

CLAUDIO CASELLATO
Ragioniere Commercialista – Revisore contabile

TRIBUNALE CIVILE E PENALE DI FORLI'
Sezione Fallimentare

Concordato Preventivo n. 22/2015

**STIMA DELLA PARTECIPAZIONE
DETENUTA NELLA SOCIETA' HOLMO SPA**

Stimatore
Rag. CLAUDIO CASELLATO



Indice

Capitolo 1 INTRODUZIONE

- | | |
|--|--------|
| 1. Qualifiche del professionista, conferimento dell'incarico e attestazione di non incompatibilità | pag. 2 |
| 2. Metodologia utilizzata | pag. 3 |
| 3. Struttura e contenuto della Relazione | pag. 9 |

Capitolo 2 LA SOCIETA', L'ATTIVITA' SVOLTA

- | | |
|--|---------|
| 1. Informazioni storiche riguardanti la Società ed i suoi soci | pag. 11 |
| 2. Notizie sull'attività svolta | pag. 11 |
| 3. Capitale Sociale | pag. 12 |
| 4. Organo amministrativo | pag. 14 |

Capitolo 3 LA VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE

- | | |
|--|---------|
| 1. Dati generali e contabili | pag. 15 |
| 2. Procedimento di stima | pag. 15 |
| 3. Determinazione del valore di stima della partecipazione | pag. 24 |

Capitolo 4 CRITICITA', CONCLUSIONI

- | | |
|--------------------------|---------|
| 1. Elementi di criticità | pag. 26 |
| 2. Conclusioni | pag. 26 |

Capitolo 1 INTRODUZIONE

SOMMARIO: 1. Qualifiche del professionista, conferimento dell'incarico e attestazione di non incompatibilità – 2. Metodologia utilizzata – 3. Struttura e contenuto della Relazione

1. Qualifiche del professionista, conferimento dell'incarico e attestazione di non incompatibilità

Il sottoscritto rag. Claudio Casellato: [REDACTED]

- iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili della circoscrizione del Tribunale Civile e Penale [REDACTED]
- iscritto all'albo dei revisori contabili istituito ai sensi del D.Lgs. 27.01.1992 n. 88, [REDACTED]

è stato nominato dal Giudice Dott. Alberto Pazzi, delegato alla Procedura di Concordato Preventivo n. 22/2015 aperta nei confronti della Società CEIF Società Cooperativa (d'ora in avanti per brevità e convenzionalmente denominata CEIF) nell'ambito della proposta per l'ammissione alla procedura di Concordato preventivo formulata dalla stessa Società, per la stima delle partecipazioni detenute (All. 1).

Ed in particolare attesta:

- a) che non sussistono in relazione alla sua persona condizioni di incompatibilità per l'espletamento dell'incarico;
- b) che non si trova in situazioni di conflitto di interesse;
- c) che non ha mai ricevuto né sta attualmente espletando alcun incarico professionale per conto della società interessata alla proposta di concordato, né di società ad essa collegate, né di persone fisiche cui tali società fanno riferimento.

2. Metodologia utilizzata

La scelta del metodo di valutazione è una fase cruciale della redazione della valutazione d'azienda per cui l'esperto dovrà condurre un'analisi rigorosa al fine di determinare il metodo da utilizzare.

Occorre prima di tutto tenere presente i tre requisiti fondamentali che un metodo di valutazione deve possedere secondo la dottrina:

1. **Razionalità:** significa che il metodo scelto deve essere dotato di una rilevante consistenza teorica;
2. **Obiettività:** significa che il metodo adottato deve essere concretamente applicabile e riscontrabile;
3. **Neutralità:** significa che il metodo utilizzato deve prescindere dagli interessi delle parti interessate alla valutazione.

Nessuna metodologia di stima di per sé è in grado di assicurare tutti i requisiti sopra menzionati; conseguentemente non esiste una metodologia migliore delle altre a prescindere dal caso obiettivo. E' necessaria dunque un'analisi dei fini a cui la valutazione è rivolta, della situazione oggetto di stima, delle informazioni disponibili o acquisibili. In base a tutte queste considerazioni è possibile individuare le metodologie che maggiormente soddisfano i requisiti di cui sopra.

Il perito, inoltre, deve fare attenzione nella scelta del metodo ad un eccessivo richiamo al principio di prudenza che potrebbe indurre il valutatore a non considerare le attese relative al futuro. Infatti, il principio della prudenza favorisce solo una delle due parti interessate ad una valutazione d'azienda, mentre il metodo deve essere neutrale. Il principio a cui il perito deve fare riferimento è quello della non aggressività della stima, che, inoltre, deve anche essere equa nei confronti di tutte le parti, oltrechè razionale.

Occorre premettere che le valutazioni aziendali possono essere effettuate sia in un'ottica *equity-side* che *asset-side*. Ciò sta a significare, nel primo caso, che attraverso la stima si giungerà direttamente al valore economico del patrimonio netto aziendale; nel secondo caso la stima comporterà la determinazione del valore economico del totale delle attività dell'azienda dal quale dovrà essere detratto l'indebitamento finanziario dell'azienda al momento della valutazione.

Nel presente paragrafo sono sinteticamente presentati i principali approcci di valutazione utilizzati dalla dottrina e dalla prassi corrente.

I criteri di valutazione si distinguono in *diretti* e *indiretti*: i primi sono anche conosciuti come metodi empirici in quanto si tratta di determinare il valore economico in base a prezzi di mercato; i secondi sono fondati su stime e grandezze stock, flusso o misti.

A. Metodi diretti

I metodi diretti possono essere ulteriormente suddivisi in due categorie:

A.1. Metodo dei *multipli di borsa*; determina il valore del capitale aziendale sulla base dei prezzi negoziati in mercati organizzati per titoli rappresentativi di quote del capitale di imprese comparabili. Esso richiede lo sviluppo di indicatori di valore (multipli), ottenuti rapportando il prezzo effettivo del capitale delle imprese scelte a riferimento al valore di alcune quantità aziendali, e si fonda sull'ipotesi di applicabilità di tali rapporti anche all'impresa oggetto di valutazione, anche se non quotata;

A.2. Metodo delle *transazioni comparabili*; si fonda sullo stesso criterio del metodo dei multipli di borsa, differenziandosene quanto alla natura dei prezzi, espressivi dei valori negoziati, utilizzati per la costruzione dei multipli. Nel metodo delle transazioni comparabili, i prezzi a cui ci si riferisce sono quelli rilevati nell'ambito di negoziazioni private per quote di controllo del capitale azionario di imprese comparabili.

B. Metodi indiretti

Al contrario dei metodi diretti, le metodologie indirette si basano su stime e grandezze.

Come accennato si possono avere grandezze stock, grandezze flusso o miste:

B.1 I metodi fondati su grandezze stock sono tipicamente i metodi patrimoniali (semplici o complessi)

I metodi patrimoniali esprimono il valore dell'azienda in funzione del valore del suo patrimonio, quantificandone il valore come valore di ricostituzione del patrimonio nella prospettiva di funzionamento aziendale.

Il valore coincide con l'investimento netto che sarebbe strettamente necessario per avviare una nuova impresa con una struttura patrimoniale identica a quella oggetto di valutazione.

Il metodo patrimoniale considera il patrimonio netto ed i vari elementi patrimoniali ad un valore opportunamente rettificato rispetto ai criteri contabili di valutazione utilizzati nella predisposizione del bilancio di esercizio.

La valutazione, od il processo di stima, operata con il metodo patrimoniale potrebbe essere quindi definita:

- *ANALITICA*, quando riferita ad ogni singolo elemento del patrimonio aziendale;
- *A VALORI CORRENTI*, quando fa riferimento a "valori" di mercato in essere alla data della valutazione;
- *DI SOSTITUZIONE*, quando l'ipotesi assunta è quella del riacquisto o della riproduzione per gli elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi.

La valutazione dell'azienda con il metodo patrimoniale è meno soggettiva di quella

ottenuta con altri metodi: minori sono le ipotesi da assumere e le competenze soggettive per la valutazione; inoltre non si deve procedere alla valutazione dei flussi di reddito o di cassa con la conseguenza che si riduce l'incertezza sul risultato del processo di valutazione.

Tale metodologia è indicata nei casi in cui è richiesto di stimare aziende fortemente patrimonializzate, ovvero quelle imprese che presentano un elevato ammontare di attività immobilizzate (es. holding pure, società immobiliari.....)

Sebbene il metodo patrimoniale possa distinguersi rispetto ad altre metodologie valutative per l'assoluta oggettività e analiticità; due sono gli evidenti limiti che in esso si palesano:

1. Il valore dell'azienda è determinato sulla base del saldo algebrico tra attività e passività e quindi su dati storici (rivalutati), ponendo in secondo piano la capacità dell'azienda di generare nel futuro reddito o flussi di cassa;
2. Si attribuisce un valore corrente ad ogni voce di bilancio, sia essa attiva o passiva, prescindendo dalla sua appartenenza al complesso aziendale unitariamente inteso e in funzionamento.

B.2 Sono invece fondati su grandezze flusso sia i metodi reddituali che i metodi finanziari

Nell'approccio basato sui flussi di risultato l'azienda viene valorizzata per i risultati economici che essa è in grado di generare, sulla loro distribuzione temporale e sul grado di rischio connesso alla loro realizzazione. L'approccio basato sui flussi di risultato viene di solito applicato mediante le due seguenti metodologie.

Metodi reddituali; determinano il valore dell'azienda sulla base della capacità

della stessa di generare reddito.

L'obiettivo del metodo è valutare l'azienda come complesso unitario sulla base della stretta correlazione tra la redditività ed il valore del complesso aziendale.

Il valore dell'azienda viene determinato di fatto mediante l'attualizzazione dei risultati economici attesi; nella prassi è possibile riscontrate due macro formulazioni di tale metodologia:

1. Il metodo reddituale semplice, che si basa sulla stima di un flusso di redditi costanti, ovvero su un reddito "medio", "normale", e "prospettico" (*ndr per aziende con vita futura limitata o illimitata*);
2. Il metodo reddituale complesso, che costituisce un'evoluzione del precedente, che di fatto attualizza i flussi di reddito previsti anno per anno fino al termine dell'orizzonte temporale del periodo esplicito di previsione e poi stima un Valore Finale (applicazione pressoché limitata alle aziende che elaborano piani e programmi di gestione di durata non superiori a 5 anni).

I beni accessori, cioè gli investimenti non inerenti la gestione caratteristica, sono di regola, come per il metodo patrimoniale, valutati a parte poiché un risultato economico non "depurato" dai valori (flussi) extraoperativi potrebbe inficiare l'attendibilità del risultato della valutazione stessa.

Come in precedenza esposto il reddito dovrà essere in primo luogo "normalizzato", cioè depurato dalle componenti reddituali straordinarie, al netto degli oneri finanziari e delle imposte (approccio Equity Side-Levered).

L'obiettivo del processo di normalizzazione consiste nell'individuare la reale e stabile capacità reddituale dell'azienda, eliminando elementi di casualità, non ripetibilità e non

pertinenza; per poi stimare il tasso di attualizzazione che, in sostanza, esprime il rapporto tra reddito e capitale che viene reputato conveniente per l'investimento nell'impresa.

La scelta del tasso è un elemento soggettivo di valutazione che può creare effetti distorsivi notevoli sul risultato della valutazione stessa e dovrà inoltre comprendere, in aggiunta al rendimento delle attività prive di rischio, un premio cd "spread" per l'investimento in attività d'impresa, che rifletta un rischio generale "di mercato" e un rischio di settore/impresa.

La metodologia maggiormente utilizzata per la determinazione del rendimento del capitale di rischio è quella nota come *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, in formula $kE = rf + \beta * [RM - rf]$

dove:

kE = tasso di rendimento atteso del capitale di rischio = costo dell'equity

rf = tasso di rendimento atteso di un'attività priva di rischio

β = parametro espressivo del rischio della società da valutare

RM = rendimento medio espresso dal mercato azionario

Il coefficiente beta (β) è inteso come misura del rapporto tra il grado di variabilità del rendimento di un'azione rispetto alle variazioni del mercato azionario nel suo complesso; di fatto (β) è un parametro specifico di ogni singola azione indicando la relazione strutturale tra il rendimento del titolo con quello generale di mercato nello stesso periodo.

Metodi finanziari; ravvisano nella capacità di creare flussi di cassa il driver fondamentale al fine della determinazione del valore dell'azienda. In particolare, la sommatoria dei flussi di cassa che essa sarà in grado di generare, opportunamente

attualizzati per il tasso di rendimento del capitale di rischio, ovvero il costo medio ponderato del capitale (WACC), permettono di determinare il valore complessivo dell'azienda.

B.3 Tra i metodi misti, che costituiscono una "mediazione" tra criteri basati sui flussi e criteri patrimoniali, si annoverano la metodologia del valor medio, della stima autonoma dell'avviamento e l'E.V.A.

Metodo del valore medio; assegna pari importanza nella valutazione della realtà societaria alla composizione quantitativa e qualitativa del patrimonio e alla sua redditività futura. Ne deriva che il valore societario è pari alla media (aritmetica e ponderata) del patrimonio netto rettificato e della redditività futura;

Metodo della stima autonoma dell'avviamento; il metodo in questione si fonda sul presupposto che il reddito prospettico comprenda una quota di sovrareddito (o sottoreddito).

3. Struttura e contenuto della Relazione

Allo scopo di esprimere, in qualità di perito esperto, il proprio giudizio professionale in merito al valore attribuibile alla partecipazione societaria di pertinenza della Società ricorrente, la presente Relazione sarà articolata come segue:

A) Notizie storiche sulla Società

Verranno riportate le principali informazioni riguardanti la Società, i suoi soci, la sua attività.

B) Analisi della documentazione esaminata

Illustrazione sintetica della documentazione esaminata ed utilizzata ai fini della redazione del presente elaborato.

C) Determinazione del valore della partecipazione

Illustrazione del procedimento di stima e della determinazione del valore della partecipazione detenuta.

D) Conclusioni.

In questa Parte verrà svolta l'esposizione analitica dei principali aspetti di criticità metodologica che la relazione presenta in funzione della situazione rinvenuta alla data della nomina.

Capitolo 2

LA SOCIETA', L'ATTIVITA' SVOLTA

SOMMARIO: 1. Informazioni storiche riguardanti la Società ed i suoi soci – 2. Notizie sull'attività svolta – 3. Capitale Sociale – 4. Organo amministrativo.

1. Informazioni storiche riguardanti la Società ed i suoi soci

Tutte le informazioni utilizzate per la redazione della presente relazione sono state fornite dall'organo amministrativo della società; in ragione dell'esiguo tempo a disposizione lo scrivente non ha potuto condurre alcuna verifica circa l'attendibilità e la veridicità dei dati contabili e, conseguentemente, non può assumersi alcuna responsabilità in merito.

2. Notizie sull'attività svolta

La Società HOLMO S.P.A. con in sede in Bologna (BO) Via Marco Emilio Lepido n°182/2 è stata costituita in data 19/07/1971 allo scopo assumere di partecipazioni in altre società o imprese e il finanziamento ed il coordinamento tecnico, finanziario delle società partecipate nonché la gestione di budget pubblicitari ed iniziative promozionali.

Si evidenzia, sin da ora, che tra le partecipazioni finanziarie detenute dalla società il principale *asset* è rappresentato dalle azioni, pari al 23,83%, della società FINSOE SPA, la quale, a sua volta, detiene il controllo di Unipol Gruppo Finanziario SpA quotato alla borsa valori di Milano.

L'attività si caratterizza, di fatto, dal supporto in termini finanziari dei programmi di sviluppo della collegata FINSOE SPA, detentrici del 31,404% delle azioni ordinarie di Unipol Gruppo Finanziario SpA.

3. Capitale Sociale

Il capitale sociale pari ad **Euro 358.580.630,00**, versato per Euro 312.521.741,72, risulta sottoscritto dai soci nelle seguenti proporzioni:

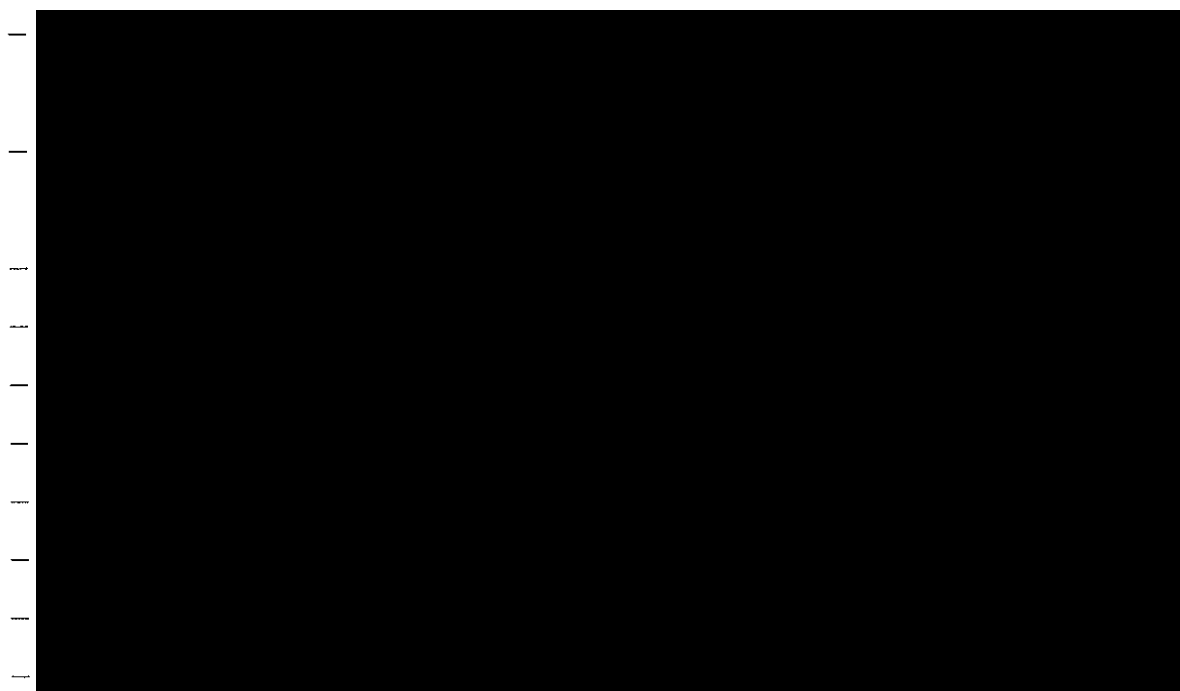
- ❖ **MANUTENCOOP Soc. Coop.** azioni per nominali Euro 4.837.848,00 pari al 15,60% del capitale sociale;
- ❖ **CEFLA CAPITAL SERVICES S.P.A.** azioni per nominali Euro 3.986.246,00 pari al 12,71% del capitale sociale;
- ❖ **C.E.S.I. Soc. Coop.** azioni per nominali Euro 3.915.514,00 pari al 11,91% del capitale sociale;
- ❖ **CAMST Soc. Coop.** azioni per nominali Euro 3.400.716,00 pari al 11,21% del capitale sociale;
- ❖ **CCC Soc. Coop** azioni per nominali Euro 3.073.360,00 pari al 10,02% del capitale sociale;
- ❖ **COOPSETTE Soc. Coop** azioni per nominali Euro 2.424.158,00 pari al 7,38% del capitale sociale;
- ❖ **C.M.B. Soc. Coop** azioni per nominali Euro 1.801.031,00 pari al 5,48% del capitale sociale;
- ❖ **UNICOOP Soc. Coop** azioni per nominali Euro 1.591.213,00 pari al 4,84% del capitale sociale;
- ❖ **COOP COSTRUZIONI Soc. Coop** azioni per nominali Euro 1.238.108,00 pari al 3,77% del capitale sociale;
- ❖ **COOFIN SRL** azioni per nominali Euro 1.060.162,00 pari al 3,23% del capitale sociale;
- ❖ **3 ELLE Soc. Coop** azioni per nominali Euro 855.461,00 pari al 2,60% del

- capitale sociale;
- ❖ **FINANZIARIA BOLOGNESE FI. BO. S.P.A.** azioni per nominali Euro 762.899,00 pari al 2,32% del capitale sociale;
 - ❖ **SACMI IMOLA Soc. Coop** azioni per nominali Euro 753.045,00 pari al 2,29% del capitale sociale;
 - ❖ **UNIECO Soc. Coop** azioni per nominali Euro 614.156,00 pari al 1,87% del capitale sociale;
 - ❖ **CEIF Soc. Coop.** azioni per nominali Euro 348.831,00 pari al 1,06% del capitale sociale;
 - ❖ **CONCAVE Soc. Coop.** azioni per nominali Euro 298.842,00 pari al 0,91% del capitale sociale;
 - ❖ **CTI Soc. Coop.** azioni per nominali Euro 290.598,00 pari al 0,88% del capitale sociale;
 - ❖ **COPU RA Soc. Coop.** azioni per nominali Euro 228.711,00 pari al 0,70% del capitale sociale;
 - ❖ **ANSALONI Soc. Coop.** azioni per nominali Euro 178.717,00 pari al 0,54% del capitale sociale;
 - ❖ **ASTRA Soc. Coop.** azioni per nominali Euro 89.225,00 pari al 0,27% del capitale sociale;
 - ❖ **LA LEALE Soc. Coop.** azioni per nominali Euro 73.499,00 pari al 0,22% del capitale sociale;
 - ❖ **GRANLATTE Soc. Coop** azioni per nominali Euro 49.804,00 pari al 0,15% del capitale sociale;
 - ❖ **MURRI Soc. Coop** azioni per nominali Euro 9.787,00 pari al 0,03% del

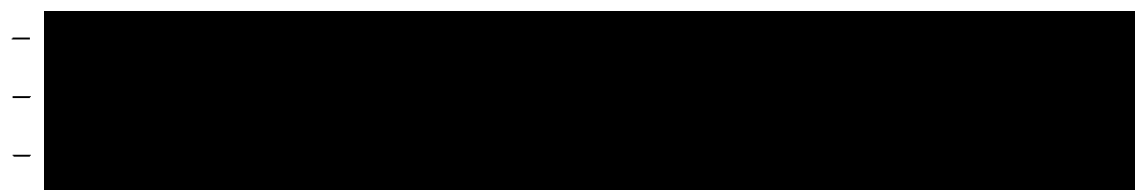
capitale sociale.

4. Organo amministrativo

Attualmente la società risulta amministrata da un Consiglio d'Amministrazione composto dai Sigg.:



L'attività di vigilanza, risulta affidata al Collegio Sindacale composto dai Sigg.:



La funzione di revisione legale risulta invero attribuita alla società di revisione PRICEWATERHOUSECOOPERS S.P.A.

Capitolo 3

LA VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE

SOMMARIO: 1. Dati generali e contabili – 2. Procedimento di stima – 3. Determinazione del valore di stima della partecipazione.

1. Dati generali e contabili

La presente relazione si fonda sui documenti contabili prodotti e consegnati dall'organo amministrativo della società, di seguito specificati:

- Bilancio, corredato di nota integrativa aggiornato al 31/12/2014 (All.1)
- Relazione sulla Gestione al bilancio 31/12/2014 (All.2);
- Executive Summary FINSOE 31/12/2015 (All.3);
- Statuto (All.4).
- Visura Camerale Registro Imprese di Ravenna aggiornata al 13/04/2016 (All.5).

Tutte le informazioni utilizzate per la redazione della presente relazione sono state fornite dall'organo amministrativo della società; su tali informazioni lo scrivente non ha potuto, in ragione dei tempi concessogli, condurre alcuna verifica circa l'attendibilità, veridicità, dei dati contabili e conseguentemente non può assumersi alcuna responsabilità in merito.

2. Procedimento di stima

Nel caso di specie, atteso che:

- il principale asset della HOLMO SPA è rappresentato dalla partecipazione, pari al 23,83%, detenuta nella società FINSOE SPA;
- in data **21/03/2016** la società [REDACTED], nota compagnia che offre servizi di *audit, tax, consulting* e *financial advisory* ad aziende pubbliche e private, ha provveduto a redigere un documento

(*ndr "Executive Summary"*) allo scopo di coadiuvare il Consiglio d'Amministrazione di FINSOE SPA nella stima del valore della stessa società alla data del **31/12/2015**;

- non sussistono, ad oggi, cause che inducano lo scrivente stimatore ad utilizzare criteri alternativi, rispetto a quelli utilizzati da [REDACTED], per addivenire alla valutazione della partecipazione detenuta da CEIF Soc. Coop. che di fatto non può prescindere dalla preliminare stima del valore di FINSOE S.P.A. e dunque di HOLMO S.P.A.;

in relazione a ciò, si provvederà dunque a valutare preliminarmente il patrimonio di FINSOE SPA, utilizzando i valori forniti indicati da [REDACTED], poi a stimare il valore di HOLMO SPA sostituendo, al valore delle partecipazioni iscritte a bilancio il valore di FINSOE ed infine a determinare il valore della partecipazione di CEIF Soc. Coop. applicando aritmeticamente la percentuale di partecipazione detenuta dalla stessa al patrimonio rettificato di HOLMO SPA.

Determinazione valore FINSOE SPA al 31/12/2015

FINSOE SPA è una holding di partecipazioni il cui asset principale è costituito dalla partecipazione in UNIPOL GRUPPO FINANZIARIO S.P.A., (*ndr* UGF) pari ad oggi, al 31,40% del capitale.

UGF, alla data dell'Executive Summary redatto da [REDACTED] ha un capitale sociale costituito da n. 717.473.508 azioni ordinarie, quotate sul mercato telematico azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A.

Si rammenta che in data 25 febbraio 2015 l'assemblea straordinaria di UNIPOL GRUPPO FINANZIARIO aveva approvato la conversione obbligatoria di tutte le azioni privilegiate in circolazione in azioni di nuova emissione.

A seguito della suddetta operazione di conversione delle azioni privilegiate in azioni ordinarie, FINSOE SPA detiene una partecipazione in UGF pari al 31,40%, rispetto alla precedente quota pari al 50,74%,; ciò nonostante FINSOE SPA continua ad esercitare un controllo sulla compagnia UNIPOL ai sensi e per gli effetti degli artt. 2359, comma 1, n. 2 del Codice Civile e 93 del T.U.F.

Il valore di FINSOE SPA, in considerazione della sua natura di holding finanziaria, è stato stimato attraverso l'applicazione del metodo Net Asset Value che si basa sulla stima del Patrimonio Netto della società, rettificato per effetto delle plus/minus valenze potenziali insite nel portafoglio della holding.

Per addivenire alla stima del UGF, non è stato adottato il prezzo di borsa in quanto ad oggi, tenuto anche conto del perdurare delle turbolenze e volatilità dei mercati, non può essere ritenuto rappresentativo per esprimere la valenza strategica per un investitore/azionista di medio/lungo periodo.

Per addivenire alla stima complessiva di UGF è stato invero utilizzato il DDM sulla base della seguente formula:

$$W = \sum_t \text{DIV}_t / (1+i)^t + VT$$

dove:

DIV_t = rappresentano i flussi distribuibili agli azionisti nell'orizzonte temporale prescelto sulla base delle proiezioni elaborate.

i = tasso di attualizzazione rappresentato dal costo del capitale di rischio ("ke").

VT = valore attuale del valore terminale calcolato quale valore di una rendita perpetua stimata sulla base di un flusso normalizzato economicamente sostenibile e coerente con il tasso di crescita di lungo termine.

Di seguito sono illustrate le principali assunzioni e parametri adottati da DELOITTE SRL per lo sviluppo della formula di valutazione.

a) Stima del dividendo distribuibile (DIV_t)

I flussi di dividendo potenzialmente distribuibili agli azionisti sono stati stimati tenuto conto di:

- proiezioni del Gruppo Unipol per il periodo 2015-2018 stimate, di concerto con la Direzione di FINSOE SPA, tenendo in considerazione gli obiettivi del piano industriale congiunto del Progetto di Integrazione tra il Gruppo Unipol e il Gruppo Fondiaria-SAI 2013-2015.
- Pay-out, potenzialmente e teoricamente distribuibile pari, ai soli fini della presente valutazione, all'80% degli utili netti di Gruppo tenuto anche conto della politica di dividendi storica e di quella prevista in arco piano nonché dell'eccedenza patrimoniale ipotizzata nella valutazione.
- Eccedenza del margine di solvibilità disponibile rispetto a quello richiesto del Gruppo stimata ipotizzando il mantenimento nel patrimonio aziendale di un importo pari a circa Euro 2,5 miliardi, prevedendo la distribuzione di circa il 20% dell'eccesso di capitale del Gruppo Unipol al 31 dicembre 2015 pari a circa Euro 620 milioni.

b) Tasso di attualizzazione (i)

Per l'attualizzazione dei flussi distribuibili agli azionisti è stato utilizzato il costo del capitale di rischio, pari al tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto dagli investitori/azionisti per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio.

Tale tasso è stato stimato attraverso il Capital Asset Pricing Model (CAPM), secondo la seguente formula:

$$k_e = R_f + \text{Beta} * (R_m - R_f)$$

dove:

- R_f = risk free integrato del fattore rischio paese pari al tasso di rendimento di investimenti privi di rischio, individuato nel rendimento medio su un orizzonte temporale di 12 mesi rispetto al 31 dicembre 2015 dei Buoni del Tesoro decennali emessi dallo Stato italiano, pari all'1,70%;
- Beta = fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un'azione e il rendimento complessivo del mercato di riferimento pari a 1,05;
- $R_m - R_f$ = premio per il rischio richiesto dal mercato considerato, in linea con la prassi valutativa, pari al 5,4%5. Sulla base dei parametri sopra indicati è stato stimato un k_e attraverso il CAPM pari a circa il 7,4%.

A tale tasso, per meglio rappresentare la rischiosità legata alle crescite considerate nelle proiezioni sottostanti la valutazione di UGF, è stato aggiunto un additional risk premium. Il tasso così stimato risulta pari al 7,9%.

c) Terminal Value (VT)

Il Terminal Value è stato determinato sulla base della seguente formula:

$$VT = \text{Flusso distribuibile normalizzato} / (k_e - g)$$

dove:

g = tasso di crescita di lungo periodo. In particolare, è stato considerato un tasso di crescita di lungo periodo pari al 2,0%.

k_e = tasso di attualizzazione rappresentato dal costo del capitale di rischio sopra determinato

Di seguito si riportano i valori per azione ordinaria di UGF stimati sulla base di quanto sopraindicato:

Valore fondamentale UGF	€ 8.155.000.000	
Numero azioni	717.500.000	
Valore fondamentale per azione ordinaria UGF	€ 11,37	
Premio per il controllo	25%	35%
Valore UGF	€ 10.193.750.000	€ 11.009.250.000
Valore azione ordinaria UGF	€ 14,21	€ 15,34

Sulla base dell'intervallo di valori di UGF sopraindicati il valore di FINSOE è stato stimato come di seguito riportato

Patrimonio netto al 31/12/15	€ 1.815.000.000	
Plus/(Minus)valenza netta partecipazione UGF	€ 946.000.000	€ 1.198.000.000
Valore di carico UGF	€ 2.243.000.000	
Valore UGF (quota 31,40%)	€ 3.201.245.250	€ 3.457.344.870
Valore FINSOE	€ 2.761.000.000	€ 3.013.000.000
Numero azioni FINSOE	3.012.300.000	
Valore unitaria azione FINSOE	€ 0,92	€ 1,00

Assumendo il valore medio dell'azione, pari ad Euro 0,96, il valore di FINSOE, alla data del 31/12/2015, risulta pari ad **Euro 2.887.000.000,00**

Determinazione valore HOLMO SPA al 31/12/2015

Sulla scorta dei dati di bilancio chiuso al **31/12/2014**, lo scrivente ha dunque provveduto a stimare il patrimonio rettificato di HOLMO SPA, sostituendo al valore di carico della partecipazione iscritto alla data del 31/12/2014 il valore della quota detenuta di FINSOE stimata alla data del 31/12/2015.

Tab. Stato patrimoniale 31/12/2014

	2014	
	Val	%
Crediti vs soci	0	0,0%
Totale crediti vs soci	0	0,0%
Costi di impianto e ampliamento	26.779	0,0%
Altre	742.887	0,1%
Totale Imm. Immateriali	769.666	0,1%
Altri beni	0	0,0%
Totale Imm. Materiali	0	0,0%
Partecipazioni FINSOE	560.291.027	98,5%
Altre partecipazioni	27.138	0,0%
Totale Imm. Finanziarie	560.318.165	98,5%
Crediti vsimprese collegate	6.318.101	1,1%
Crediti verso altri	436.464	0,1%
Crediti verso clienti & diversi	6.754.565	1,2%
Crediti verso Erario	67.274	0,0%
Crediti vs Erario	67.274	0,0%
Disponibilità liquide	1.018.342	0,2%
Liquidità differite	1.018.342	0,2%
Ratei e Risconti	4.112	0,0%
Ratei e Risconti	4.112	0,0%
Totale Attivo	568.932.124	100,0%
Debiti vs banche	-190.000.000	33,4%
Debiti vs banche	-190.000.000	33,4%
Debiti verso fornitori	-6.397	0,0%
Debiti verso fornitori	-6.397	0,0%
Debiti verso Erario	-3.451	0,0%
Debiti verso Enti Previdenziali	-2.409	0,0%
Debiti vs Erario & Previdenza	-5.860	0,0%
Obbligazioni	-2.800.000	-0,5%
Obbligazioni	-2.800.000	-0,5%
Fondo TFR	0	0,0%
Fondo TFR	0	0,0%
Altri rischi	0	0,0%
F.do rischi	0	0,0%

Capitale sociale	-312.521.742	-54,9%
Riserva Legale	-56.743.535	10,0%
Altre Riserve	-7.152.626	1,3%
Utile (perdita) dell'esercizio	305.316	-0,1%
Patrimonio netto	-376.112.587	66,1%
Ratei e risconti	-7.280	0,0%
Ratei e Risconti	-7.280	0,0%
Totale Passivo	-568.932.124	100,0%

Tab. Determinazione Patrimonio netto rettificato HOLMO SPA

	2014		rettifiche	Valore HOLMO Rett.	
	Val	%	Val	Val	%
Crediti vs soci	0	0,0%	0	0	0,0%
Totale crediti vs soci	0	0,0%	0	0	0,0%
Costi di impianto e ampliamento	26.779	0,0%	0	26.779	0,0%
Altre	742.887	0,1%	0	742.887	0,1%
Totale Imm. Immateriali	769.666	0,1%	0	769.666	0,1%
Altri beni	0	0,0%	0	0	0,0%
Totale Imm. Materiali	0	0,0%	0	0	0,0%
Partecipazioni FINSOE	560.291.027	98,5%	127.681.073	687.972.100	98,9%
Altre partecipazioni	27.138	0,0%	0	27.138	0,0%
Totale Imm. Finanziarie	560.318.165	98,5%	127.681.073	687.999.238	98,9%
Crediti vsimprese collegate	6.318.101	1,1%	0	6.318.101	0,9%
Crediti verso altri	436.464	0,1%	0	436.464	0,1%
Crediti verso clienti & diversi	6.754.565	1,2%	0	6.754.565	1,0%
Crediti verso Erario	67.274	0,0%	0	67.274	0,0%
Crediti vs Erario	67.274	0,0%	0	67.274	0,0%
Disponibilità liquide	1.018.342	0,2%	0	1.018.342	0,1%
Liquidità differite	1.018.342	0,2%	0	161.151	0,0%
Ratei e Risconti	4.112	0,0%	-4.112	0	0,0%
Ratei e Risconti	4.112	0,0%	-4.112	0	0,0%
Totale Attivo	568.932.124	100,0%	0	695.751.894	100,0%
Debiti vs banche	-190.000.000	33,4%	0	-190.000.000	-27,3%
Debiti vs banche	-190.000.000	33,4%	0	-190.000.000	-27,3%
Debiti verso fornitori	-6.397	0,0%	0	-6.397	0,0%

Debiti verso fornitori	-6.397	0,0%	0	-6.397	0,0%
Debiti verso Erario	-3.451	0,0%	0	-3.451	0,0%
Debiti verso Enti Previdenziali	-2.409	0,0%	0	-2.409	0,0%
Debiti vs Erario & Previdenza	-5.860	0,0%	0	-5.860	0,0%
Obbligazioni	-2.800.000	-0,5%	0	-2.800.000	-0,4%
Obbligazioni	-2.800.000	-0,5%	0	-2.800.000	-0,4%
Fondo TFR	0	0,0%	0	0	0,0%
Fondo TFR	0	0,0%	0	0	0,0%
Altri rischi	0	0,0%	0	0	0,0%
F.do rischi	0	0,0%	0	0	0,0%
Capitale sociale	-312.521.742	-54,9%	312.521.742	0	0,0%
Riserva Legale	-56.743.535	10,0%	56.743.535	0	0,0%
Altre Riserve	-7.152.626	1,3%	7.152.626	0	0,0%
Utile (perdita) dell'esercizio	305.316	-0,1%	-305.316	0	0,0%
Patrimonio netto RETTIFICATO	-376.112.587	66,1%	376.112.587	-502.939.637	-72,3%
Ratei e risconti	-7.280	0,0%	7.280	0	0,0%
Ratei e Risconti	-7.280	0,0%		0	0,0%
Totale Passivo	-568.932.124	100,0%	376.112.587	-695.751.894	-100,0%

Alla luce delle rettifiche apportate, il valore del patrimonio netto di HOLMO SPA, ammonta a complessivi **Euro 502.939.637,00**.

Determinazione valore quota CEIF Soc Coop.

Poiché **CEIF Soc. Coop.** detiene azioni per nominali Euro 348.831,00 pari al 1,06% del capitale sociale di HOLMO SPA, in relazione alle rettifiche effettuate in sede di stima al Patrimonio Netto della stessa HOLMO, il valore delle quote di CEIF ammonterebbero ad **Euro 5.331.160,00**.

Pare opportuno evidenziare, in questa sede, che l'organo amministrativo di CEIF, nel bilancio 2014, ha apportato una marcata svalutazione alle suddette azioni riconducendo il valore di carico di complessivi **Euro 4.370.845,00** a minori **Euro 600.000,00**.

La svalutazione per complessivi **Euro 3.770.845,00** operata al 31/12/2014 è stata

espressamente giustificata, in nota integrativa, come segue: ".....A causa della ristretta platea a cui tale cessione può essere proposta e a causa della circostanza che altre cooperative socie hanno necessità di dismettere il proprio investimento in Holmo, poiché sono in procedura concorsuale, **benché la perizia indipendente confermi l'originario valore di carico**, è ravvisabile il rischio concreto che tali valori non trovino reale riscontro in caso si rendesse necessaria la dismissione.

Gli amministratori pertanto, avendo l'intenzione di cedere tale asset, ritenuto non più strategico, hanno operato la svalutazione del valore di carico sulla base di una stima del presumibile valore di realizzo".

3. Determinazione del valore di stima della partecipazione

Lo scopo originario, per il quale la presente perizia è stata redatta, è determinare il valore della partecipazione detenuta da CEIF, pari al 1,06% del capitale sociale di HOLMO SPA.

Qualora si procedesse "tout court" ad applicare aritmicamente la percentuale di partecipazione al valore del PN rettificato, il valore corrente della partecipazione ammonterebbe ad **Euro 5.331.160,00**.

Va tuttavia osservato che in data 12/12/2015 la CEIF Soc Coop ha depositato, presso il Tribunale di Forlì, istanza per l'ammissione alla procedura di Concordato Preventivo e la proposta formulata e la proposta concordataria si fonda essenzialmente sulla liquidazione totale del patrimonio mobiliare ed immobiliare della CEIF, chi scrive riterrebbe opportuno addivenire alla stima della partecipazione di HOLMO SPA al valore di pronto realizzo.

Ciò premesso, qualora si procedesse alla valutazione del valore della partecipazione

adottando il criterio di pronto realizzo, in luogo di quello di funzionamento, il valore della partecipazione ammonterebbe ad **Euro 3.731.812,00**.

Tale valore è stato determinato applicando, al valore di funzionamento (*ndr Euro 5.331.160,00*), una percentuale di abbattimento pari al **30%**.

Sulla base delle considerazioni sin qui svolte e, conseguentemente per effetto dei calcoli in precedenza illustrati, lo scrivente quantifica in complessivi **Euro 502.939.637,00** (cinquecentoduemilanocentotrentanovemilioneiseicentotrentasette/00) il valore dell'azienda HOLMO SPA alla data del 31/12/2015.

Poiché l'incarico richiedeva espressamente di addivenire alla stima delle quote detenute dalla CEIF Soc. Coop. (*ndr pari al 1,06% del capitale sociale*) il valore della partecipazione ammonterebbe, a valori correnti, ad **Euro 5.331.160,00** ovvero in minori **Euro 3.731.812,00** qualora fosse applicato il correttivo per il pronto realizzo.

Capitolo 4

CRITICITA', CONCLUSIONI

SOMMARIO: 1. Elementi di criticità – 2. Conclusioni.

1. Elementi di criticità

Come emerge dalle argomentazioni già svolte, il fine della presente relazione resta quello di esprimere una obiettiva valutazione probabilistica, seppur suffragata dagli strumenti della tecnica professionale, e di attribuire, con una certa cognizione di causa, anche se in un contesto di estrema incertezza quale quello attuale, una valutazione alla partecipazione detenuta da CEIF in HOLMO S.P.A..

Peraltro, quasi tutti gli elementi sui quali poggia la valutazione della partecipazione societaria non sono inquadrabili in termini di “stima probabile”, posto che essa non si fonda su valori di realizzo prospettici, i quali, fisiologicamente, possono anche discostarsi dalle grandezze prefigurate, benchè queste siano state razionalmente determinate; ciò appare tanto più vero nel caso specifico, considerata la complessità della situazione alla data della nomina.

2. Conclusioni

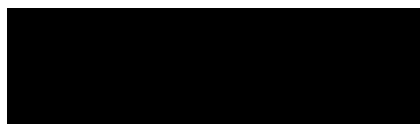
A fronte di tali considerazioni, è opportuno precisare che chi scrive ha ritenuto di impiegare un approccio sostanzialmente prudente, sicché risulta ragionevole ritenere che i rischi impliciti nelle valutazioni prospettiche possano considerarsi neutralizzati da margini di prudenza adottati nella definizione delle componenti positive e negative dalle quali deriva la valutazione finale.

Il sottoscritto rimane a disposizione per qualsiasi chiarimento ed integrazione di quanto sopra esposto, ove gli organi della procedura ne ravvisassero la necessità.

In fede.

Cesenatico, lì 30 marzo 2016.

Rag. Claudio Casellato



ELENCO ALLEGATI:

- Bilancio, corredato di nota integrativa aggiornato al 31/12/2014 (All.1)
- Relazione sulla Gestione al bilancio 31/12/2014 (All.2);
- Executive Summary FINSOE 31/12/2015 (All.3);
- Statuto (All.4).
- Visura Camerale Registro Imprese di Ravenna aggiornata al 13/04/2016 (All.5).

Gli allegati sopra descritti, utilizzati per la redazione del presente elaborato, vengono conservati agli atti dallo scrivente perito estimatore.