività aziendale, non sussistendo, nel caso di specie, elementi per ritenere il contrario;
- della stabilità del settore e dell'impresa.

Configurandosi una situazione di *steady state*, il reddito sostenibile nel lungo periodo **R** è stato calcolato, come indicato dall'O.I.V.¹⁵, sulla base dei risultati reddituali del periodo in esame, adeguatamente normalizzati.¹⁶

Si è proceduto, inoltre, a rendere omogenei in termini monetari i redditi degli esercizi esaminati, capitalizzandoli all'anno 2018 sulla base dei tassi di inflazione di ciascun anno.

La determinazione del costo del capitale proprio **K**, è stata effettuata sulla base del modello "Capital Asset Pricing Model" (CAPM), che "definisce una misura di rischio sistematico (rischio non eliminabile per diversificazione) e stabilisce che, in un mercato in equilibrio, i premi per il rischio (in termini di tasso di rendimento atteso) sono proporzionali al rischio sistematico" (P.I.V., I.21.2).

In altri termini, il CAPM determina una relazione tra rendimento e rischiosità di un investimento, rappresentata dalla cd. *Security market line*. Questa è un'equazione che descrive la relazione di equilibrio di mercato tra rendimento e rischio, e consente di stimare il costo del capitale proprio in termini di costo opportunità del capitale impiegato in investimenti con rischio simile a quello dell'impresa considerata.

L'equazione per la stima del costo del capitale proprio attraverso il CAPM è la seguente:

$$K_c = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

dove:

- r_f è il tasso *risk-free*;

¹⁵ P.I.V., III.1.31: "Laddove ricorrono le condizioni di forte continuità nel tempo delle condizioni di svolgimento della gestione, il reddito sostenibile nel lungo periodo è spesso stimato normalizzando i risultati del più recente passato e introducendo gli aggiustamenti eventualmente necessari per tenere conto di nuove condizioni future".

¹⁶ Il processo di normalizzazione dei redditi è finalizzato ad eliminare i componenti positivi e negativi di reddito non espressivi della reale funzionalità aziendale.

- β è una misura di rischio sistematico dell'attività in valutazione;
- $(r_m - r_f)$ è il premio al rischio del portafoglio di mercato, inteso come differenziale di rendimento rispetto ad investimenti privi di rischio; r_m è il rendimento atteso del portafoglio di mercato.

Di seguito si illustrano le grandezze appena elencate.

- Il costo del capitale proprio K_e include la remunerazione del cd. *price of time*, che consiste nella remunerazione che un investitore richiede come incentivo ad investire o a risparmiare, ed il cd. *price of risk*, che corrisponde alla remunerazione dell'accettazione del rischio di diminuzione del valore di un flusso futuro.

Il tasso corrispondente al *price of time* è il tasso privo di rischio, o tasso *risk-free* (r_f nell'equazione), che autorevole dottrina individua nel "tasso di interesse su un titolo di Stato zero coupon con il medesimo orizzonte temporale del flusso di cassa in esame".¹⁷

I P.I.V. (I.21.2) segnalano l'opportunità che il tasso *risk-free* r_f incorpori il "rischio paese". Per tale ragione, lo scrivente ha tenuto conto del tasso di rendimento di titoli emessi dallo Stato italiano di durata coerente con l'orizzonte temporale illimitato - applicato alla stima - dei flussi reddituali prospettici; si è fatto riferimento, pertanto, ai buoni poliennali del Tesoro trentennali assegnati nel 2017.

- Nell'ambito del CAPM, il coefficiente β definisce la misura del rischio sistematico, non diversificabile, di un investimento, ovvero la tendenza del rendimento di un'attività a variare in conseguenza di variazioni di mercato. Esso misura la volatilità di un'attività rispetto al mercato.

Convenzionalmente, il mercato ha un β pari a 1. Un β superiore a 1 descrive una maggiore sensibilità del rendimento ai movimenti del mercato: l'investimento, quindi, è più rischioso rispetto al mercato. Un β compreso tra 0 e 1 descrive attività meno esposte al rischio sistemico del mercato, meno volatili e, dunque, meno rischiose rispetto al mercato.

- Il premio al rischio del portafoglio di mercato - nell'equazione, $(r_m - r_f)$ - "misura il rendimento addizionale richiesto dagli investitori per spostare il loro denaro da un investimento privo di rischio a uno di media rischiosità".¹⁸

¹⁷ Damodaran A., *Valutazione delle aziende*, Apogeo, 2002.

¹⁸ Damodaran, op. cit.

gu

Lo scrivente ha quantificato tale parametro sulla base dei dati, aggiornati all'1.01.2018, della tabella "Country Default Spreads and Risk Premiums" pubblicata dal Prof. Aswath Damodaran, docente di finanza aziendale e valutazione presso la Stern School of Business della New York University, uno tra i più autorevoli studiosi internazionali della materia.¹⁹

Di seguito si riportano le fasi del procedimento di valutazione della partecipazione detenuta dalla ██████████ nella Federfarma.co S.p.a.

I. Normalizzazione redditi netti del periodo esaminato

Al fine di individuare l'effettiva e stabile capacità reddituale della società, si è proceduto alla "normalizzazione" del reddito contabile, che consiste nel depurare il reddito di bilancio da:

- a) proventi ed oneri estranei alla gestione caratteristica, connotati da casualità, non ripetibilità e non pertinenza (componenti straordinari di reddito);
- b) poste contabili che non rivengono da fatti di gestione, ma riflettono scelte del redattore del bilancio (politiche di bilancio distorsive).

Tenuto conto che il d.lgs. n. 139/15, in vigore dall'1.01.2016, ha previsto l'eliminazione della sezione straordinaria dallo schema di conto economico di cui all'art. 2425 c.c., gli oneri ed i proventi straordinari sono stati individuati come segue:

- "totale delle partite straordinarie" dei bilanci degli esercizi 2014 e 2015;
- importi delle sopravvenienze attive e di quelle passive indicati nelle note integrative dei bilanci degli esercizi 2016 e 2017.

Ed allora:

- il bilancio dell'esercizio 2014 espone un "totale delle partite straordinarie" di € 1,00. Nella nota integrativa si legge che gli "oneri diversi di gestione" comprendono "sopravvenienze passive" per € 74.719. Il saldo netto dei componenti straordinari dell'esercizio, quindi, è di -€ 74.718 e va sommato al risultato di esercizio *ante* imposte;
- il bilancio dell'esercizio 2015 espone un "totale delle partite straordinarie" di -€ 2,00. Nella nota integrativa si legge che gli "oneri diversi di gestione" comprendono "sopravvenienze passive" per € 89.190. Il saldo netto dei componenti straordinari

¹⁹ Fonte: sito web "Damodaran online" (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>).

dell'esercizio, quindi, è di -€ 89.192 e va sommato al risultato di esercizio *ante* imposte;

- nell'esercizio 2016 la società ha conseguito "una sopravvenienza attiva di Euro 18.190 relativa principalmente a rettifiche contabili su stanziamenti effettuati nei precedenti esercizi" e "sopravvenienze passive" per € 106.126. Il saldo netto dei componenti straordinari dell'esercizio, quindi, è di -€ 87.936 e va sommato al risultato di esercizio *ante* imposte;
- nell'esercizio 2017 la società ha conseguito "una sopravvenienza attiva di Euro 271.641 relativa principalmente (i) alla ripartizione parziale di un credito totalmente svalutato da parte di una procedura di concordato e (ii) alla rettifica di una contabilizzazione di una passività non dovuta" e "sopravvenienze passive" per € 40.375. Il saldo netto dei componenti straordinari dell'esercizio, quindi, è di € 231.266 e va detratto dal risultato di esercizio *ante* imposte.

Lo scrivente, poi, ha eliminato dal risultato degli esercizi 2015 e 2016 gli accantonamenti a fondo rischi, appostati rispettivamente per € 287.800 ed € 400.000, tenuto conto che, in entrambi gli esercizi, esso si riferisce a uno stanziamento "effettuato prudenzialmente a fronte di potenziali passività future di cui ad oggi non si conoscono con precisione né l'ammontare né la data di sopravvenienza. L'importo accantonato è frutto di una stima accantonata in base agli elementi a disposizione alla data di stesura del presente documento" (vd. note integrative 2015 e 2016).

Esercizio	Risultato di esercizio <i>ante</i> imposte	Componenti straordinari netti	Accantonamento a fondo rischi	Reddito normalizzato
2014	€ 815.252,00	€ 74.718,00	€ 0,00	€ 889.970,00
2015	€ 1.703.363,00	€ 89.192,00	€ 287.800,00	€ 2.080.355,00
2016	€ 3.247.067,00	€ 87.936,00	€ 400.000,00	€ 3.735.003,00
2017	€ 3.274.466,00	-€ 231.266,00	€ 0,00	€ 3.043.200,00

II. Correzione monetaria dei redditi mediante capitalizzazione all'anno 2018 sulla base dei tassi di inflazione di ciascun anno.

I tassi medi di inflazione rilevati in Italia nel periodo in esame sono i seguenti:

- 2014: 0,2%;
- 2015: 0,0%;
- 2016: -0,1%;

- 2017: 1,3%.

Lo scrivente ha capitalizzato i redditi normalizzati dei rispettivi esercizi con il fattore $(1 + i_n)^n$, dove i è il tasso di inflazione dell'anno n -esimo ed n sono gli anni del periodo. E quindi:

$$2014: € 889.970,00 * 1,002 * 1 * 0,999 * 1,013 = € 902.439,00$$

$$2015: € 2.080.355,00 * 1 * 0,999 * 1,013 = € 2.105.292,00$$

$$2016: € 3.735.003,00 * 0,999 * 1,013 = € 3.779.774,00$$

$$2017: € 3.043.200,00 * 1,013 = € 3.082.762,00$$

III. Calcolo del reddito medio (media semplice dei redditi normalizzati e corretti rispetto all'inflazione), corrispondente al reddito medio atteso di lungo periodo R

$$R = (€ 902.439 + € 2.105.292 + € 3.779.774 + € 3.082.762)/4 = € 2.467.567,00$$

Applicando a tale importo un'aliquota d'imposta omnicomprensiva media del 27,90% (pari alla somma delle aliquote IRES 24% ed IRAP 3,90%), il reddito medio atteso al netto delle imposte ammonta a:

$$R_{\text{netto}} = € 2.467.567,00 * (1 - 0,279) = € 1.779.116,00$$

IV. Quantificazione del rendimento atteso K_e

IV.a) Individuazione del tasso *risk-free* r_f .

Il tasso r_f è stato individuato nel rendimento medio ponderato dei BTP trentennali assegnati nel 2017, pari al 3,46% (AIL 29).²⁰

IV.b) Individuazione del premio al rischio $(r_m - r_f)$.

Il premio al rischio di mercato è stato individuato nell'*equity risk premium* dell'Italia calcolato dal Prof. Damodaran, aggiornato all'1.01.2018, pari al 6,67%.²¹

²⁰ Fonte: Banca d'Italia.

²¹ Damodaran ha elaborato due percorsi alternativi per il calcolo del *risk premium* di un Paese (AIL 30): uno basato sul *rating* assegnato dall'agenzia Moody's a ciascuno Stato, l'altro sui *credit default swap* (CDS), strumenti finanziari derivati con funzione di trasferimento del rischio di insolvenza (*credit default*). Essi possono essere riferiti alla copertura del rischio relativo ad uno Stato (CDS sovrani o *sovereign CDS*).

IV.c) Quantificazione del coefficiente β .

Tenuto conto:

- ✓ dello stabile andamento del settore farmaceutico in Italia;
- ✓ della sostanziale stabilità dei dati economici, patrimoniali e finanziari della società in esame;
- ✓ delle significative dimensioni economico-patrimoniali della società in valutazione,

il β può ragionevolmente quantificarsi in misura inferiore ad 1; si è ritenuto adeguato un β pari a 0,80.²²

IV.d) Calcolo del rendimento atteso: $K_e = 3,46\% + (0,80 * 6,67\%) = 8,80\%$.

V. Calcolo del valore del capitale economico della società

Sulla base della formula $V_e = R/K_e$, il valore economico stimato della Federfarma.co S.p.a. al lordo delle imposte ammonta a:

$$V_e = € 2.467.567,00 * 100/8,80 = € 28.040.534,00, \text{ arrotondato a } € 28.041.000,00.$$

Al netto delle imposte, stimate nella misura omnicomprensiva media del 27,9% del reddito medio atteso di lungo periodo, il valore economico ammonta a:

$$V_e \text{ netto} = € 1.779.116,00 * 100/8,80 = € 20.217.227,00, \text{ arrotondato a } € 20.217.000,00.$$

Il valore di stima della partecipazione della ██████████ pari al 6,66% del capitale sociale della Federfarma.co S.p.a., pertanto, ammonta a:

- * valore al lordo delle imposte: $€ 28.041.000,00 * 6,66\% = € 1.867.531,00$;
- * valore al netto delle imposte: $€ 20.217.000,00 * 6,66\% = € 1.346.452,00$.

Il corrispondente valore di stima di ciascuna delle 1.268 azioni possedute dalla ██████████, del valore nominale unitario di € 462,59, ammonta a:

- * $€ 1.867.531,00/1.268 = 1.472,82$ al lordo delle imposte;
- * $€ 1.346.452,00/1.268 = 1.061,87$ al netto delle imposte.

Lo scrivente ha optato per il *risk premium* basato sui CDS, che costituiscono una base di calcolo che riflette l'andamento dei mercati e, dunque, è indipendente dalla valutazione di un singolo operatore qual è Moody's.

²² A titolo comparativo, si fa presente che, nell'ambito dell'Osservatorio regionale sui bilanci aziendali realizzato nel maggio 2013 dal Centro Studi di Unioncamere Veneto, il coefficiente β levered dell'anno 2011 di aziende operanti (in Veneto ed in Europa) nella sezione "G - Ateco 2007" (commercio all'ingrosso e al dettaglio), nella quale sono classificate le farmacie, era pari ad 1,00.

4.3.c) Partecipazione detenuta nella Uniservices S.r.l.

Al fine di valutare il valore economico della Uniservices S.r.l. lo scrivente ha adottato il metodo reddituale, stante la prevalenza dell'elemento economico. A riguardo si consideri che:

- i bilanci del quadriennio 2014/2017 espongono un attivo patrimoniale costituito, in massima parte, dall'attivo circolante e, principalmente, dai crediti,²³ i quali sono diretta conseguenza dell'esercizio dell'attività economica aziendale, il cui riflesso quantitativo è rappresentato dal reddito;
- al 31.12.2017, i "ricavi delle vendite e delle prestazioni" ammontavano ad € 2.392.314,00. Alla stessa data le immobilizzazioni aziendali, pari a complessivi € 443.205, erano composte per il 94,40% (€ 418.392) da immobilizzazioni finanziarie, costituite per € 189.244 dalle partecipazioni detenute nelle controllate [REDACTED] e [REDACTED] e per € 229.148 dal credito relativo ad un finanziamento infruttifero concesso alla controllata [REDACTED].

Il metodo reddituale consente di focalizzare la valutazione sulla gestione caratteristica aziendale, che in termini quantitativi rappresenta il motore economico della Uniservices S.r.l., tenuto conto che il contributo economico al *business* aziendale delle partecipazioni della società nelle citate controllate risulta poco significativo.²⁴

Valgono anche in questo caso le ulteriori ragioni illustrate con riferimento alla valutazione della Federfarma.co S.p.a., che giustificano l'adozione del metodo reddituale stanti la stabilità - nel periodo esaminato - dei dati economici, finanziari e patrimoniali della Uniservices S.r.l. e la prospettiva della continuazione dell'attività della società (attiva da oltre un trentennio), non sussistendo elementi per ritenere il contrario.

Il metodo ed il procedimento di valutazione del valore economico della Uniservices S.r.l., pertanto, sono i medesimi applicati alla Federfarma.co S.p.a.

Di seguito si riportano le fasi del procedimento di valutazione della società.

²³ Al 31.12.2017, l'attivo patrimoniale ammontava ad € 3.579.229, di cui € 2.794.343 rappresentati da crediti.

²⁴ L'utile degli esercizi 2016 e 2017 della [REDACTED] è stato, rispettivamente, di € 11.108 ed € 21.653.

L'utile degli esercizi 2016 e 2017 della [REDACTED] è stato, rispettivamente, di € 22.323 ed € 31.567.

I. Normalizzazione redditi netti del periodo esaminato

Gli oneri ed i proventi straordinari sono stati individuati come segue:

- “totale delle partite straordinarie” dei bilanci degli esercizi 2014 e 2015;
- importi delle sopravvenienze attive e di quelle passive indicati nelle note integrative dei bilanci degli esercizi 2016 e 2017.

Ed allora:

- il bilancio dell'esercizio 2014 espone un “totale delle partite straordinarie” di € 2.899, che va detratto dal risultato di esercizio *ante imposte*;
- il bilancio dell'esercizio 2015 espone un “totale delle partite straordinarie” di -€ 1.072, che va sommato al risultato di esercizio *ante imposte*;
- nella nota integrativa al bilancio dell'esercizio 2016 si legge che “a seguito di verifica dell'ispettorato del lavoro che ha disconosciuto un contratto di collaborazione a progetto di esercizi precedenti, è stato rilevato nel presente bilancio un costo a carico della società, tra differenze retributive, contributive e sanzioni, di complessivi euro 17.579”.

Ed inoltre, “tra le altre partecipazioni è inclusa quella nella ~~_____~~), svalutata per il 60% del suo ammontare in relazione alla perdita di capitale deliberata dalla banca stessa”; l'importo della svalutazione della partecipazione è di € 2.909.

Il saldo netto dei componenti straordinari dell'esercizio, quindi, è di -€ 20.488 e va sommato al risultato di esercizio *ante imposte*.

Nel periodo esaminato non risultano effettuati accantonamenti a fondi.

Esercizio	Risultato di esercizio <i>ante imposte</i>	Componenti straordinari netti	Risultato normalizzato
2014	€ 64.127	- € 2.899	€ 61.228
2015	€ 68.911	€ 1.072	€ 69.983
2016	€ 47.903	€ 20.488	€ 68.391
2017	€ 68.748	€ 0	€ 68.748

II. Correzione monetaria dei redditi mediante capitalizzazione all'anno 2018 sulla base dei tassi di inflazione di ciascun anno.

I tassi medi di inflazione rilevati in Italia nel periodo in esame sono i seguenti:

Gu

- 2014: 0,2%;
- 2015: 0,0%;
- 2016: -0,1%;
- 2017: 1,3%.

Lo scrivente ha capitalizzato i redditi normalizzati dei rispettivi esercizi con il fattore $(1 + i_n)^n$, dove i è il tasso di inflazione dell'anno n -esimo ed n sono gli anni del periodo. E quindi:

2014: € 61.228,00 * 1,002 * 1 * 0,999 * 1,013 =	€ 62.086,00
2015: € 69.983,00 * 1 * 0,999 * 1,013 =	€ 70.822,00
2016: € 68.391,00 * 0,999 * 1,013 =	€ 69.211,00
2017: € 68.748,00 * 1,013 =	€ 69.642,00

III. Calcolo del reddito medio (media semplice dei redditi normalizzati e corretti rispetto all'inflazione), corrispondente al reddito medio atteso di lungo periodo R

$$R = (\text{€ } 62.086,00 + \text{€ } 70.822,00 + \text{€ } 69.211,00 + \text{€ } 69.642,00) / 4 = \text{€ } 67.940,00$$

Applicando a tale importo un'aliquota d'imposta omnicomprensiva media del 27,90% (pari alla somma delle aliquote IRES 24% ed IRAP 3,90%), il reddito medio atteso al netto delle imposte ammonta a:

$$R_{\text{netto}} = \text{€ } 67.940,00 * (1 - 0,279) = \text{€ } 48.985,00$$

IV. Quantificazione del rendimento atteso K_e

IV.a) Individuazione del tasso *risk-free* r_f .

Il tasso r_f è stato individuato nel rendimento medio ponderato dei BTP trentennali assegnati nel 2017, pari al 3,46% (vd. AH. 29).

IV.b) Individuazione del premio al rischio ($r_m - r_f$).

Il premio al rischio di mercato è stato individuato nell'*equity risk premium* dell'Italia calcolato dal Prof. Damodaran, aggiornato all'1.01.2018, pari al 6,67%.

IV.c) Quantificazione del coefficiente β .

Gw

Tenuto conto delle dimensioni economico-patrimoniali della società e della stabilità dei suoi dati economici, patrimoniali e finanziari, il β può ragionevolmente quantificarsi in misura inferiore ad 1; si è ritenuto adeguato un β pari a 0,90.

IV.d) Calcolo del rendimento atteso: $K_e = 3,46\% + (0,90 * 6,67\%) = 9,46\%$.

V. Calcolo del valore del capitale economico della società

Sulla base della formula $V_e = R/K_e$, il valore economico stimato della Uniservices S.r.l. al lordo delle imposte ammonta a:

$$V_e = € 67.940,00 * 100/9,46 = € 718.182,00, \text{ arrotondato a } € 718.000,00.$$

Al netto delle imposte, stimate nella misura omnicomprensiva media del 27,9% del reddito medio atteso di lungo periodo, il valore economico ammonta a:

$$V_e \text{ netto} = € 48.985,00 * 100/9,46 = € 517.812,00, \text{ arrotondato a } € 518.000,00.$$

Il valore della partecipazione detenuta dalla [REDACTED] nella Uniservices S.r.l., pertanto, ammonta a:

- valore al lordo delle imposte: $€ 718.000,00 * 2,29\% = € 16.442,00$;
- valore al netto delle imposte: $€ 518.000,00 * 2,29\% = € 11.862,00$.

Gau

5) Conclusioni

Nel seguente prospetto si riepilogano la consistenza ed il valore attuali delle partecipazioni detenute dalla ██████████

Società partecipata	Quota % capitale materiale detenuta	Valore nominale partecipazione	Valore di stima della partecipazione
Galeno Immobiliare S.p.a.	25,32%	€ 266.493,36	€ 711.492,00 (€/azione 13,78)
Federfarma.co S.p.a.	6,66%	€ 586.564,12	€ 1.867.531,00 (€/azione 1.472,82) al lordo delle imposte € 1.346.452,00 (€/azione 1.061,87) al netto delle imposte
Uniservices S.r.l.	2,29%	€ 8.000,00	€ 16.442,00 al lordo delle imposte € 11.862,00 al netto delle imposte
██████████	0,03%	€ 1.290,00	€ 1.290,00 (€/azione 2,58)
██████████ in Liquidazione	90,00%	€ 9.000,00	€ 0,00
██████████ liquidazione in concordato preventivo	78,12%	€ 169.999,70	€ 0,00
██████████ in fallimento	90,00%	€ 36.000,00	€ 0,00
██████████ S.cons.p.a. in fallimento	0,05%	€ 250,00	€ 0,00

Ringraziando per la fiducia accordata, nel rimanere a disposizione per ogni eventuale chiarimento, il sottoscritto porge distinti saluti.

Taranto, 23 ottobre 2018

Dr. Gianvito Morelli

