

Camera di Commercio Industria Artigianato e Agricoltura di PISA

**Dati di identificazione della richiesta**

-----  
Utente : CPI0191  
Annotazione : BRITISH AMERICAN TOBACCO ITALIA  
Data richiesta : 29/03/2018  
Oggetto della richiesta:  
Tutto il documento  
Tot. Pag. richiesta : 70

**Informazioni di riferimento della pratica**

-----  
Codice fiscale : 05661961002  
CCIAA/Numero Rea : RM/000909697  
Denominazione : BRITISH AMERICAN TOBACCO ITALIA SOCIETA' PER AZIONI IN BRE  
Data pratica : 06/08/2002  
Protocollo : RM/RI/PRA/2002/000216185

**Informazioni di riferimento del/i documento/i richiesti**

-----  
Data Documento : 31/07/2002  
Atto : TRASFERIMENTO D'AZIENDA

Repertorio n. 41901

Raccolta n. 11126

VERBALE DI ASSEMBLEA STRAORDINARIA

REPUBBLICA ITALIANA

L'anno duemiladue, il giorno trentuno

del mese di luglio

alle ore 12,00

In Roma, Via Cristoforo Colombo n. 112

A richiesta della "Atisale Società per Azioni".

Io sottoscritto Prof. Dott. GENNARO MARICONDA, Notaio in  
Roma, iscritto nel Ruolo dei Distretti Notarili Riuniti di  
Roma, Velletri e Civitavecchia,

ho assistito

elevandone il presente verbale, alla assemblea straordinaria  
dei soci della "Atisale Società per Azioni" con sede in Roma,  
Via Cristoforo Colombo n. 112, capitale sociale Euro  
516.000,00 interamente versato, numero di iscrizione nel  
Registro delle Imprese di Roma, di codice fiscale e di  
partita IVA 04610931000 indetta per oggi, nel luogo di cui  
sopra ed alle ore 12, per discutere e deliberare sul seguente

Ordine del giorno:

Modifica art. 5 dello statuto sociale per effetto del  
conferimento del ramo d'azienda costituito dalle saline Eti.

Delibere ed adempimenti conseguenti.

Sono presenti i Signori

- Dott. Renato SCOGNAMIGLIO nato a Roma il 30 agosto 1953 e



Registrato a Roma

1105-08-02

N. ....

Serie .....

Volume .....

Esatte L. ....

IMPOSTA DI BOLLO  
ASSOLTA IN MODO VIRTUALE  
Autorizzazione Direzione Regionale  
delle entrate per il Lazio  
N° 88137/97 del 4/12/97

domiciliato per la carica ove sopra, Presidente del Consiglio di Amministrazione della società.

- Dott. Antonio ABBATE nato a Modica (Ragusa) il giorno 11 marzo 1958 e domiciliato per la carica ove appresso, il quale interviene al presente atto in rappresentanza dell'unico socio "ETI - Ente Tabacchi Italiani S.p.A.", con sede in Roma, Piazza Giovanni da Verrazzano n. 7, capitale sociale Euro 400.000.000, numero di iscrizione nel Registro delle Imprese di Roma, di codice fiscale e di partita IVA 05661961002, in esecuzione della delibera del Consiglio di Amministrazione del 24 settembre 2001.

Io Notaio sono certo dell'identità personale dei comparenti i quali, d'accordo tra di loro e con il mio consenso, rinunciano all'assistenza dei testimoni.

Assume la presidenza dell'assemblea, ai sensi dell'art. 10 dello Statuto Sociale, il Dott. Renato Scognamiglio il quale

constatato

- che la presente assemblea è stata regolarmente convocata mediante avviso pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana del 10 luglio 2002, Foglio delle Inserzioni, n. 160;

- che è presente l'unico socio "ETI - Ente Tabacchi Italiani S.p.A." rappresentato dal Dott. Antonio ABBATE;

- che del Consiglio di Amministrazione, oltre ad esso

Stampa  
10/07/2002  
10:00:00  
10/07/2002  
10:00:00  
10/07/2002  
10:00:00

Presidente, sono presenti i Consiglieri Giorgio Tino e Mario Sisto;

- che del Collegio Sindacale sono presenti il Presidente Valter Pastena ed i sindaci effettivi Mario Francesco Pitto e Mauro Del Zotto Falascina;

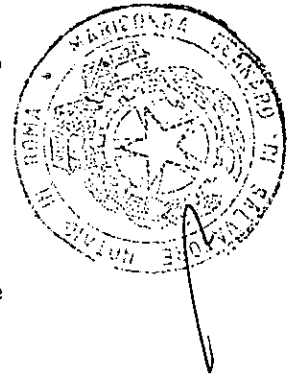
- che le suddette presenze risultano dal foglio presenze che al presente atto si allega sotto la lettera "A";

- che le relative azioni sono state regolarmente depositate ai sensi di legge e di statuto;

dichiara

validamente costituita la presente assemblea, idonea a discutere e deliberare su quanto all'ordine del giorno ed invita me Notaio a redigerne il verbale.

Su quanto all'ordine del giorno, il Presidente illustra all'assemblea le ragioni che rendono opportuno aumentare il capitale sociale da Euro 516.000,00 (cinquecentosedicimila e centesimi zero) a Euro 600.000,00 (seicentomila e centesimi zero) e quindi per Euro 84.000,00 (ottantaquattromila e centesimi zero), con sovrapprezzo complessivo di Euro 6.025.796,51 (seimilioniventicinquemilasettecentonovantasei e centesimi cinquantuno), da liberarsi mediante conferimento in natura da parte dell'unico socio "ETI - Ente Tabacchi Italiani S.p.A." del proprio ramo d'azienda, costituito essenzialmente da impianti, macchinari, attrezzature, rimanenze ed altre partite del circolante riguardanti le



saline site in Margherita di Savoia, Volterra e Sant'Antioco, quale risulta descritto e valutato nella relazione dell'esperto Prof Marco Lacchini nominato ai sensi dell'art. 2343 c.c. dal Presidente del Tribunale di Roma, con provvedimento in data 9 ottobre 2001, relazione asseverata con giuramento dinanzi a me Notaio in data 29 luglio 2002 rep.n. 41892, sulla base del valore del conferimento nella esatta misura stabilita dal perito.

Dalla suddetta relazione, effettuata con riferimento alla data del 31 maggio 2002, che al presente atto si allega sotto la lettera "B", risulta che il ramo d'azienda in oggetto ha un valore economico pari a Euro 6.109.796,51 e che, pertanto, detto valore non è inferiore al valore nominale, aumentato del suddetto sovrapprezzo, delle azioni che verranno emesse a fronte del conferimento.

Il Presidente, inoltre, suggerisce di cogliere l'occasione del presente aumento per modificare il valore nominale delle azioni portandolo ad un Euro o multiplo di un Euro.

Il Presidente, infine, dichiara che nulla osta all'aumento in oggetto in quanto l'attuale capitale sociale di Euro 516.000,00 risulta interamente versato ed esistente nelle casse della società, come conferma, a nome del Collegio Sindacale, il Presidente Valtèr Pastena.

L'assemblea, udita la relazione del Presidente, con il

voto favorevole dell'unico socio

DELIBERA

- di aumentare il capitale sociale da Euro 516.000,00 (cinquecentosedicimila e centesimi zero) ad Euro 600.000,00 (seicentomila e centesimi zero) e quindi per Euro 84.000,00 (ottantaquattromila e centesimi zero), con un sovrapprezzo complessivo di Euro 6.025.796,51, aumentando contestualmente il valore nominale delle azioni da Euro 5,16 (cinque virgola sedici) ad Euro 6,00 (sei e centesimi zero).

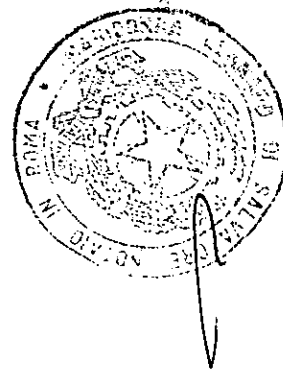
Tale aumento di capitale viene integralmente sottoscritto e liberato mediante il conferimento di cui appresso.

CONFERIMENTO

Art. 1 .

L'"ETI - Ente Tabacchi Italiani S.p.A.", come sopra rappresentato, a sottoscrizione ed integrale liberazione dell'aumento di capitale ora deliberato, comprensivo del valore nominale e del relativo sovrapprezzo, conferisce alla "Atisale Società per Azioni" che, in persona del Presidente del Consiglio di Amministrazione, accetta, il ramo di azienda di sua titolarità quale risulta descritto e valutato nella relazione dell'esperto Prof. Marco Lacchini allegata al presente atto sotto la lettera "B".

E' oggetto del presente conferimento il ramo di azienda nella universalità di tutti i rapporti giuridici attivi e



passivi e di tutti i beni che compongono lo stesso e che ad esso sono pertinenti, nulla escluso, così come risultanti dalla relazione di stima.

La società conferitaria è fin d'ora autorizzata a compiere gli atti utili o necessari per ottenere, ove non si verificchi di diritto, il trasferimento a proprio nome di tutti i cespiti, diritti, domande, azioni, rapporti contrattuali, concessioni, autorizzazioni, licenze, brevetti, marchi ed altri segni distintivi delle attività aziendali inerenti il ramo di azienda conferito ancorchè non indicati specificamente nella perizia con obbligo della conferente di prestarsi, senza sue spese ed oneri, a tutto quanto risultasse utile o necessario allo scopo.

#### Art. 2

I beni facenti parte del ramo di azienda oggetto del presente conferimento vengono trasferiti nello stato di fatto e di diritto in cui essi si trovano, si possiedono e dalla società conferente si ha diritto di possedere in virtù dei titoli di provenienza.

Senza derogare alla universalità del conferimento a mero titolo esemplificativo si precisa che fanno parte dello stesso:

- tutti i beni mobili registrati, impianti, attrezzature, apparecchiature, macchinari, materiali di consumo, cose mobili in genere e qualsiasi cosa in trasformazione o

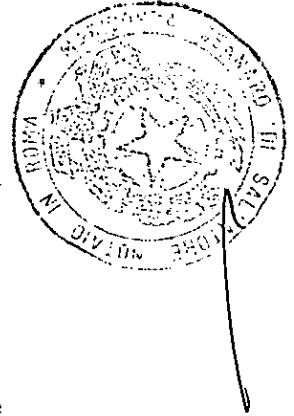
deposito presso terzi e/o viaggiante;

- i diritti, gli obblighi, gli interessi e le aspettative nei confronti di chiunque;
- i contratti di ogni genere stipulati per l'esercizio dell'azienda, con relativi oneri, diritti e garanzie, anche se non formalizzati o in corso di trattativa;
- i contratti di lavoro subordinato dei dipendenti di qualunque categoria secondo le leggi e gli accordi attualmente vigenti o in corso di formazione;
- i rapporti di prestazione d'opera di qualunque natura;
- le vertenze sindacali, amministrative e giudiziarie in qualunque sede e grado;
- le conseguenze attive e passive di procedure giudiziarie in corso ove in tali procedure giudiziarie non possa formalmente subentrare la società conferitaria.

Garantisce la società conferente la buona titolarità e libera disponibilità dei beni conferiti nonché la loro libertà da pesi ed oneri.

La società conferitaria, nell'accettare il conferimento nei termini sopra indicati, dichiara di voler subentrare nella stessa posizione giuridica della società conferente in relazione a tutti i beni e rapporti oggetto del conferimento.

La società conferitaria verrà immessa nel possesso di quanto conferitole dal 1° agosto 2002 e da tale data pertanto decorreranno a suo favore e carico utili ed oneri.





Art. 3

Il conferimento del ramo di azienda oggetto del presente atto costituisce la modalità di liberazione da parte dell'ETI" dell'aumento di capitale da esso sottoscritto, di guisa che quanto conferito non risulta inferiore al valore nominale delle azioni sottoscritte aumentato del relativo sovrapprezzo.

Ai sensi dell'art. 2343 c.c. le azioni che verranno emesse a fronte del conferimento saranno inalienabili e dovranno rimanere depositate presso la sede sociale della società conferitaria fino a quando la valutazione relativa al conferimento in natura non sia stata controllata ai sensi dell'articolo suddetto.

Art. 4

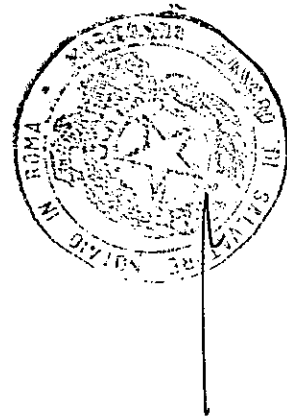
Le spese relative al presente conferimento sono a carico della società conferitaria.

L'assemblea, preso atto dell'avvenuto conferimento, con il voto favorevole dell'unico socio,

delibera:

- di modificare, conseguentemente, l'art. 5 dello statuto sociale;
- di approvare il nuovo testo dello Statuto sociale, contenente la modifica come sopra approvata, che, composto di n. 25 (venticinque) articoli, al presente atto si allega, firmato dai comparenti e da me Notaio, sotto la lettera "C".

L'assemblea delega infine il Presidente ad apportare al presente atto ed all'allegato Statuto tutte quelle modifiche, soppressioni ed aggiunte necessarie per l'iscrizione nel Registro delle Imprese.



Null'altro essendovi da deliberare e nessuno avendo chiesto la parola, il Presidente dichiara chiusa la presente assemblea essendo le ore 12,45.

I comparenti mi esonerano dalla lettura degli allegati, dichiarando di ben conoscerli.

Del presente atto ho dato lettura ai comparenti i quali, da me richiesti, lo hanno dichiarato conforme alla loro volontà e con me Notaio lo sottoscrivono.

Scritto in parte a macchina da persona di mia fiducia ed in parte a mano da me Notaio su tre fogli per pagine otto e fin qui della nona.

F.ti: Renato SCOGNAMIGLIO

Antonio ABBATE

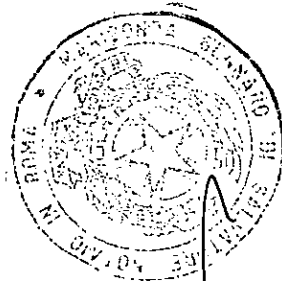
Gennaro MARICONDA, Notaio

=====

=====

Allegato "A" rep. n. 41901/11126  
Foglio Presenze  
della

"Atisale Società per Azioni" con  
sede in Roma, del verbale di as-  
semblea straordinaria in data  
31 luglio 2002



Renzo Scognamiglio Presidente

~~Giuseppe Troia Consigliere~~  
~~Vincenzo Ferraro Presidente Collegio~~  
SINDACALE

~~Luigi Sindaco Effettivo~~  
~~Antonio Sindaco Effettivo~~  
~~Antonio RAPPRESENTANTE DEL SOCO~~

9010 BTI SPA  
Giuseppe



Allegato a Bu. uf. n. 41901 / 11126

Repertorio n. 41892



VERBALE DI ASSEVERAZIONE DI ATTESTAZIONE PERITALE

REPUBBLICA ITALIANA

L'anno duemiladue, il giorno ventinove

del mese di luglio

In Roma, Viale Bruno Buozzi n. 82

li, 29 luglio 2002



Avanti a me Prof. Dott. GENNARO MARICONDA, Notaio in Roma,  
iscritto nel Ruolo dei Distretti Notarili Riuniti di Roma,  
Velletri e Civitavecchia,

è personalmente comparso il signor:

- Prof. Marco LACCHINI nato a Lecce il 5 luglio 1965 e resi-  
dente in Roma, Via Monte delle Gioie n. 1/D,

codice fiscale LCC MRC 65L05 E506Y,

della cui identità personale io Notaio sono certo, il quale  
con il mio consenso rinuncia all'assistenza dei testimoni e  
mi chiede di asseverare con giuramento l'allegata attestazio-  
ne peritale.

Aderendo alla richiesta fattami io Notaio ammonisco ai  
sensi di legge il comparso il quale presta il giuramento di  
rito, ripetendo la formula:

"Giuro di aver bene e fedelmente adempiuto all'incarico affi-  
datomi al solo scopo di far conoscere al Giudice la verità".

Del che il presente verbale del quale ho dato lettura al  
comparso il quale, da me richiesto, lo ha dichiarato con-

forme alla sua volontà e con me Notaio lo sottoscrive.

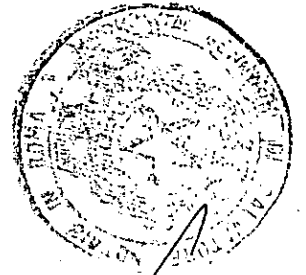


Scritto da persona di mia fiducia su un foglio per pagine  
una e fin qui della seconda a macchina ed in piccola parte a  
mano.

*Marco Laubini*

*Summo Gerardo*





**TRIBUNALE DI ROMA**  
**VOLONTARIA GIURISDIZIONE**

---

**RELAZIONE PERITALE DI STIMA**

**DEL VALORE ECONOMICO DEL CAPITALE DEL**

**RAMO D'AZIENDA SALE DI E.T.I. S.P.A.**

**AI FINI DEL CONFERIMENTO EX ART. 2343 C.C.**

**ALLA DATA DI RIFERIMENTO DEL 31.05.2002**

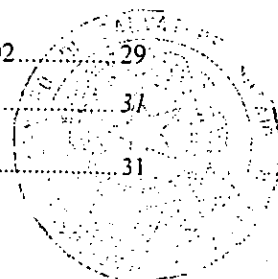
---



**Prof. Marco Lacchini**

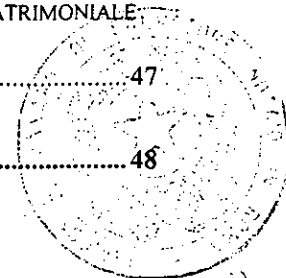
INDICE

1	OGGETTO DELL'INCARICO E DOCUMENTAZIONE ESAMINATA.....	3
2	BREVE DESCRIZIONE DELLA SOCIETA' E DELL'ATTIVITA' SVOLTA.....	5
2.1	IL MERCATO DEL SALE.....	5
2.1.1	<i>La salina di Margherita di Savoia:</i> .....	7
2.1.2	<i>La salina di S. Antioco:</i> .....	10
2.1.3	<i>La salina di Volterra:</i> .....	11
2.2	LA DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE E LE FINALITÀ STRATEGICHE .....	13
3	LE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE DELLE AZIENDE: BREVI NOTE.....	15
3.1	LA NOZIONE DI CAPITALE ECONOMICO.....	15
3.2	I METODI DI VALUTAZIONE DELLE AZIENDE .....	17
3.2.1	<i>I metodi diretti</i> .....	17
3.2.2	<i>I metodi indiretti</i> .....	19
3.2.2.1	<i>I metodi fondati su grandezze flusso:</i> .....	19
3.2.2.2	<i>I metodi fondati su grandezze stock:</i> .....	23
3.2.2.3	<i>I metodi fondati su grandezze flusso-stock:</i> .....	25
4	LA SCELTA DELLA METODOLOGIA VALUTATIVA .....	27
5	LA STIMA DEL VALORE ECONOMICO DELLA BUSINESS UNIT SALE DI ETI S.P.A. CON IL METODO MISTO PATRIMONIALE CON CORREZIONE REDDITUALE.....	29
5.1	LA STIMA DEL PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO DELLA SOCIETÀ AL 31.05.2002.....	29
5.1.1	<i>Immobilizzazioni:</i> .....	31
5.1.1.1	<i>Immobilizzazioni materiali:</i> .....	31





5.1.1.2	Immobilizzazioni finanziarie .....	32
5.1.2	Attivo circolante .....	33
5.1.2.1	Rimanenze .....	33
5.1.2.2	Crediti .....	34
5.1.2.3	Disponibilità liquide .....	35
5.1.3	Ratei e risconti attivi .....	35
5.1.4	Fondi per rischi e oneri .....	35
5.1.5	Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato .....	35
5.1.6	Debiti .....	36
5.1.6.1	Debiti verso banche .....	36
5.1.6.2	Acconti .....	36
5.1.6.3	Debiti verso fornitori .....	36
5.1.6.4	Debiti verso controllate .....	36
5.1.6.5	Debiti tributari .....	36
5.1.6.6	Debiti v/istituti di previdenza e sicurezza sociale .....	37
5.1.6.7	Altri debiti .....	37
5.1.7	Ratei e risconti passivi .....	38
5.1.8	Conti d'ordine .....	38
5.1.9	La rappresentazione del patrimonio netto rettificato della Società al 31.05.2002 ....	38
5.1.10	La stima dei redditi attesi .....	41
5.1.11	La stima del tasso di attualizzazione/congrua remunerazione .....	43
5.1.12	La stima del patrimonio netto rettificato .....	45
5.1.13	La stima della durata della correzione reddituale .....	46
5.1.14	Il valore della correzione reddituale al 31.05.2002 .....	47
5.2	LA STIMA DEL VALORE ECONOMICO AL 31.05.2002 CON IL METODO MISTO PATRIMONIALE CON CORREZIONE REDDITUALE .....	47
6	CONCLUSIONI .....	48



*Handwritten signature*



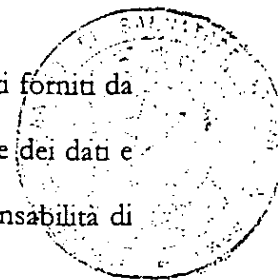
## 1 OGGETTO DELL'INCARICO E DOCUMENTAZIONE ESAMINATA

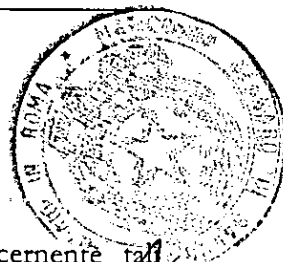
In data 27/09/01, l'Ente Tabacchi Italiani s.p.a. (di seguito ETI spa o anche ETI) con sede in Roma, Piazza Giovanni da Verrazzano n°7, iscritto nel registro delle imprese di Roma al n° 25671/99, codice fiscale partita IVA: 05661961002, in attuazione del proprio piano di riassetto, al fine di procedere alla razionalizzazione organizzativa delle attività relative all'estrazione, lavorazione e distribuzione del Sale, ha presentato istanza al Tribunale di Roma per la nomina di un esperto valutatore per la propria unità organizzativa (di seguito Business Unit SALE o anche Ramo d'azienda), che opera nel settore della raccolta e della lavorazione del Sale; da conferire per via di un aumento di capitale sociale nella ATISALE SPA con sede in Roma, Via Cristoforo Colombo n°112, di cui ETI spa detiene l'intero capitale sociale.

Successivamente, in data 9/10/2001, il presidente del Tribunale di Roma, ai sensi dell'art.2343 c.c., ha conferito incarico allo scrivente, Prof. Marco Lacchini, straordinario di ragioneria presso l'Università degli Studi di Cassino, di stimare il valore del capitale economico del Ramo d'azienda, così come intende essere conferito, con impianti specifici, attrezzature, personale e concessioni amministrative strettamente strumentali all'esercizio delle attività estrattive.

Il "valore economico" del ramo d'azienda è stato calcolato, con riferimento alla data del 31.05.2002, sulla base dei dati, delle informazioni e delle metodologie esposte nella presente relazione e con le precisazioni e le avvertenze riepilogate di seguito.

La presente relazione è fondata sui documenti, sulle informazioni e sui dati forniti da ETI spa. Si precisa che esula dal presente incarico qualsiasi forma di revisione dei dati e valori contabili posti a fondamento della stima. Resta ferma, quindi, la responsabilità di





ETI ( Ente Tabacchi Italiani) per qualsiasi errore od omissione concernente tali documenti, informazioni e dati e per qualsiasi errore od omissione che dovesse emergere in sede di valutazione a seguito del loro impiego.

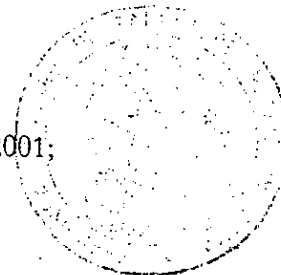
È ancora da rilevare che la stima del "valore economico" della Business Unit Sale è stata effettuata *stand alone*, prescindendo cioè dalle sinergie e dalle economie/diseconomie - anche di carattere fiscale - che potrebbero derivare dall'inserimento nell'economia di un altro soggetto.

Si precisa, inoltre, che il "valore economico" della Business Unit SALE, quale risulta dalla stima effettuata, costituisce un "valore teorico di riferimento" e, per concorde opinione della dottrina e della prassi valutativa, non rappresenta necessariamente il valore al quale potrebbe esserne effettuato il conferimento in ATISALE spa.

o\_o\_o

Al fine di adempiere all'incarico in questione è stata esaminata la seguente documentazione:

- a) relazione di valutazione dei cespiti del ramo conferendo effettuata dalla ALOS progetti s.r.l.;
- b) Situazione Contabile ramo sale al 31.05.2002;
- c) "Business Profile" release del novembre 2001;
- d) Conto Economico normalizzato ramo sale 2002;
- e) Valorizzazione del magazzino da inventario di Reconta E&Y al 24.07.2002;
- f) Parere del Prof. Giuseppe Guarino del 14.09.2001 in ordine alle concessioni amministrative relative alle miniere saline e marine;
- g) Contratti in corso di esecuzione;
- h) Situazioni contabili del ramo al 31.12.1999, 31.12.2000 e 31.12.2001;



## 2 BREVE DESCRIZIONE DELLA SOCIETA' E DELL'ATTIVITA' SVOLTA

### 2.1 IL MERCATO DEL SALE

La descrizione delle attività di ATISALE spa e della Business Unit Sale di ETI spa, non possono prescindere dall'analisi del contesto e delle dinamiche che interessano il mercato del sale a livello mondiale, europeo ed italiano.

Infatti, benché sia un prodotto di basso valore, il sale, rappresenta una importante commodity, prodotta in molti paesi, tra i quali non è possibile comunque riscontrare una notevole attività di import-export a causa dell'incidenza dei costi di trasporto sul costo unitario del prodotto stesso.

Il Salt Institute ha stimato nel 1999 una produzione complessiva a livello mondiale di 200 milioni di tonnellate con un incremento medio nel corso degli anni '90 del 2% annuo.

La capacità produttiva dei Paesi Europei è pari al 21% di quella mondiale per complessive 43 milioni di tonnellate di prodotto.

I paesi che hanno maggiore capacità produttiva sono la Germania con il 7% della produzione mondiale, la Francia con il 4%, l'Olanda e il Regno Unito entrambe con il 3% e l'Italia e la Spagna ciascuna con il 2%.

Le tipologie di sale prodotto in Europa sono Sale minerario, che rappresenta il 26% della produzione totale, Sale di Evaporazione che ne rappresenta il 25%, Sale marino per il 9% e Salamoia che ammonta al 40% della produzione europea.



*Handwritten signature and initials.*



Dallo studio condotto nel 1998 dalla Associazione Europea dei Produttori di Sale (ESPA) sull'utilizzo del prodotto e sui suoi principali impieghi, emerge che l'industria chimica assorbe circa il 40% delle produzioni, rendendo quindi il settore della produzione del sale fortemente dipendente dal suo impiego di sale cristallizzato, mentre il 26% della quantità prodotta è utilizzata per il disgelo delle strade.

L'uso alimentare assorbe solo il 9% delle produzioni, mentre gli altri utilizzi, come quello per l'industria tessile, per le concerie e per la depurazione delle acque, assorbono il restante 20% della produzione.

Ancora l'ESPA rileva che nel triennio 1996-1998 in Europa i consumi di sale cristallizzato sono stati interessati da una flessione dei consumi in media del 6% annuo e un consumo concentrato per l'87% nei paesi membri dell'ESPA (paesi UE eccetto Finlandia, Irlanda, Lussemburgo e Svezia).

Le società che operano nel settore salino sono Gruppi o Multinazionali che operano nel settore con strutture organizzative tipo Business Unit, oppure operatori nazionali specializzati o ancora piccole aziende a dimensione regionale ma, nello scenario Italiano del settore è opportuno distinguere tra il settore della estrazione e lavorazione e quello della distribuzione.

In Italia infatti operano i concessionari di siti saliferi che estraggono e/o producono sale marino, minerario e di ebollizione.

La produzione di sale è stata effettuata in regime di monopolio fino al 1973 con la sola esclusione della Regione Sicilia.

Nel 1994 è cessato anche il regime di monopolio per la distribuzione e si è registrato l'ingresso nel settore di numerosi operatori privati in veste di trasformatori e distributori di sale, alcuni dei quali a capitale straniero.



*llc*

*9*

La dinamica che ha interessato il mercato del sale in Italia dal 1998 al 2000 ha fatto registrare un decremento medio delle vendite pari al 2%, un incremento dei prezzi unitari per chilogrammo del 2,4% ed una sostanziale stabilità dei ricavi.

La produzione destinata all'uso alimentare è per l'80,2% sale normale, per il 19,6% sale speciale e 0,2% sale iposodico.

All'interno del mercato italiano ATISALE spa detiene una quota di mercato pari al 20% in termini di valore e del 23% in termini di quantità vendute, con una capacità produttiva di 800.000 tonnellate di prodotto all'anno ed un fatturato nel 1999 di 60 miliardi, prodotto per il 56% dalla vendita di sale industriale e per il 44% dalla vendita di sale per uso alimentare.

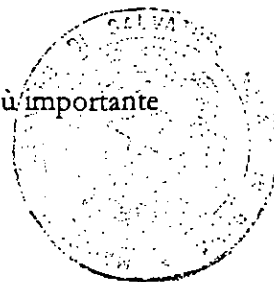
I competitor di ATISALE spa, che commercializza il sale prodotto dalla Business Unit SALE di ETI spa, sono ITALKALII, SOSALT ENICHEM SOLVAY ITALIA e C.I.S.

La dinamica delle quote di mercato vede sostanzialmente la stabilità di quella di ATISALE e degli altri competitor, con la sola riduzione evidente di quella di ITALKALI e il corrispondente incremento di quella di C.I.S.

### **2.1.1 La salina di Margherita di Savoia:**

La salina di Margherita di Savoia, si estende per un' area lunga 20km e larga 5Km, nei comuni di Margherita di Savoia, Zappante, Trinciapoli e Cerignola.

La sua produzione media di 5.500.000 quintali di sale annui la rende la più importante salina marittima d'Europa.



*lll*  
*[Signature]*



Esistono motivi validi che lasciano supporre la sua esistenza fin dal 200 a.c. e nel tempo, il progresso tecnologico ha cercato di incrementarne la produttività, estendendo l'area dei bacini salanti e incrementando la produttività facilitando l'evaporazione.

Il processo di cristallizzazione del cloruro di sodio per evaporazione è pressoché rimasto identico nel tempo, con la sola applicazione di tecniche e di tecnologie idrauliche che ne hanno reso migliore la produttività e più agevole ed economico il suo sfruttamento

Il sale marino, viene prodotto da sempre facendo entrare in stagni costieri l'acqua del mare ed attendendo che si abbia evaporazione e la deposizione del sale.

L'acqua marina viene fatta entrare nella salina con l'apertura di sbarramenti manovrati e con l'ausilio di stazioni di idrovore.

L'acqua marina confluisce direttamente nel bacino di primo stadio e inizia l'evaporazione per effetto del riscaldamento solare e l'asportazione del vapore operata dal vento.

Al termine di questo circuito l'acqua raggiunge una concentrazione salina di 100 g/litro .

L'acqua successivamente viene fatta passare nei bacini evaporanti di secondo stadio in cui procede l'aumento della concentrazione salina.

I bacini di secondo stadio sono impermeabili e l'acqua filtra in essi mediante gravità , inoltre in questa fase si realizza un fenomeno di auto-depurazione, infatti la salamoia deposita gesso e carbonato di calcio.



La concentrazione nel bacini di secondo stadio arriva a 250 g/litro un valore molto prossimo alla saturazione.

Successivamente la salamoia, pressoché satura, viene immessa nei bacini cristallizzatori, mediante un sistema di canali per l'ingresso e lo scarico della salamoia.

In questi bacini, avviene la pressoché totale evaporazione e deposizione dei cristalli di sale.

Il sale viene raccolto meccanicamente, mediante escavatori o mediante macchine che lo fanno confluire direttamente nell'area di stoccaggio.

La raccolta può essere annuale o pluriennale a seconda delle richieste del mercato.

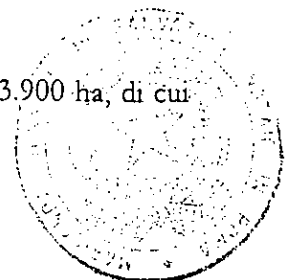
Il processo produttivo quindi si divide in due diversi percorsi, quello dei sali umidi e quello dei sali essiccati.

I sali umidi, vengono passati dal bacino di raccolta a in due differenti fasi di lavaggio e successivo insaccamento in sacchi da 25kg o da 1,5 t , oppure triturati e venduti alla rinfusa.

I sali essiccati , provengono dal bacino di raccolta e dopo essere passati nell'essiccatoio, vengono macinati e vagliati per essere differenziati in sale fino, sale medio e sale grosso.

Successivamente vengono additivati e stoccati nei silos e poi impacchettati nelle linee di impacchettamento in astucci da 1 kg ed insaccati nelle linee di insaccamento in sacchi da 25 kg e 1 tonnellata.

La salina di Margherita di Savoia ha una superficie totale di bacini di 3.900 ha, di cui 530 ha sono bacini salanti.





La capacità produttiva è di circa 600.000 tonnellate annue.

Gli impianti di trattamento del sale greggio, hanno una capacità di carico di 1400 tonnellate per turno .

La fase di lavaggio e centrifugazione del sale marino è di 500 t/turno, e la capacità di carico è invece di 250 t/turno.

Gli impianti che sono utilizzati nella fase di essiccamento e vagliatura sono rispettivamente di 110 t/turno per il sale grosso, di 55 t/turno per il sale medio e di 35 t/turno per il sale fino.

La fase del confezionamento del sale, avviene mediante l'ausilio di un impianto di impacchettamento.

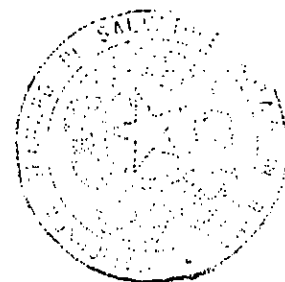
Le linee che consentono l'impacchettamento in astucci da 1 kg. Ha una capacità di 75 t/turno.

L'insaccamento in sacchi da 25 kg, avviene con una capacità di 125 t/turno sia per il sale greggio che per quello lavato e per i sali essiccati.

La capacità della linea di insaccamento nei sacconi di 1,5 tonnellate è di 35 t/turno.

### **2.1.2 La salina di S. Antioco**

La salina di Sant'Antioco è situata nell'istmo di 5 km che lega l'Isola di Sant'Antioco alla Sardegna, essa, sin dai tempi delle invasioni puniche e fenicie, ha rappresentato una importante risorsa economica.





Attualmente la salina progettata e realizzata negli anni '70 ha una capacità produttiva di 200.000 tonnellate l'anno. La zona produttiva è di 1461 ha. di cui 1269 ha. sono superfici evaporanti mentre l'area salante è di 192 ha.

Il processo produttivo del è del tutto analogo a quello di Margherita di Savoia

La produzione avviene secondo fasi di presa a mare dell'acqua salata ed il suo passaggio negli stagni di prima evaporazione e successivamente in quelli di seconda (Mulargia) per poi passare nella zona di evaporazione di S. Caterina e successivamente nei bacini Salanti di Palmas e Santa Caterina.

Alla fine del ciclo produttivo il sale viene stoccato alla rinfusa.

Il sale viene raccolto con normali scavatori e trasportato nell'area di stoccaggio dove viene ammassato alla rinfusa.

Successivamente viene trasportato al porto mediante alcuni autocarri che alimentano i nastri trasportatori che lo caricano nelle stive delle navi e venduto come sale greggio.

### **2.1.3 La salina di Volterra**

Il sale viene estratto e lavorato in Val di Cecina, da tempi lontanissimi, ma è nel medioevo che esso acquista un'importanza fondamentale nel commercio e anche nella storia della finanza pubblica.

Le saline di Volterra, nel tempo, sono state al centro di diverse vicende storiche, connesse alla storia del luogo e del Comune di Volterra, fino all'annessione del Granducato di Toscana nel Regno d'Italia e successivamente le Regie Saline di Volterra





divennero di proprietà dell'Amministrazione dei Monopoli di Stato, e successivamente dell'ETI spa.

Ancora oggi la salina di Volterra insiste sulla stessa area ed è sfruttata mediante un processo produttivo a termocompressione.

Le fasi principali del processo produttivo prevedono l'eduazione delle acque che dissolvono il salgemma presente nel sottosuolo toscano, quindi lo stoccaggio della salamoia greggia, che viene preriscaldata, depurata e filtrata.

La salamoia depurata viene successivamente stoccata per essere poi inviata in apparecchi evaporatori in cui evapora ed il sale prodotto si deposita sul fondo degli apparecchi. Il vapore prodotto viene utilizzato per alimentare il processo di ebollizione.

Il sale prodotto viene successivamente centrifugato ed inviato negli essiccatoi per essere successivamente additivato e confezionato.

I prodotti della salina di Volterra sono:

Sali alimentari: che vanno suddivisi in tre prodotti: "Sale fino", "Sale Candor" e "Super Candor", essi si differenziano nelle diverse percentuali di additivi che si usano per renderli non igroscopici.

I Sali industriali sono suddivisi in:

sacchi da 25 kg

sacchi da 1/1,5 t

Sale Greggio venduto sfuso

Pastiglie di sale per addolcitori in sacchi da 25 kg



La capacità produttiva della salina di Volterra viene misurata in termini di superficie del Cantiere Minerario di Santa Chiara di 20 ha , dove si registra una disponibilità di sale di 2.100.000 t di cui 1.200.000 t sono attualmente sfruttabili . La potenzialità estrattiva è di 50 metri cubi/h.

Lo stabilimento occupa una superficie totale di 7,2 ha, la superficie coperta è di 1,5 ha.

La potenzialità degli impianti è di 360 t/giorno, ma attualmente è sfruttata per i suoi due terzi.

Analogamente la potenzialità dell'impianto del sale ricristallizzato ed essiccato è di 330 t/giorno attualmente sfruttata per due terzi.

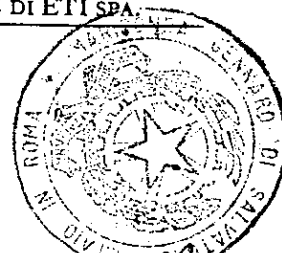
Il confezionamento del sale avviene in diversi formati, la linea di confezionamento in astucci da 1kg ha capacità produttiva per 60 t/turno, quella per i sacchi di sale da 25 kg di 125 t/turno, mentre quella di sacchi di pastiglie da 25 kg è di 10 t/turno e quella dei sacchi da 1,5 t è di 60 t/turno.

## 2.2 LA DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE E LE FINALITÀ STRATEGICHE

Il conferimento del ramo d'azienda Sale da parte di ETI spa nella società controllata ATISALE spa, ai sensi e secondo le modalità previste dall'art. 2343 c.c., è effettuato per realizzare il piano di riassetto deliberato da ETI spa.

La finalità che ETI si propone è quella di attribuire alla controllata ATISALE spa il ruolo di unico soggetto a cui compete l'estrazione, trasformazione e





commercializzazione del sale, al fine di procedere successivamente alla dismissione della partecipazione.

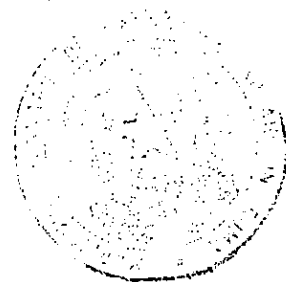
Il conferimento del ramo d'azienda per via di un aumento di capitale sociale consentirà alla ATISALE spa di acquisire la capacità produttiva della "Business Unit Sale" che è costituita da immobilizzazioni materiali complessivamente costituite dai fabbricati, gli impianti, i macchinari e le attrezzature dei complessi produttivi di Margherita di Savoia, S. Antioco e Volterra.

Nel contempo, verranno trasferite le concessioni demaniali relative alle saline afferenti la B.U. Sale, i crediti commerciali, le giacenze di sale greggio o lavorato, il personale dipendente nonché le passività della stessa costituite dal Fondo TFR dei dipendenti e i debiti verso i fornitori e le altre passività.

La Business Unit SALE di ETI spa oggetto della presente perizia opera nel settore di estrazione e trasformazione del sale producendo il Sale che ad oggi viene commercializzato da ATISALE spa.

Gli insediamenti produttivi che costituiscono il ramo d'azienda sono localizzati a Margherita di Savoia, Volterra e S. Antioco.

Nella Business Unit SALE sono comprese anche le concessioni demaniali relative alle saline, le giacenze di sale, greggio e lavorato, i dipendenti, i debiti e i crediti commerciali, il Trattamento di fine rapporto dei dipendenti.



### 3 LE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE DELLE AZIENDE: BREVI NOTE

#### 3.1 LA NOZIONE DI CAPITALE ECONOMICO

Il capitale di impresa costituisce un'entità astratta che si presta ad essere valutata e quantificata diversamente in relazione alle finalità che, mediante il processo valutativo, si intendono conseguire.

Tra le molteplici configurazioni di capitale si ricordano, in un'analisi non certamente esaustiva, il "capitale di gestione" o di "funzionamento", correlato all'individuazione periodica del reddito d'esercizio, il "capitale di stralcio" volto alla stima del presumibile valore di liquidazione dell'azienda, il "capitale economico" volto alla individuazione del valore di trasferimento di un complesso aziendale.

Il capitale economico, secondo la migliore dottrina, esige, ai fini della sua fattuale determinazione, il concorso di due requisiti:

- un requisito oggettivo, ovvero che il valore del capitale di impresa sia stimato ai fini del trasferimento della stessa;
- un requisito soggettivo e cioè che la stima sia effettuata da un esperto indipendente.

La stima del capitale economico, entità astratta e non fondata esclusivamente su dati obiettivi e quantità-misura automaticamente determinabili, impone il ricorso a stime, ipotesi, congetture; naturalmente, questi elementi di soggettività debbono essere analizzati e interpretati alla luce di fondati requisiti.



*llcc*



Di norma, si conviene sull'affermazione che almeno tre sono i requisiti che un'attendibile metodologia di valutazione del capitale economico d'impresa deve tentare di soddisfare; in sintesi essi sono:

- a) *razionalità*: il metodo deve essere valido concettualmente e dotato di consistenza teorica;
- b) *obiettività*: il metodo deve essere concretamente applicabile ovvero fondato su dati certi o almeno notevolmente credibili;
- c) *neutralità* o *generalità*: il metodo deve prescindere dalle caratteristiche e dagli interessi delle parti coinvolte nella negoziazione.

Il valore cui deve addivenire il processo di stima del capitale economico dell'impresa è, pertanto, un valore generale o comune, contrapposto al valore particolare o individualizzato, che riflette la posizione soggettiva del singolo contraente o "stakeholder".

Questo argomento evoca un punto importante e cioè la profonda e sostanziale differenza che, almeno da un punto di vista concettuale, sussiste tra valore del capitale economico e prezzo effettivamente negoziato. La differenza, a ben vedere, riposa, in larga parte, proprio sulla considerazione del principio di "neutralità" che assurge, così, ad elemento, per molti versi, centrale nel processo di stima del capitale economico d'impresa. Infatti, mentre il perito indipendente, in ossequio al principio in parola, non deve tener conto degli interessi e delle posizioni dei soggetti coinvolti nella negoziazione, tali interessi/posizioni sono logicamente alla base dei calcoli di convenienza e della scelta dell'acquirente e del venditore. Si tratta di quegli elementi che sono stati denominati "condizioni soggettive di negoziazione" e a cui è sostanzialmente imputabile il divario tra "prezzo" e valore del "capitale economico". Tra tali condizioni possono annoverarsi:

- a) le asimmetrie informative tra cedente e cessionario;



- b) l'effettiva divergenza di posizioni tra le parti: ad esempio, il cessionario può essere disponibile ad acquistare l'azienda o il ramo d'azienda a un prezzo anche notevolmente superiore al valore del capitale economico poiché ciò gli consente di immettersi in un nuovo mercato/settore, ovvero fruisce di sinergie/economie di scala inserendo l'azienda nella sua complessiva economia, cosa che non è possibile al venditore;
- c) la forza contrattuale e l'abilità negoziale delle parti.

Affermare che la stima del capitale economico non deve tener conto delle "condizioni soggettive di negoziazione" non significa, ovviamente, dire che la stima del capitale economico sia oggettiva "*in re ipsa*"; all'opposto, essendo il capitale economico una quantità astratta, il suo processo di valutazione si fonda su ipotesi/congetture che potranno condurre a stime differenti, naturalmente entro margini di ragionevole accettabilità, anche in riferimento alla medesima impresa.

### 3.2 I METODI DI VALUTAZIONE DELLE AZIENDE

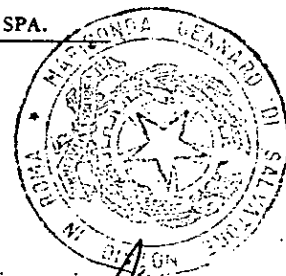
I metodi di valutazione delle aziende vengono solitamente distinti in *diretti* e *indiretti*.

#### 3.2.1 I metodi diretti

I metodi diretti stimano il valore economico di un complesso aziendale sulla base del valore di mercato (eventualmente messo in relazione con grandezze economiche, patrimoniali o finanziarie) di complessi aziendali comparabili a quello oggetto di valutazione.

I metodi in esame si distinguono in metodi diretti fondati sull'*equity approach to valuation* e metodi diretti basati sull'*entity approach to valuation* a seconda che la formula di





valutazione sia mirata alla stima, in via diretta e immediata, del capitale proprio investito dagli azionisti (*equity*) o del capitale investito nell'attività aziendale (*firm value*). In quest'ultimo caso, la stima del capitale economico si ottiene sottraendo al *firm value* il valore di mercato dei debiti finanziari.

La formula di valutazione del capitale economico di un complesso aziendale basata su metodi diretti di tipo *equity* è la seguente:

$$W = Molt_s \times k_i = \left( \frac{P}{k} \right)_s \times k_i$$

dove:

$W$  è il valore economico del complesso aziendale oggetto di stima;

$Molt_s$ , ovvero  $\left( \frac{P}{k} \right)_s$  è il moltiplicatore del campione di imprese comparabili al complesso aziendale oggetto di stima;

$k_i$  è il valore della grandezza ritenuta espressiva del valore del complesso aziendale, da individuare in coerenza con il denominatore di  $Molt_s$ ;

La formula di valutazione del capitale economico di un complesso aziendale basata sui metodi diretti di tipo *entity* è la seguente:

$$W = Molt_s \times k_i - D_i = \left( \frac{P+D}{k} \right)_s \times k_i - D_i$$

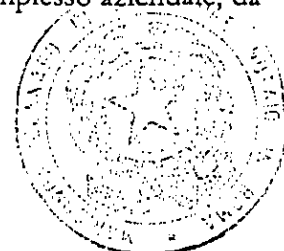
dove:

$W$  è il valore economico del complesso aziendale oggetto di stima;

$Molt_s$ , ovvero  $\left( \frac{P+D}{k} \right)_s$  è il moltiplicatore del campione di imprese comparabili al complesso aziendale oggetto di stima;

$D_i$  è il valore di mercato dei debiti finanziari del complesso aziendale oggetto di stima;

$k_i$  è il valore della grandezza ritenuta espressiva del valore del complesso aziendale, da individuare in coerenza con il denominatore di  $Molt_s$ .





### 3.2.2 I metodi indiretti

I metodi indiretti di valutazione del capitale economico possono essere classificati in criteri fondati su grandezze flusso, metodi fondati su grandezze *stock* e metodologie basate su grandezze flusso-*stock*.

#### 3.2.2.1 I metodi fondati su grandezze flusso

I metodi indiretti fondati su *grandezze flusso* si distinguono, a loro volta, in:

- *metodi finanziari;*
- *metodi reddituali;*
- *metodi basati sui flussi di dividendo distribuibili.*

Per quanto attiene ai *metodi finanziari* si osserva che tra le differenti formulazioni di tali metodologie proposte dalla dottrina e dalla prassi valutativa, una delle più note e diffuse è quella detta dei "flussi monetari complessivi disponibili".

L'espressione matematica di tale metodologia è la seguente:

$$W = a + f_1 v^1 + f_2 v^2 + \dots + f_n v^n + \frac{f}{i} v^n$$

dove:

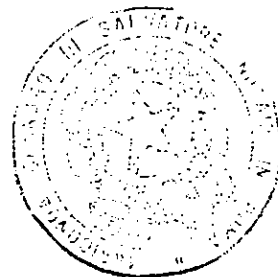
$W$  è il valore del capitale economico;

$a$  è il valore della cassa iniziale;

$f_1, f_2, \dots, f_n$  sono i flussi monetari disponibili prodotti dall'azienda nei singoli anni considerati;

$f$  è il flusso medio normale atteso;

$v^1, v^2, \dots, v^n$  costituiscono i fattori di attualizzazione in relazione ad un predeterminato tasso di interesse ( $i$ ).



*[Handwritten signature]*



I *metodi reddituali* si fondano sul presupposto che il valore economico di un'impresa è pari al valore attuale dei flussi di reddito attesi nel periodo di vita utile del complesso aziendale.

L'espressione matematica dei metodi reddituali è la seguente:

$$W = R_1 v^1 + R_2 v^2 + \dots + R_{n-1} v^{n-1} + R_n v^n + \frac{R_n}{i} v^n$$

dove:

$W$  è il valore del capitale economico dell'impresa;

$R_1, R_2, \dots, R_{n-1}, R_n$  sono i flussi di reddito che l'impresa è in grado di ottenere;

$R_n$  è il reddito normale atteso;

$v^1, v^2, \dots, v^{n-1}, v^n$  costituiscono i fattori di attualizzazione in relazione ad un predeterminato tasso di interesse ( $i$ ).

Il metodo basato sull'attualizzazione dei *flussi di dividendo distribuibili* si fonda sull'assunto che il valore economico dell'impresa è pari al valore attuale di tutti i futuri dividendi conseguiti da chi investe capitale di rischio nell'azienda; in formula:

$$W = D_1 v^1 + D_2 v^2 + \dots + D_{n-1} v^{n-1} + D_n v^n + \frac{D_n}{i} v^n$$

dove:

$W$  è il valore del capitale economico dell'impresa;

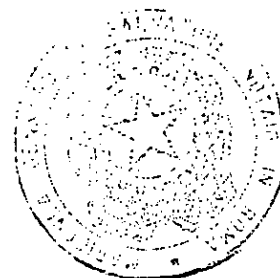
$D_1, D_2, \dots, D_{n-1}, D_n$  sono i flussi di dividendo che l'impresa è in grado di distribuire;

$D_n$  è il dividendo normale atteso;

$v^1, v^2, \dots, v^{n-1}, v^n$  costituiscono i fattori di attualizzazione in relazione ad un predeterminato tasso di interesse ( $i$ );

o\_o\_o

-- L'applicazione dei metodi fondati su grandezze flusso richiede:



*Handwritten signature and initials.*

1. la determinazione dei flussi attesi (finanziari, reddituali e dividendi);
2. l'individuazione del saggio di attualizzazione.

Circa il primo problema, i flussi prospettici devono essere calcolati in riferimento a condizioni normali di gestione. Per la loro determinazione e previsione sono utilizzabili vari metodi. Tra questi vanno ricordati i seguenti:

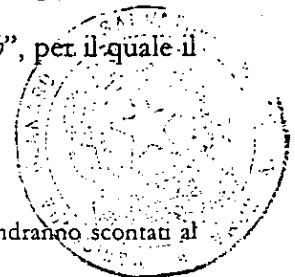
- a) analisi dei dati storici: è un criterio che fonda la previsione dei flussi sui risultati del recente passato;
- b) proiezione dei risultati storici: è un procedimento che fonda la stima dei flussi prospettici sul *trend* dei risultati storici;
- c) metodo dei risultati programmati: è un criterio che fa riferimento ai risultati previsti nel *budget* e nei piani pluriennali redatti con riferimento all'impresa in esame;
- d) metodo dell'innovazione: è un procedimento che stima i flussi prospettici sulla base dei risultati che l'azienda potrebbe "virtualmente" conseguire in condizioni di normale funzionamento.

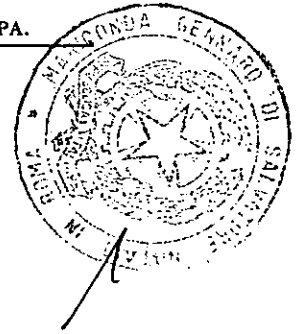
Per quanto attiene alla stima del tasso di attualizzazione si fa presente che, per il principio di coerenza tra flussi e tassi, ove si debbano attualizzare flussi netti (nominali o reali) – come è nel caso delle formule in precedenza proposte – essi andranno scontati al tasso di remunerazione del capitale proprio (nominale o reale)<sup>1</sup>.

Il costo del capitale proprio può essere stimato secondo molteplici approcci. Tra questi, uno dei più diffusi nella prassi valutativa è il c.d. "*build up approach*", per il quale il tasso di attualizzazione è così determinato:

---

<sup>1</sup>Di converso, ove si debbano attualizzare flussi operativi (nominali o reali), essi andranno scontati al costo medio ponderato del capitale (nominale o reale).





$$i = i_1 + i_2 + scr + md$$

dove:

$i$  è il tasso di attualizzazione;

$i_1$  è il *risk free rate* o tasso di rendimento di investimenti sostanzialmente privi di rischio. Tale saggio viene, per norma, calcolato sul fondamento del rendimento medio (storico o prospettico) dei titoli di Stato a medio/lungo termine, in quanto si ritiene che tali titoli costituiscano un'attendibile *proxy* del rendimento di un *asset* privo di rischio;

$i_2$  è il premio per il rischio calcolato con la tecnica del C.A.P.M. (*Capital Asset Pricing Model*). Secondo tale metodica valutativa, il premio per il rischio viene determinato moltiplicando il *beta-factor* (che rappresenta la misura del rischio operativo e finanziario del complesso aziendale) per il premio medio di mercato, dato dalla differenza tra il rendimento medio atteso del mercato azionario e il rendimento degli investimenti privi di rischio; in formula:  $i_2 = \beta (R_m - i_1)$ . Nel caso di complessi aziendali non quotati per i quali non sia disponibile il *beta-factor* di mercato, è possibile utilizzare, quale *proxy*, il *beta* medio di un campione di imprese comparabili con il complesso aziendale oggetto di stima<sup>2</sup>;

*scr* è una maggiorazione del tasso dovuta al fatto che l'investimento in una specifica attività, anziché in un portafoglio titoli, non consente di eliminare il rischio diversificabile (*specific company risk*). Tale maggiorazione del tasso è atta a fronteggiare rischi specifici del complesso aziendale, connessi alla sua struttura



<sup>2</sup> Al fine di migliorare il grado di affidabilità del *beta-factor* desunto dal campione di imprese comparabili a quella oggetto di valutazione, è possibile, per il tramite della formula di Hamada, scorporare dal *beta-factor* di mercato la componente finanziaria così da determinare il c.d. *beta unlevered*, e applicare al *beta unlevered* medio di mercato il rischio finanziario dello specifico complesso aziendale oggetto di valutazione.

*Handwritten signature*

finanziaria, alla tipologia di attività svolta, ai luoghi dove essa è esercitata, alla concentrazione della clientela, e così via;

*md* è la maggiorazione del tasso applicato alle società non quotate in ragione del fatto che le azioni non negoziate scontano rischi di negoziabilità superiori a quelli delle azioni quotate.

### 3.2.2.2 I metodi fondati su grandezze stock

I procedimenti di valutazione di tipo patrimoniale sogliono essere distinti in:

- *metodo patrimoniale puro*;
- *metodo patrimoniale complesso*.

Il *metodo patrimoniale puro*, che trova il suo punto di partenza nel capitale netto di bilancio, considera il valore dell'azienda pari al valore del capitale netto rettificato.

La rettifica dei valori del capitale netto contabile si sviluppa nelle seguenti fasi:

- a) individuazione degli elementi facenti parte dell'azienda;
- b) valutazione analitica degli elementi attivi e passivi;
- c) determinazione del patrimonio netto rettificato.

La formula che sintetizza il procedimento sopra descritto è la seguente:

$$W = K'$$

dove:

*W* è il valore del capitale economico dell'azienda;

*K'* è il valore del patrimonio netto rettificato.

Si precisa che presupposto della valutazione patrimoniale è che l'impresa sia in grado di remunerare nella misura congrua il capitale netto in essa investito espresso a valori correnti. In assenza di tale condizione, si deve apportare una correzione reddituale



*llle*  
*M*



(positiva o negativa) al valore di natura patrimoniale in modo tale da apprezzare nella dovuta misura il *goodwill/badwill* aziendale.

Il *metodo patrimoniale complesso* si caratterizza in quanto eguaglia il valore economico di un'impresa alla somma del patrimonio netto rettificato e dei beni immateriali non contabilizzati; in formula:

$$W = K' + Val. Imm.$$

ovvero:

$$W = K''$$

dove:

$W$  è il valore del capitale economico dell'azienda;

$K'$  è il valore del patrimonio netto rettificato;

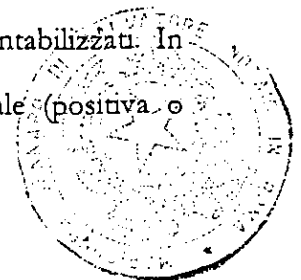
$Val. Imm.$  è il valore dei beni immateriali non contabilizzati;

$K''$  è il patrimonio netto rettificato di secondo livello.

Va qui precisato che, per concorde dottrina, si parlerà di bene immateriale di fronte ad un elemento che presenti le seguenti caratteristiche:

- sia all'origine di costi che abbiano una utilità differita nel tempo;
- sia, almeno idealmente, trasferibile a terzi;
- sia misurabile in termini di valore, risulti cioè portatore di un differenziale competitivo.

Anche in sede di applicazione del metodo patrimoniale complesso occorre valutare se l'impresa è in grado di remunerare nella misura congrua il capitale netto in essa investito, espresso a valori correnti e comprensivo dei beni immateriali non contabilizzati. In assenza di tale condizione, si deve apportare una correzione reddituale (positiva o



*Handwritten signature and initials.*

negativa) al valore di natura patrimoniale in modo tale da apprezzare nella dovuta misura il *goodwill/badwill* aziendale.

### 3.2.2.3 I metodi fondati su grandezze flusso-stock

I metodi misti di valutazione del capitale economico costituiscono una mediazione tra i metodi patrimoniali e quelli reddituali.

Si applicano, di norma, nei casi in cui i risultati ai quali si è pervenuti con l'uso dei metodi patrimoniali si discostano in modo rilevante da quelli ottenuti con i metodi reddituali.

Tra le metodologie miste, è opportuno ricordare, in questa sede, il "*metodo del valor medio*", caratterizzato dall'assegnazione di un egual peso alla componente reddituale e a quella patrimoniale, e il "*metodo della stima autonoma dell'avviamento*".

Il valore dell'azienda sarà, secondo il primo criterio indicato, fornito dalla seguente media aritmetica:

$$W = \frac{1}{2} \times (K' + \frac{R}{i})$$

dove:

$W$  è il valore del capitale economico dell'azienda;

$K'$  è il patrimonio netto rettificato;

$R$  è il reddito medio prospettico;

$i$  è il tasso di attualizzazione.

Il secondo criterio cui si è fatto riferimento – il c.d. "*metodo della stima autonoma dell'avviamento*" – eguaglia il valore economico dell'azienda alla somma del capitale netto rettificato ( $K$ ) e del valore dell'avviamento; in formula:

$$W = K' + \sum_{i=1}^n [R_i - iK'](1+i)^{-i}$$



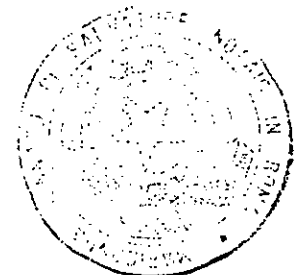
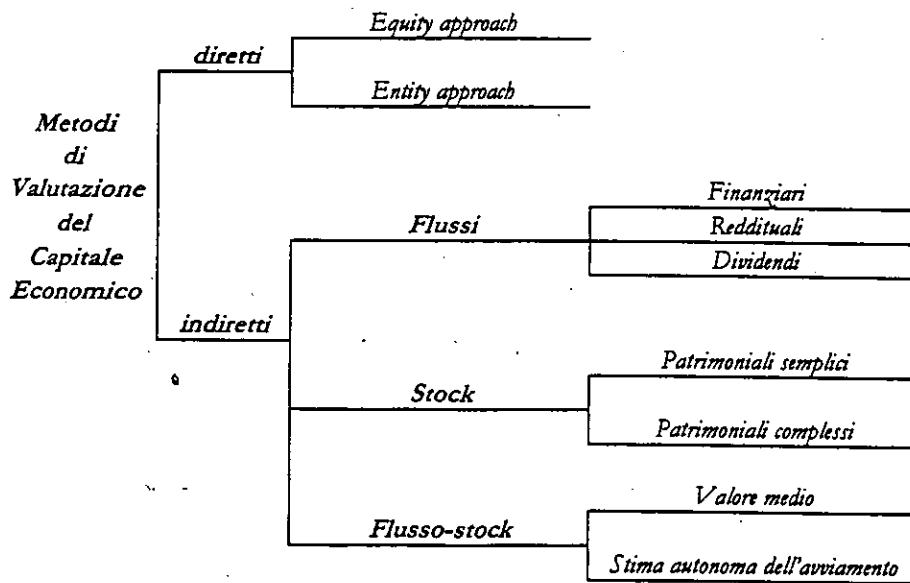


dove:  
 W è il valore economico del complesso aziendale oggetto di stima;  
 K' è il patrimonio netto rettificato del complesso aziendale riespresso a valori correnti;

$$\sum_{t=1}^n [R_t - iK'](1+i)^{-t} \text{ è il valore economico del sovra/sottoreddito.}$$

o.o.o

La seguente tabella riporta le metodologie di valutazione del capitale economico:



*Handwritten signature and initials.*



#### 4 LA SCELTA DELLA METODOLOGIA VALUTATIVA

Non esiste una metodologia di stima del capitale economico in grado di soddisfare pienamente e in ogni circostanza i requisiti di razionalità, obiettività ed equità in precedenza richiamati.

Al fine di individuare la metodologia da applicare ai fini della valutazione di una specifica azienda è, pertanto, necessario effettuare una disamina contingente dei *fini* cui la valutazione è rivolta, delle *informazioni* disponibili o acquisibili e della *situazione* dell'azienda oggetto di stima.

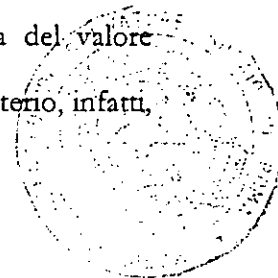
Nel caso in esame – stima del valore economico– si precisa quanto segue.

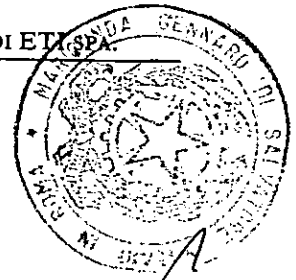
Il *fine* della valutazione è la stima del capitale economico da parte di un esperto indipendente.

Le *informazioni disponibili o acquisibili* sono quelle descritte nel capitolo 1; per la precisione, è il caso di rammentare che si dispone della situazione contabile infrannuale al 31.05.2002, delle situazioni patrimoniali al 31.12.1999, 31.12.2000, 31.12.2001, il Conto Economico normalizzato al 2002, nonché di altre informazioni utili ad esprimere un giudizio in merito alla situazione patrimoniale attuale e alle prospettive economiche di breve/medio termine della Società.

Con riferimento *alle caratteristiche* dell'azienda da valutare, si osserva che la Società opera in una logica di Gruppo e pertanto i risultati economici attesi risentono anche del fatto che la business unit SALE rientra in un più ampio contesto finalizzato a perseguire logiche di economicità superaziendale.

Tanto premesso, si è ritenuto opportuno adottare, ai fini della stima del valore economico, il metodo misto patrimoniale con correzione reddituale. Tale criterio, infatti,



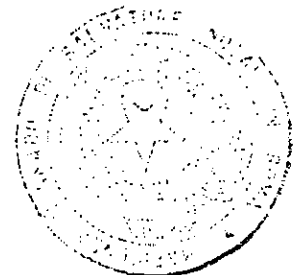


se, da un lato, consente l'apprezzamento della "sostanza patrimoniale" dell'azienda da valutare, dall'altro lato, permette di tenere conto, per un periodo di tempo ritenuto adeguato, del valore economico dell'avviamento/disavviamento dell'attività imprenditoriale (*goodwill/badwill* aziendale).

Il valore economico, alla data del 31.05.2002, è stato calcolato, in definitiva, sul fondamento della seguente formula:

$$W = K' + C.R. = K' + \sum_{i=1}^n [R_i - iK'](1+i)^{-i}$$

dove i simboli assumono il significato noto.



*Handwritten signature*

**5 LA STIMA DEL VALORE ECONOMICO DELLA BUSINESS UNIT  
SALE DI ETI S.P.A. CON IL METODO MISTO PATRIMONIALE CON  
CORREZIONE REDDITUALE**

La stima del valore economico del ramo d'azienda con il metodo "misto" patrimoniale con correzione reddituale richiede l'applicazione del seguente algoritmo:

$$W = K' + C.R.$$

dove:

$W$  è il valore del "capitale economico" della Società;

$K'$  è il patrimonio netto rettificato della Società;

$C.R.$  è il valore della "correzione reddituale".

Nel seguito, vengono illustrati i criteri impiegati per la stima dei parametri utilizzati per l'applicazione del metodo patrimoniale con correzione reddituale:

- il patrimonio netto rettificato;
- la correzione reddituale.

La data di riferimento della stima è il 31.05.2002, sicché l'individuazione degli elementi attivi e passivi del patrimonio della Società è avvenuta sulla base dei dati contabili della situazione patrimoniale a tale data.

**5.1 LA STIMA DEL PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO DELLA SOCIETÀ AL  
31.05.2002**

La stima del patrimonio netto rettificato del ramo d'azienda al 31.05.2002 si è articolata nelle seguenti fasi:

- 1) valutazione degli elementi attivi e passivi del patrimonio netto contabile al fine di determinarne il valore corrente;





- 2) calcolo del valore del patrimonio netto rettificato mediante somma algebrica delle rettifiche positive e negative apportate al valore contabile delle attività e passività.

La tabella seguente riporta lo stato patrimoniale della Società come risulta alla data del 31.05.2002 riclassificato secondo il criterio adottato dal legislatore civilistico con il D.Lgs.127/91.

SITUAZIONE PATRIMONIALE DEL RAMO AL 31.05.2002

(VALORI IN EURO)

ATTIVO		PASSIVO E NETTO	
A) <i>Cap. Sottoscritto non versato</i>	0	A) <i>Sbilancio</i>	15.758.285,21
B) <i>Immobilizzazioni</i>		B) <i>Fondi per rischi e oneri</i>	---
I) <i>Immob. Immateriali</i>		C) <i>Trattamento di fine rapporto</i>	26.947,54
II) <i>Immob. materiali</i>	5.899.183,30	D) <i>Debiti</i>	1.919.598,34
III) <i>Immob. Finanziarie</i>	265.474,13	E) <i>Ratei e risconti</i>	
C) <i>Attivo circolante</i>			
I) <i>Rimanenze</i>	3.540.141,71	<b>TOTALE PASSIVO E NETTO</b>	<b>17.704.831,09</b>
II) <i>Crediti</i>	7.993.762,32		
III) <i>Attività finanz. non imm.</i>			
IV) <i>Disponibilità liquide</i>	6.269,63		
D) <i>Ratei e risconti</i>			
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>17.704.831,09</b>	<b>TOTALE PASSIVO E NETTO</b>	<b>17.704.831,09</b>



### 5.1.1 Immobilizzazioni

Le "Immobilizzazioni" sono costituite da Immobilizzazioni materiali e finanziarie per un ammontare complessivo di 6.164.657 euro.

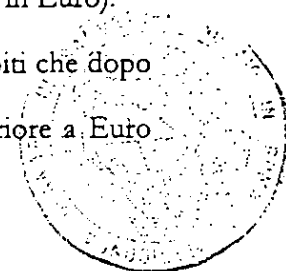
#### 5.1.1.1 Immobilizzazioni materiali

La posta contabile "Immobilizzazioni materiali" è iscritta, nella situazione patrimoniale al 31.05.2002, per 5.899.183,30 euro al netto dei relativi fondi di ammortamento. Nella seguente tabella viene riportata la composizione della posta in esame (valori in Euro).

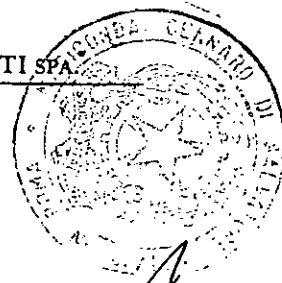
Descrizione	Valore lordo	F.do ammort.	Valore netto
Terreni e fabbricati	27.152,79	7.458,58	19.694,21
Impianti e macchinari industriali	7.881.585,19	2.203.276,27	5.678.308,92
Attrezzature industriali e commerciali	261.556,63	211.510,02	50.046,61
Altri beni	342.719,68	191.586,12	151.133,56
Immobilizzazioni in corso e acconti			
<b>Totale</b>	<b>8.513.014,29</b>	<b>2.613.830,99</b>	<b>5.899.183,30</b>

Tenuto conto che è stata consegnata allo scrivente una relazione di valutazione, alla data di riferimento del 31.12.2001, datata 2.04.2002, del valore corrente delle immobilizzazioni tecniche di proprietà del ramo d'azienda, redatta dalla ALOS Progetti s.r.l., e che le risultanze della stima indicano che il valore corrente delle immobilizzazioni è inferiore al loro valore contabile netto, il valore delle immobilizzazioni materiali iscritte in bilancio dovrebbe essere oggetto di una rettifica negativa del valore, pari alla differenza fra il valore corrente di utilizzo delle stesse, così come calcolato da ALOS progetti srl e il loro valore contabile (cfr. tabelle alla pagina seguente, importi in Euro).

Si precisa che ALOS srl, ha inteso considerare non più esistenti quei cespiti che dopo gli ammortamenti calcolati al 31.12.2001 avevano un valore contabile inferiore a Euro



*[Handwritten signature]*



516,46, il cui valore contabile complessivo per le tre unità produttive è pari a Euro 41.192,93 secondo quanto riportato nella relazione di valutazione dei cespiti sopra citata.

Salina	Valore contabile al 31.05.02	Valore corrente al 31.12.01 (ALOS)	Minor valore imm. Tecniche
<b>Totale</b>	<b>5.899.183,30</b>	<b>4.362.511,43</b>	<b>1.536.671,87</b>

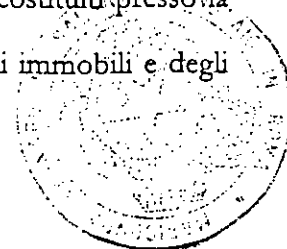
Tale rettifica ammonta a 1.536.671,87 euro.

Peraltro, in considerazione del fatto che, nel caso di specie, dall'analisi della redditività prospettica della Business unit SALE oggetto della presente stima (Cfr par. 5.2.1) si evidenzia che essa presenta, per l'intera durata della correzione reddituale (3 anni), una incapacità di remunerare congruamente il capitale in essa investito, lo scrivente ritiene ragionevole apportare la rettifica negativa in argomento, in quanto la capacità di reddito attesa non è in grado di sostenere il maggior valore delle immobilizzazioni.

Parimenti, si ispira a criteri di prudenza il non considerare, così come effettuato da Alos Srl, i beni di valore unitario inferiore o pari a Euro 516,46 e gli eventuali incrementi dei beni successivi al 31.12.2001, anche perché compensantesi con i successivi ammortamenti.

#### 5.1.1.2 Immobilizzazioni finanziarie

La voce "Immobilizzazioni finanziarie", iscritta nella situazione patrimoniale al 31.05.2002, per Euro 265.474,13, si compone dei depositi cauzionali costituiti presso la tesoreria Centrale dello Stato di Roma per la concessione in uso degli immobili e degli impianti delle saline.



Nella tabella seguente viene riportata la composizione della posta in esame (valori in Euro).

Descrizione	Valore
Depositi cauzionali Margherita di Savoia	100.709,10
Depositi cauzionali Volterra	147.866,56
Depositi cauzionali S. Antioco	15.349,10
Fondo cassa Promoter pelliccia	1.549,37
<b>Totale</b>	<b>265.474,13</b>

Tenuto conto, in primo luogo, della natura e dell'origine della posta in esame, in secondo luogo che da informazioni assunte presso il *management* societario non è emersa alcuna anomalia in merito alla consistenza dei crediti che compongono l'attivo immobilizzato, si ritiene ragionevole non effettuare rettifiche all'importo iscritto nella situazione infrannuale al 31.05.2002.

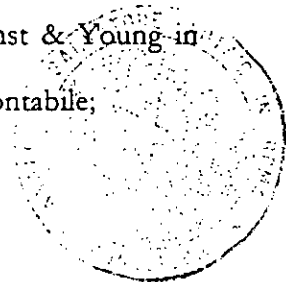
### 5.1.2 Attivo circolante

L'“Attivo circolante”, composto dalle voci “Rimanenze”, “Crediti” e “Disponibilità liquide”, risulta, alla data del 31.05.2002, pari a 11.540.173,66 euro.

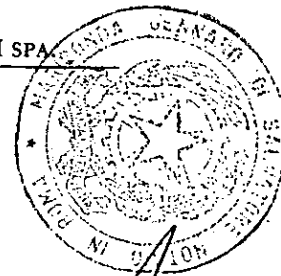
#### 5.1.2.1 Rimanenze

La voce in argomento, iscritta al 31.05.2002 per Euro 3.540.141,71, si compone di due poste contabili:

- la prima, “Materie prime, sussidiarie e di consumo” per Euro 1.022.916,27, non è, ad avviso dello scrivente, passibile di rettifiche in quanto tale valore risulta confermato dall'inventario eseguito dalla Reconta Ernst & Young in data 24.07.2002. Si ritiene, dunque, di confermare tale posta contabile;



*Handwritten signature and initials.*



- la seconda, "Prodotti finiti e merci" per Euro 2.517.225,44 viene dettagliata nella tabella che segue:

DESCRIZIONE	Quantità in KG.	Valore in Euro
Sale greggio	272.313.597	2.637.254
Sali alimentari	4.351.925	491.754
Sali industriali	231.080	17.523
<b>TOTALE</b>	<b>276.896.602</b>	<b>3.146.531,80</b>

A seguito di una rettifica del 20% (Euro 629.306,36) stimata da ETI, quale accantonamento al Fondo Svalutazione Magazzino, il valore contabile del magazzino è di Euro 2.517.225,44.

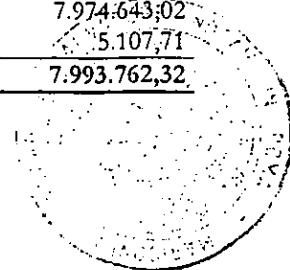
E' appena il caso di notare che le consistenze fisiche di sale variano in continuazione, in relazione ai raccolti, alle vendite e alla natura del prodotto.

Pertanto, sulla base dei dati forniti da ETI, si ritiene ragionevole non effettuare rettifiche agli importi iscritti nella situazione infrannuale al 31.05.2002. Pertanto il valore corrente delle "Rimanenze" viene confermato in Euro 3.540.141,71.

#### 5.1.2.2 Crediti

La posta contabile "Crediti", iscritta nella situazione patrimoniale al 31.05.2002, per Euro 7.993.762,32, si compone delle seguenti voci (importi in Euro):

Descrizione	Valore
Crediti verso clienti	14.011,59
Crediti verso imprese controllate	7.974.643,02
Crediti verso altri	5.107,71
<b>Totale</b>	<b>7.993.762,32</b>





In considerazione del fatto che in primo luogo la situazione contabile del ramo d'azienda è stata fornita da ETI spa, che in secondo luogo i crediti sono iscritti al loro presunto valore di realizzo, in terzo luogo che da informazioni assunte presso il *management* societario non è emersa alcuna anomalia in merito alla consistenza di tale voce contabile ed in quarto luogo che la sostanziale totalità dei crediti è vantata verso società interamente controllata, non si apportano rettifiche alla voce in parola.

#### 5.1.2.3 Disponibilità liquide

La posta contabile "Disponibilità liquide" è iscritta nella situazione patrimoniale al 31.05.2002 per 6.269,63 Euro è composta da un fondo cassa di pari importo. Non si apportano rettifiche alla voce in parola.

#### 5.1.3 Ratei e risconti attivi

La voce "Ratei e risconti attivi" non evidenzia alcun valore.

#### 5.1.4 Fondi per rischi e oneri

La voce "Fondi per rischi e oneri" non evidenzia alcun valore.

#### 5.1.5 Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato

Il "Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato" ammonta, nella situazione patrimoniale alla data del 31.05.2002, a 26.947,54 Euro. Tale importo, secondo indicazioni ricevute dal *management* societario, rappresenta l'effettivo debito maturato nei confronti dei dipendenti che prestano la loro attività nella Società. In considerazione di ciò non si apportano rettifiche alla voce in parola.



A large, stylized handwritten signature or mark, possibly the initials "AL", written in the bottom right corner of the page.



### 5.1.6 Debiti

La voce "Debiti", iscritta nella situazione contabile al 31.05.2002 per complessive 1.919.598,34 euro si compone di "Debiti commerciali", "Debiti v/società controllate", "Debiti v/istituti di previdenza e sicurezza sociale" "Altre passività".

I debiti commerciali sono costituite da "debiti v/ fornitori", "acconti".

Nei successivi paragrafi si procede alla valorizzazione delle singole poste.

#### 5.1.6.1 Debiti verso banche

I debiti verso banche non sono presenti nella situazione al 31.05.2002.

#### 5.1.6.2 Acconti

Gli "acconti" ammontano, nella situazione patrimoniale al 31.05.2002, a Euro 48,96 ed hanno natura commerciale.

#### 5.1.6.3 Debiti verso fornitori

I debiti verso fornitori, iscritti nella situazione contabile di riferimento al 31.05.2002 per Euro 1.791.489,07. Tenuto conto del fatto che tali debiti sono iscritti al loro valore nominale, e che l'incarico conferito allo scrivente non contempla alcuna revisione dei conti infrannuali non si apportano rettifiche.

#### 5.1.6.4 Debiti verso controllate

I debiti verso controllate, iscritti per Euro 26.032,55, rappresentano l'ammontare degli addebiti operati da ATISALE spa per la fornitura di sacchi ed altre materie sussidiarie. In ragione delle motivazioni addotte nel precedente paragrafo, anche per la voce in esame, viene confermato, quale valore corrente, il valore contabile al 31.05.2002.

#### 5.1.6.5 Debiti tributari

I debiti tributari iscritti nella situazione patrimoniale al 31.05.2002 per Euro 24.069,03, sono composti nel dettaglio da "Erario c/ritenute IRPEF" e "Erario".



*Handwritten signature and mark.*

c/ritenute da versare". Tenuto conto della tipologia di posta contabile in questione, si ritiene di non apportare rettifiche alla voce in parola.

5.1.6.6 Debiti v/istituti di previdenza e sicurezza sociale

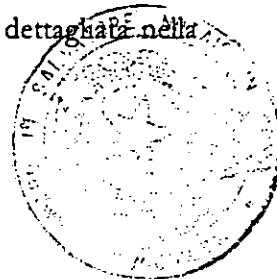
I debiti verso Istituti previdenziali ammontano a Euro 42.785,10 e sono composti secondo il dettaglio riportato di seguito (valori in Euro):

Debiti v/INAIL	4.341,16
Debiti v/ INPS	18.178,52
Debiti v/FASI	1.674,00
Debiti v/INPDAI	12.435,04
Debiti v/FASIDI	1.598,86
Debiti v/INPDAP	4.557,52
<b>TOTALE</b>	<b>42.785,10</b>

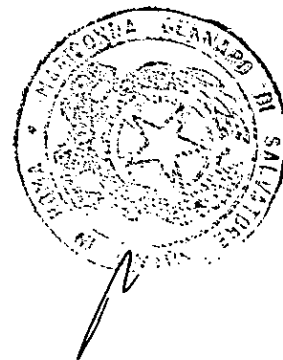
Per le medesime ragioni per cui non si è apportata alcuna rettifica alla voce "Debiti Tributarî", lo scrivente conferma il valore contabile della posta in parola.

5.1.6.7 Altri debiti

La voce "Altri debiti" ammonta a Euro 35.173,73. Tenuto conto del fatto che gli stessi sono iscritti al loro valore nominale, e che l'incarico conferito allo scrivente non contempla alcuna revisione in merito delle poste contabili oggetto di stima, non si apportano rettifiche al valore contabile della voce in esame, che risulta dettagliata nella tabella che segue (valori in Euro):



Debiti ferie non godute	554,38
Debiti per 13° mensilità	19.332,70
Debiti per 14° mensilità	9.154,67
Debiti per R.O.L.	4.936,70
Debiti per ex festività	868,29
Ritenute sindacali da versare	326,99
<b>TOTALI</b>	<b>35.173,73</b>



#### 5.1.7 Ratei e risconti passivi

I ratei e risconti passivi non sono presenti.

#### 5.1.8 Conti d'ordine

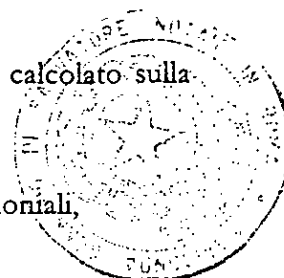
I conti d'ordine, iscritti in calce alla situazione patrimoniale al 31.05.2002, accolgono impegni, garanzie rilasciate e garanzie ricevute.

In considerazione del fatto che, secondo quanto riferito allo scrivente, non sono intervenuti, successivamente al 31.05.2002, eventi di rilevanza che possano originare la necessità di contabilizzare fondi per rischi e oneri a fronte delle garanzie prestate a terzi, si ritiene ragionevole non apportare rettifiche al valore del patrimonio netto rettificato.

#### 5.1.9 La rappresentazione del patrimonio netto rettificato della Società al 31.05.2002

Il valore del patrimonio netto rettificato del ramo d'azienda, è stato calcolato sulla base del seguente algoritmo:

$$K' = \text{PNC} + \text{Rettifiche positive/negative degli elementi patrimoniali,}$$



Considerando che sono state apportate rettifiche ai valori patrimoniali i conti della situazione infrannuale, il patrimonio netto rettificato del ramo d'azienda non coincide con il patrimonio netto contabile pertanto il valore determinato è quello espresso dalla tabella che segue. (cfr. tabella sottostante importi in Euro):

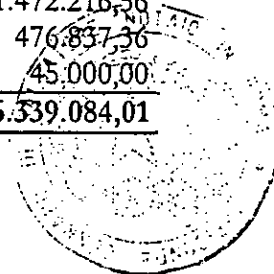
Patrimonio netto business unit SALE. al 31.05.2002	15.758.285,21
+ Rettifiche positive/negative	(1.536.671,87)
= K' b.u.sale S.p.A. al 31.05.2002	14.221.613,34

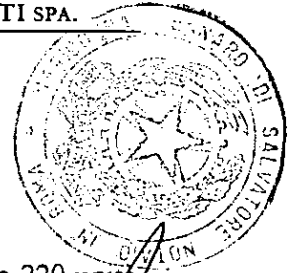
Nel ramo oggetto di conferimento sono ricomprese, in quanto elemento propedeutico all'esercizio dell'attività, le concessioni amministrative che vengono trasferite, giusta anche quanto affermato dal Prof. Giuseppe Guarino nel proprio parere in data 14.09.2001, per la posizione attualmente goduta da ETI.

Inoltre risultano ricompresi nel ramo oggetto di trasferimento, alla stregua delle concessioni suddette, i contratti in essere alla data di valutazione.

In ordine a quest'ultimo dato, lo scrivente ritiene opportuno riportare in forma tabellare la situazione degli ordini aperti per il ramo d'azienda in questione aggiornata al 18.07.2002 (valori espressi in Euro, IVA esclusa):

Margherita di Savoia	4.345.030,09
Volterra (aggiornata al 30.06.2002)	1.472.216,56
S. Antioco	476.837,36
Roma	45.000,00
<b>Totale</b>	<b>6.539.084,01</b>





Infine, per quanto comunicato allo scrivente, vengono trasferite con il ramo 220 unità di personale, divise come da seguente tabella:

	Risorse
Sede Sale	7
Salina S. Antioco	15
Salina Margherita di Savoia	134
Salina Volterra	64
<b>Totale</b>	<b>220</b>

Tale nuova consistenza di personale emerge da un accordo che ha coimplicato una significativa riduzione dei dipendenti attualmente occupati nel ramo, con le conseguenze economiche che saranno meglio tratteggiate nel prosieguo.



*luc*

*[Handwritten signature]*

LA STIMA DELLA CORREZIONE REDDITUALE DELLA SOCIETÀ AL 31.05.2002

Il valore della correzione reddituale è stato calcolato mediante il seguente algoritmo:

$$\sum_{t=1}^n [R_t - iK^t](1+i)^{-t}$$

dove i simboli assumono il significato noto.

Nel seguito si procede alla determinazione dei parametri della formula valutativa.

5.1.10 La stima dei redditi attesi

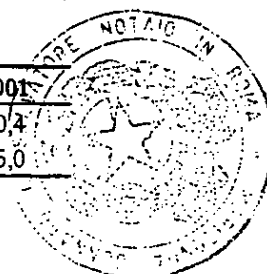
Ai fini della stima dei redditi attesi per il periodo di durata della correzione reddituale lo scrivente ha fatto riferimento ai risultati d'esercizio contabili "storici" desunti dai bilanci chiusi al 31.12.1999, 31.12.2000, 31.12.2001.

La tabella seguente riporta i risultati operativi contabili suddetti (importi in milioni di euro):

Conto economico	1999	2000	2001
REDDITO OPERATIVO CONTABILE	-9,3	,10,7	-9,3

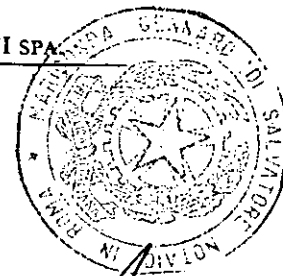
Di seguito, in tabella, vengono riportati il valore della produzione e il costo del personale totale (di sede e di periferia), necessari per la normalizzazione dei redditi operativi secondo il procedimento di seguito applicato, (valori in milioni di Euro):

Conto economico	1999	2000	2001
VALORE DELLA PROD.NE	23,3	18,0	20,4
COSTI DEL PERSONALE	17,3	15,4	15,0



Con l'intento di normalizzare i risultati operativi, al fine di renderli omogenei con il risultato operativo derivante dal prospetto di Conto Economico al 2002 fornito dalla

*ell*  
*M*



società, conseguente all'ingente riduzione di personale effettuata, anche a seguito dell'accordo con le OO.SS, si rende necessario intervenire sul costo del personale. Infatti il peso del costo del personale sul totale del fatturato della società, nel prospetto di Conto Economico 2002, è del 40%, come da tabella seguente (importi in milioni di Euro):

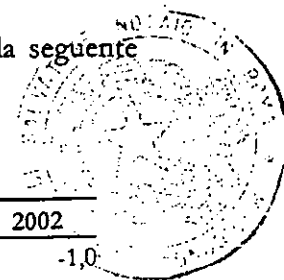
Conto economico	2002
VALORE DELLA PROD.NE	20,5
COSTI DEL PERSONALE	8,1
REDDITO OPERATIVO CONTABILE	-1,0

Attribuendo, quindi, lo stesso peso del costo del personale agli esercizi storici relativi al 1999/00/01, si ottengono i seguenti risultati operativi normalizzati (vedi tabella, valori in milioni di Euro):

	1999	2000	2001
RISULTATI OPERATIVI CONTABILI	-9,3	-10,7	-9,3
Rettifiche da normalizzazione	8,0	8,2	6,8
RISULT. OPER. NORMALIZZATI	-1,3	-2,5	-2,5

Ne deriva che il reddito medio relativo agli esercizi in questione, considerando inoltre il dato relativo al reddito operativo scaturente dal Conto Economico normalizzato del 2002, opportunamente riespresso a valori del 2002 è esprimibile mediante la seguente tabella (milioni di Euro):

	1999	2000	2001	2002
RISULTATI OPERATIVI NORM.	-1,3	-2,5	-2,5	-1,0
Coefficienti di attualizzazione	1,0787	1,0517	1,0243	1



*Handwritten signature and initials.*



RISULT. OPER. ATTUALIZZATI	-1,4	-2,6	-2,6	-1,0
RISULTATO OPERATIVO MEDIO	-1,9			

Ne deriva che, in base alle informazioni a disposizione dello scrivente, il reddito medio normale atteso del ramo può essere stimato pari a Euro/Mln **-1,9**.

#### 5.1.11 La stima del tasso di attualizzazione/congrua remunerazione

Il "tasso di attualizzazione" e saggio di "congrua remunerazione" ( $i$ ) è dato – come si è detto – dalla somma di più componenti. In formula:

$$i = i_1 + i_2 + scr + md$$

dove:

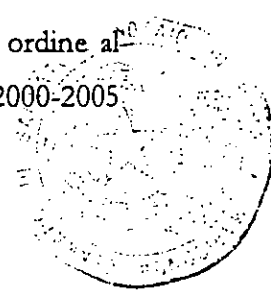
$i_1$  *risk free rate*;

$i_2$  premio per il rischio;

*scr* è una maggiorazione del tasso dovuta al fatto che l'investimento in una specifica attività, anziché in un portafoglio titoli, non consente di eliminare il rischio diversificabile;

*md* è la maggiorazione del tasso applicato alle società non quotate in ragione del fatto che le azioni non negoziate scontano rischi di negoziabilità superiori a quelli delle azioni quotate.

Il saggio *risk free* ( $i_1$ ), tasso di remunerazione per il puro investimento di capitale, è stato calcolato come media aritmetica dei rendimenti reali netti d'imposta dei Titoli di Stato a medio/lungo termine per il periodo 1997 - 2005 (si precisa che, in ordine al periodo 1997-1999 si è fatto riferimento a valori storici, mentre per il periodo 2000-2005 sono state indicate stime future):





ANNI	Rendimenti lordi	Rendimenti netti	Tasso di inflazione	Rendimenti reali
	nominali BTP (RNL)	nominali BTP (RNN)	(INF)	(i <sub>1</sub> )
1997	6,76%	5,92%	1,73%	4,11%
1998	4,92%	4,31%	1,80%	2,46%
1999	4,70%	4,11%	1,70%	2,37%
2000	6,00%	5,25%	2,30%	2,88%
2001	6,20%	5,43%	2,00%	3,36%
2002	6,50%	5,69%	1,40%	4,23%
2003	6,40%	5,60%	1,40%	4,14%
2004	6,30%	5,51%	1,60%	3,85%
2005	6,10%	5,34%	1,60%	3,68%
Media	5,99%	5,24%	1,73%	3,45%

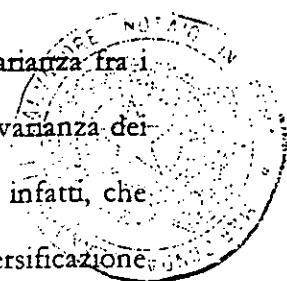
Il saggio *risk free* ( $i_1$ ) è pari al 3,45%.

Il premio per il rischio ( $i_2$ ) è stato calcolato sulla base del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM); in formula:

$$i_2 = \beta(R_m - i_1)$$

dove ai simboli già noti si aggiungono:

$\beta$  cioè il valore del rischio sistematico, fatto pari al rapporto tra la covarianza fra i rendimenti dell'azienda e quelli del portafoglio di mercato (numeratore) e la varianza dei rendimenti del portafoglio di mercato stesso (denominatore). Si rammenta, infatti, che nel C.A.P.M. il rischio specifico dell'azienda è eliminabile attraverso la diversificazione del portafoglio;



$R_m$ , cioè il rendimento medio offerto dal mercato.

Nel caso di specie, considerato che la Società non è quotata in Borsa, non è evidentemente disponibile, in via diretta, il dato relativo al coefficiente *beta* dell'azienda oggetto di stima; occorre, pertanto, individuare il  $\beta$  in via indiretta o mediata. A tal fine, tenuto conto che l'attività posta in essere dal ramo d'azienda oggetto di conferimento può essere compresa nel settore "utilities" il  $\beta$  può ragionevolmente essere fatto pari a 0,14 (cfr.: [www.marketguide.com](http://www.marketguide.com)).

Il premio per il rischio di mercato ( $Rm-i_1$ ) è stato fissato pari al 6%.

Il premio per il rischio, calcolato con la tecnica del C.A.P.M., è pertanto pari al 0,84%; tale importo è stato così determinato:

$$i_2 = 0,14 \times 6\% = 0,84\%$$

Per quanto concerne lo *specific company risk*, considerate la natura e le caratteristiche dell'attività svolta dalla Società e in particolare il fatto che opera in un mercato *captive*, si ritiene ragionevole considerare uno *specific company risk* di ammontare pari al 2%.

Il *marketability discount* è stato fatto pari al 3%, valore medio di un *range* impiegato per la stima di tale grandezza.

Il tasso di congrua remunerazione ( $i$ ), calcolato sulla base delle ipotesi sopra riportate, somma del *risk free rate* ( $i_1$ ), del premio per il rischio ( $i_2$ ), del *marketability discount* ( $md$ ) e dello *specific company risk* ( $scr$ ) è pertanto pari a:

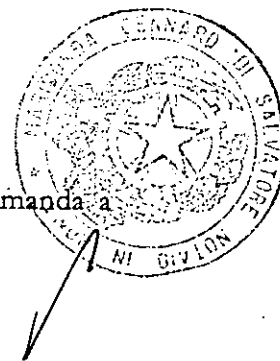
$$i = i_1 + i_2 + md + scr = 3,45\% + 0,84\% + 3\% + 2\% = 9,29\%$$

#### 5.1.12 La stima del patrimonio netto rettificato

Come rilevato nel paragrafo 5.1.9, il patrimonio netto rettificato ( $K$ ) della Società è stato stimato pari a Euro 14.221.613,34



*lacchini*  
A



Relativamente ai criteri utilizzati per la determinazione di tale valore si rimanda a quanto detto nel citato paragrafo.

### 5.1.13 La stima della durata della correzione reddituale

La durata della correzione reddituale è stata fissata in 3 anni. In merito a tale stima si osserva quanto segue.

La durata del sovra/sotto reddito può dipendere da fattori "soggettivi" ovvero da fattori "oggettivi". I primi attengono a caratteristiche qualitative proprie del *management* aziendale, ma non ancora incorporate nell'organizzazione; i secondi sottendono l'esistenza di beni immateriali in grado di consentire all'azienda, nel tempo, di mantenere un vantaggio competitivo nei confronti dei concorrenti di settore; ovvero, l'incapacità dell'impresa, derivante da condizioni di natura strumentale, a remunerare in misura congrua il patrimonio netto rettificato in essa investito. Nel caso in cui prevalgano aspetti di natura "soggettiva", la durata della correzione reddituale viene, convenzionalmente, limitata a 3/5 anni. Di converso, nell'ipotesi in cui le condizioni di sovra/sotto redditività sono connesse a fattori più strutturalmente collegati alla gestione aziendale, la durata del *goodwill/badwill* viene estesa su archi temporali più lunghi.

Nel caso di specie la durata della correzione reddituale è stata fissata in tre anni, periodo di tempo che si ritiene ragionevolmente espressivo della durata del disavviamento (*badwill*) del ramo d'azienda.



**5.1.14 Il valore della correzione reddituale al 31.05.2002**

Il valore economico della correzione reddituale (*badwill*) al 31.05.2002, calcolato sulla base dei dati sopra determinati, è pari a Euro -8.111.613,83.

La seguente formula illustra la modalità di calcolo eseguita ai fini della stima della correzione reddituale (importi in Euro).

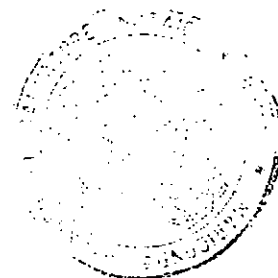
$$C.R. = \sum_{i=1}^n [R_i - iK'](1+i)^{-i} = \sum_{i=1}^3 [-1.900.000,00 - (0,0929 \cdot 14.221.613,34)](1+0,0929)^{-i} =$$

Euro - 8.111.816,83.

**5.2 LA STIMA DEL VALORE ECONOMICO AL 31.05.2002 CON IL METODO MISTO PATRIMONIALE CON CORREZIONE REDDITUALE**

Il valore economico del ramo d'azienda, ottenuto come somma algebrica del patrimonio netto rettificato e della correzione reddituale (*badwill*), è pari, al 31.05.2002, a Euro 6.109.796,51. Tale importo risulta dal seguente calcolo (importi in Euro):

$$W = K' + C.R. = 14.221.613,34 + (8.111.816,83) = \text{Euro } 6.109.796,51$$





E' opportuno in questa sede osservare che il valore così stimato assume i costi derivanti dalle concessioni amministrative nelle attuali misure di canone, come noto non definitive. Comunque, la presenza di un badwill di Euro 8.111.816,83 potrebbe ricomprendere anche gli eventuali maggior oneri derivanti dall'aumento dei canoni di concessione. Del resto, allo stato attuale e sulla base delle informazioni a disposizione dello scrivente, non si è in condizione di determinare i canoni definitivi di concessione, di competenza dell'UTE.

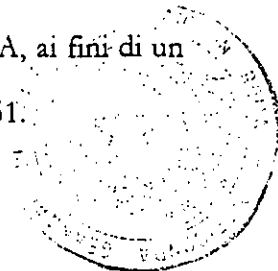
## 6 CONCLUSIONI

Il valore del capitale economico della Business Unit Sale di E.T.I. al 31.05.2002, calcolato con il metodo misto patrimoniale con correzione reddituale, tenuto conto degli obiettivi del presente incarico e delle ipotesi e limitazioni menzionate nella presente relazione, è pari a Euro 6.109.796,51.

Tale importo risulta dalla somma del patrimonio netto rettificato e della correzione reddituale (cfr. tabella seguente importi in Euro).

Patrimonio netto rettificato (K) business unit SALE. al 31.05.2002	14.221.613,34
+ Correzione reddituale ( <i>badwill</i> )	-8.111.816,83
= <b>W b.u. SALE al 31.05.2002</b>	<b>6.109.796,51</b>

Alla luce di quanto esposto, il perito attesta, ai sensi del disposto dell'art. 2343 primo comma, del codice civile, che il valore dei beni del ramo "sale" di ETI SpA, ai fini di un suo eventuale conferimento, non potrà essere superiore a Euro 6.109.796,51.



*llll*

*[Handwritten signature]*

Lo scrivente, ritenendo di avere adempiuto all'incarico ricevuto, ringrazia l'Ill.mo signor Presidente del Tribunale per la fiducia accordata e resta a disposizione per ogni eventuale ulteriore chiarimento.

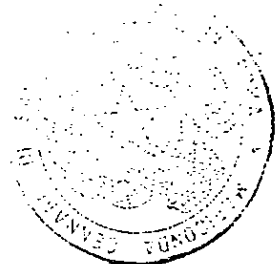
o\_o\_o

La presente perizia consta di n. 49 pagine siglate e numerate.

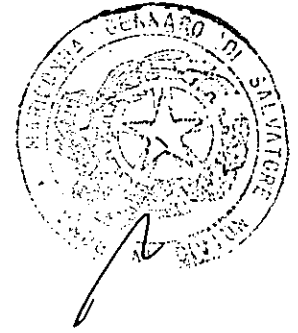
Roma, 29 luglio 2002

Prof. Marco Lacchini

*Marco Lacchini*



*M*



## STATUTO

DELL'ATISALE – Società per Azioni

### TITOLO I

Denominazione – oggetto – Sede e durata

#### Articolo 1

La società regolata dal presente statuto ha la denominazione di "Atisale Società per Azioni".

#### Articolo 2

La società ha per oggetto in Italia ed all'estero le attività di produzione e commercializzazione del sale anche previa ulteriore lavorazione, condizionamento e confezionamento dello stesso.

La società potrà svolgere, inoltre, attività anche in altri settori strumentali, accessori o complementari con quelli fondamentali sopra citati.

Per il raggiungimento degli scopi sociali, la società può effettuare la costruzione e la trasformazione di impianti, l'acquisto e l'esercizio di stabilimenti relativi alle attività sociali.

La società potrà compiere attività industriali, commerciali, finanziarie, mobiliari e immobiliari, e potrà assumere partecipazioni in altre società ed imprese con attività analoga, affine o connessa alla propria, contrarre mutui e ricorrere a forme di finanziamento, concedere le opportune garanzie mobiliari e immobiliari, reali o personali, comprese fidejussioni a garanzia di obbligazioni proprie ovvero di società od imprese nelle quali abbia interessenze o partecipazioni.

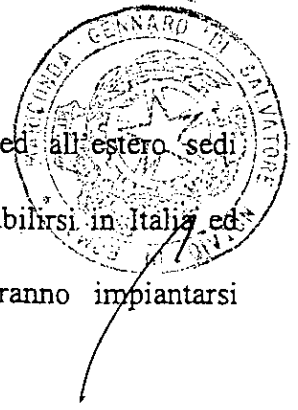
E' fatto espresso divieto: di procedere ad attività riservate alle imprese di cui al Testo Unico bancario (D.Lgs. 385 del 1993) e di cui al Testo Unico in materia di attività finanziarie (D.Lgs. 58 del 1998).

#### Articolo 3

La società ha sede in Roma, Via Cristoforo Colombo, n. 112.



Con deliberazione dell'assemblea straordinaria potranno stabilirsi in Italia ed all'estero sedi secondarie. Con deliberazione del Consiglio di Amministrazione, potranno stabilirsi in Italia ed all'estero succursali, agenzie, rappresentanze, uffici, corrispondenti e potranno impiantarsi stabilimenti e depositi.



#### Articolo 4

La durata della società è fissata fino al 31 dicembre 2050.

### TITOLO II

#### Articolo 5

Il capitale sociale è di Euro **600.000,00 (seicentomila)** suddiviso in n.ro 100.000 azioni del valore nominale di Euro **6,00** ciascuna. Gli aumenti di capitale potranno essere effettuati anche mediante conferimenti di beni in natura.

Nel caso di trasferimenti a terzi di azioni spetta agli Azionisti il diritto di prelazione da esercitarsi entro 30 (trenta) giorni dalla comunicazione che l'alienante dovrà dare con lettera raccomandata agli altri Azionisti nel domicilio risultante dal Libro Soci.

#### Articolo 6

Il domicilio dei soci, per ogni rapporto con la società, è quello risultante dal libro soci; per essere opponibili alla società le successive variazioni devono essere comunicate per iscritto mediante raccomandata con ricevuta di ritorno.

### TITOLO III

#### Assemblea

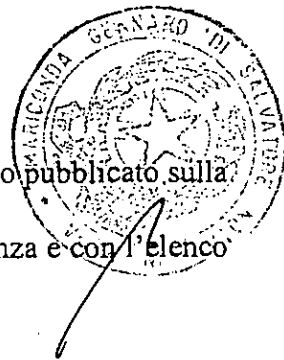
#### Articolo 7

L'assemblea sia ordinaria che straordinaria può riunirsi anche in luogo diverso dalla sede sociale, purché in Italia.

L'assemblea ordinaria deve essere convocata almeno una volta l'anno entro quattro mesi dalla chiusura dell'esercizio sociale.

## Articolo 8

Le assemblee devono essere convocate dall'organo amministrativo mediante avviso pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale almeno 15 (quindici) giorni prima di quello fissato per l'adunanza e con l'elenco delle materie da trattare.



In mancanza delle formalità suddette l'assemblea si reputa regolarmente costituita quando è rappresentato l'intero capitale sociale e sono intervenuti tutti i componenti in carica degli organi amministrativi e sindacali.

Tuttavia in tale ipotesi ciascuno degli intervenuti può opporsi alla discussione degli argomenti sui quali non si ritenga sufficientemente informato.

## Articolo 9

Hanno diritto di intervenire all'assemblea o farsi rappresentare a norma di legge, con l'osservanza del disposto dell'art. 2372 C. C., gli azionisti che risultino iscritti nel libro dei soci almeno cinque giorni prima di quello fissato per l'assemblea e quelli che hanno depositato nel termine suddetto le loro azioni presso la sede sociale o gli istituti indicati nell'avviso medesimo.

L'avviso di convocazione potrà stabilire, per l'intervento in assemblea, la necessità di biglietto di ammissione, rilasciato dalla cassa sociale o dagli istituti indicati, valevole anche in seconda convocazione sempre che le azioni depositate non siano state ritirate.

## Articolo 10

L'assemblea è presieduta dal Presidente del Consiglio di Amministrazione e, in sua assenza od impedimento, dalla persona designata dall'assemblea stessa.

Il Presidente dell'assemblea nomina un segretario anche non socio e, se lo crede del caso, due scrutatori da scegliersi fra azionisti e sindaci.

L'assistenza del segretario non è necessaria quando il verbale dell'assemblea è redatto da un Notaio.

#### Articolo 11

Per la costituzione legale dell'assemblea sia ordinaria che straordinaria e per la validità delle relative deliberazioni valgono le norme fissate dalla legge.

Le deliberazioni dell'assemblea sono approvate, di norma, per alzata di mano.

E' tuttavia in facoltà del Presidente di stabilire particolari modalità di votazione.



#### Articolo 12

Le deliberazioni dell'assemblea devono constare da verbale redatto e sottoscritto ai sensi di legge.

### TITOLO IV

#### Consiglio di Amministrazione

#### Articolo 13

La società è amministrata da un Consiglio di Amministrazione composto da tre a sette membri nominati dall'assemblea previa determinazione del numero dei Consiglieri.

L'assemblea delibera il periodo di durata in carica degli amministratori che, in ogni caso non potrà essere superiore a tre anni.

Essi sono rieleggibili.

Il Consiglio di Amministrazione elegge fra i suoi membri un Presidente se questo non è nominato dall'assemblea e se lo ritiene opportuno, un Amministratore Delegato.

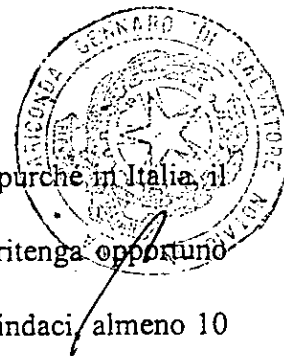
#### Articolo 14

Il Consiglio, salvo le limitazioni di legge, stabilisce le funzioni ed i poteri del Presidente, dell'Amministratore Delegato se nominato.

Il Consiglio può anche conferire ad alcuni dei propri componenti, disgiuntamente o congiuntamente, specifici incarichi ed attribuzioni.

In caso di assenza o impedimento del Presidente, il Consiglio è presieduto, da un altro Amministratore designato dal Consiglio stesso.

#### Articolo 15



Il Presidente, o chi ne fa le veci, convoca sia nella sede della società, sia altrove, purché in Italia, il Consiglio di Amministrazione nei casi previsti dalla legge e ogni qualvolta lo ritenga opportuno nell'interesse sociale, con lettera raccomandata, da spedirsi ai Consiglieri ed ai Sindaci, almeno 10 (dieci) giorni prima di quello fissato per l'adunanza ovvero, nei casi di urgenza, con telegramma spedito almeno 3 (tre) giorni prima di esso, o con fax inviato 2 (due) giorni prima.

Il Consiglio deve, inoltre, essere convocato quando ne sia fatta richiesta scritta da almeno un terzo degli Amministratori.

#### Articolo 16

Per la validità delle deliberazioni è necessaria la presenza della maggioranza degli Amministratori in carica.

Le deliberazioni sono adottate a maggioranza dei voti dei presenti, e nel caso di parità, le proposte si intendono respinte.

#### Articolo 17

Il Consiglio di Amministrazione è investito dei più ampi poteri per la gestione ordinaria e straordinaria della società ed ha facoltà di compiere tutti gli atti che ritenga opportuni per l'attuazione ed il raggiungimento degli scopi sociali, eccetto soltanto quelli che la legge ed il presente statuto riservano in modo tassativo all'assemblea.

Il Consiglio, in conformità al presente statuto, può delegare, in tutto o in parte, i propri poteri, salvo le limitazioni di legge.

Le deliberazioni del Consiglio di Amministrazione risultano da verbali trascritti nell'apposito libro firmati dal Presidente e dal Segretario.

#### Articolo 18

Agli Amministratori spetta, oltre al rimborso delle spese incontrate per l'esercizio delle loro funzioni, un compenso nella misura che sarà determinata dall'assemblea ordinaria.



Il Consiglio di Amministrazione, sentito il parere del Collegio Sindacale, ha la facoltà di assegnare compensi a favore degli Amministratori cui sono affidati particolari incarichi ed attribuzioni

#### Articolo 19

Qualora, per dimissioni o per qualunque altra causa, vengano a mancare due Consiglieri (nel caso in cui il Consiglio d'Amministrazione sia formato da 3, 4, 5 o 6 componenti) o tre negli altri casi, l'intero Consiglio di Amministrazione si intenderà decaduto.

Il Collegio Sindacale, il quale può compiere nel frattempo gli atti d'ordinaria amministrazione, deve provvedere a convocare con urgenza l'assemblea dei soci per procedere all'elezione del nuovo Consiglio.

#### Articolo 20

La rappresentanza legale della società di fronte a terzi ed in giudizio spetta al Presidente del Consiglio d'Amministrazione, nonché all'Amministratore Delegato se nominato.

Ciascuno dei predetti rappresentanti ha il potere di agire da solo e può anche nominare procuratori alle liti ovvero per determinati atti od operazioni o per categorie di atti od operazioni.

### TITOLO V

#### Sindaci

#### Articolo 21

L'assemblea nomina il Collegio Sindacale composto di tre sindaci effettivi e di due supplenti e ne elegge il Presidente.

L'assemblea, nell'atto della nomina, determina la retribuzione dei sindaci effettivi per l'intero periodo di durata del loro ufficio.

I sindaci restano in carica per un triennio e sono rieleggibili.

Cessazione, sostituzione, decadenza e revoca dei Sindaci, sono regolate a norma di legge.

### TITOLO VI

#### Esercizio sociale – Bilancio ed utili

## Articolo 22

L'esercizio sociale decorre dal 1 gennaio al 31 dicembre di ciascun anno.

Alla fine di ogni esercizio il Consiglio di Amministrazione compila il bilancio con il conto economico, corredato dalle relazioni di cui agli artt. 2427 e 2428 sull'andamento della gestione sociale, che sottopone prima all'esame dei sindaci e poi alla discussione ed all'approvazione dell'assemblea, a norma di legge.

## Articolo 23

Gli utili netti che risultano dal bilancio, dedotte le somme destinate alla riserva legale, di cui all'art. 2430 del C. C., vengono assegnati dall'assemblea agli azionisti in proporzione delle azioni possedute, salvo diversa destinazione deliberata dall'assemblea stessa.

## TITOLO VII

### Scioglimento della società

## Articolo 24

Addivenendosi in qualsiasi tempo e per qualsiasi causa allo scioglimento della società, l'assemblea determinerà le modalità della liquidazione e nominerà uno o più liquidatori fissandone i poteri.

## TITOLO VIII

### Disposizioni finali

## Articolo 25

Per tutto ciò che non è previsto dal presente Statuto si applicheranno le disposizioni di legge in vigore.



F.ti: Renato SCOGNAMIGLIO

Antonio ABBATE

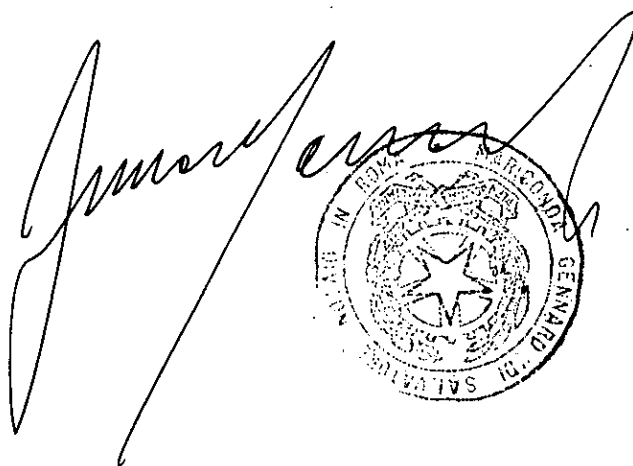
Gennaro MARICONDA, Notaio

=====

=====

Copia conforme all'originale che si rilascia per uso di **REGISTRO IMPRESE**

Roma, li 5 AGOSTO 2002



A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Gennaro Mariconda', is written over a circular notary seal. The seal features a central five-pointed star and contains the text 'NOTAIO G. MARICONDA' and 'ROMA'.