

1. PREMESSA

Il sottoscritto è stato incaricato dai Consigli di Amministrazione di Snia Spa e di Caffaro Spa di redigere la relazione peritale di stima del rapporto di cambio in vista della fusione per incorporazione di Caffaro Spa in Snia Spa. La prospettata operazione si colloca nell'ambito di un più ampio processo di ristrutturazione del Gruppo che, tra l'altro, comprende la fusione per incorporazione nella holding Snia Spa di Sorin Spa, capofila del settore bioingegneria, nonché di alcune società minori, già interamente controllate dalla incorporante.

Ciò premesso, il sottoscritto ha condotto le stime sulla base dei principi e dei criteri di seguito illustrati ed ha raggiunto le conclusioni descritte nel paragrafo finale.

2. LINEAMENTI DELL'OPERAZIONE DI FUSIONE

2.1 Finalità della stima

La presente relazione si propone di inquadrare l'operazione in esame alla luce dei principi di valutazione delle imprese, allo scopo di analizzare i valori sottesi all'operazione di fusione nel profilo della sua ragionevolezza e coerenza, specifica e complessiva.

L'analisi qui condotta assume a riferimento condizioni prossime alla data di elaborazione della relazione, con riguardo – in particolare – a valori del capitale delle imprese e a quotazioni di borsa.

La relazione in oggetto ha pertanto lo scopo di fornire ai Consigli di Amministrazione della Società incorporante e della Società incorporanda elementi, dati e riferimenti utili per proporre alle rispettive Assemblee dei Soci il rapporto di cambio idoneo a realizzare l'operazione di fusione di cui in premessa.

Va segnalato che il rapporto di cambio delle azioni proposto dai Consigli di Amministrazione delle due Società sarà sottoposto al parere di congruità di esperti designati dal Tribunale ai sensi dell'art. 2501 – *quinquies*, cod. civ. Pertanto, la presente relazione peritale si propone anche di mettere a disposizione degli esperti incaricati di

esprimere il suddetto parere di congruità i medesimi elementi conoscitivi forniti ai Consigli di Amministrazione delle due Società.

La particolare finalità della presente analisi evidenzia come essa sia specificatamente destinata ad essere utilizzata nell'ambito dell'operazione di fusione che l'ha richiesta: conseguentemente, nel ribadire che questa relazione peritale si pone l'esclusivo scopo di fornire elementi di supporto alle decisioni dei Consigli di Amministrazione delle Società interessate all'operazione di fusione in materia di rapporti di cambio, si precisa che nessun significato può essere attribuito ai singoli valori assoluti calcolati per le Società stesse, in quanto essi svolgono il loro ruolo strumentale esclusivamente ai fini della determinazione del rapporto di cambio nella fattispecie considerata.

Analogamente si precisa che non è consentita, in quanto priva di significato, alcuna utilizzazione di risultati parziali riferibili a singoli aspetti della valutazione.

2.2 Le Società interessate all'operazione di fusione

Le Società direttamente interessate all'operazione di fusione, con riferimento alle quali viene redatta la presente relazione, sono:

Snia Spa, con sede in Milano, Via Borgonuovo n. 14, il cui capitale sociale al 30 giugno 1999 è pari a Lire 784.387.854.000. Esso risulta suddiviso in n. 703.737.588 azioni ordinarie, 4.640.822 azioni di risparmio convertibili e 76.009.444 azioni di risparmio non convertibili del valore nominale di Lire 1.000 cadauna.

Caffaro Spa, con sede in Milano, Via Borgonuovo n. 14, il cui capitale sociale al 30 giugno 1999 è pari a Lire 297.502.391.000. Esso risulta suddiviso in n. 244.182.021 azioni ordinarie e 53.320.370 azioni di risparmio del valore nominale di Lire 1.000 cadauna.

2.2.1 Snia Spa

Snia Spa è una holding di partecipazione attiva in tre principali settori di attività : chimico, bioingegneria e fili tessili. La sua struttura attuale è il risultato di un profondo processo di ristrutturazione, iniziato negli anni ottanta, che ha comportato la progressiva focalizzazione del suo raggio d'azione aziendale.

Alla data di riferimento della presente relazione, la struttura del Gruppo facente capo a Snia articolato per settore di attività si presenta come segue:

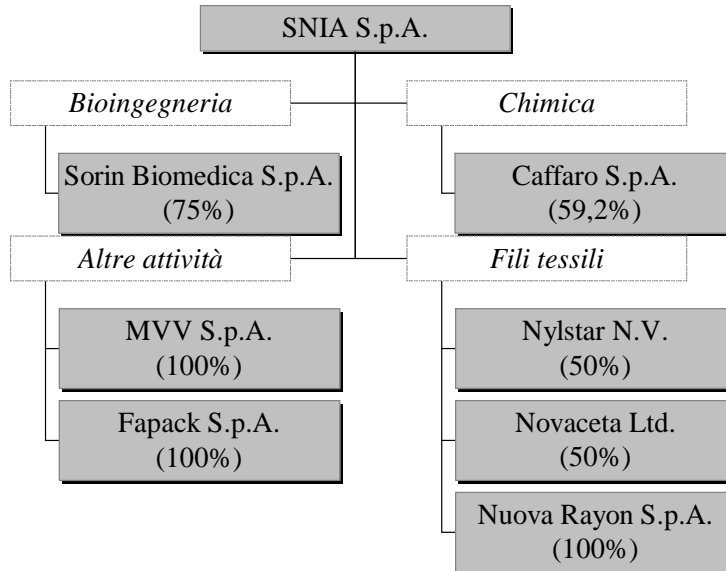
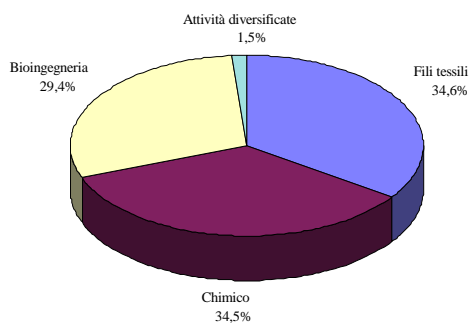


Figura 1: Struttura del gruppo Snia.

Nel 1998 i ricavi per settore di attività risultano così suddivisi:



Rinviando l'analisi del settore chimico facente capo a Caffaro Spa al successivo paragrafo 2.2.2, si esaminano qui di seguito i tratti salienti degli altri settori di attività nei quali si articola il Gruppo.

Figura 2: Ricavi netti 1998 per settore di attività

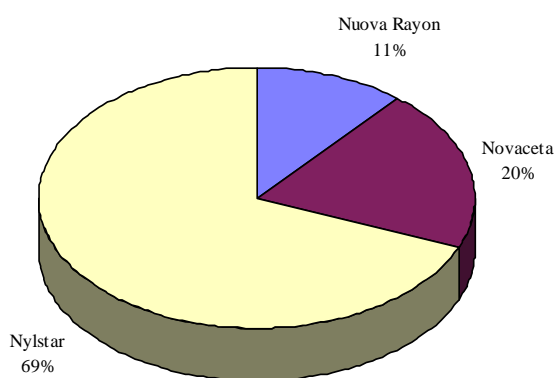
2.2.1.1 Il settore dei fili tessili (Nylstar, Novaceta, Nuova Rayon)

Snia è fra i principali produttori dell'Europa occidentale di filo nylon, filo acetato e filo rayon.

Come precedentemente anticipato, il settore dei fili tessili è composto dalle seguenti unità operative:

- Gruppo Nylstar, in joint venture al 50% con Rhodia, produce filo nylon;
- Gruppo Novaceta, in joint venture con Acordis, produce filo acetato;
- Nuova Rayon, posseduta al 100%, produce filo rayon.

I ricavi netti riferibili a questo settore ammontano, nel 1998, a circa 775 miliardi di lire e rappresentano il 33% dei ricavi totali del gruppo Snia. Essi sono prevalentemente generati dai fili di nylon.



Il settore dei fili tessili, anche per effetto delle menzionate joint venture, Nylstar e Novaceta, occupa posizioni di leadership a livello europeo. Sin dal 1994 Nylstar detiene una quota di mercato del 37% in Europa, superiore a quella di qualunque altro competitor continentale.

Figura 3: Ricavi netti 1998 per area d'affari (fili tessili)

Per ciò che riguarda l'area d'affari acetato, Novaceta è leader nel mercato europeo, con una quota di mercato del 68%; mentre, nell'area d'affari rayon, Snia opera attraverso Nuova Rayon, unico produttore nazionale, con una quota di mercato del 10% a livello europeo.

2.2.1.2 Il settore della bioingegneria (Gruppo Sorin)

Sorin Biomedica Spa, di cui Snia Spa detiene il 75% del capitale, è la società capofila del settore bioingegneria del gruppo Snia.

Sorin Biomedica, tramite le sue controllate, è una primaria società a livello mondiale nella produzione di prodotti cardiovascolari ed opera inoltre nei prodotti per emodialisi.

I ricavi netti riferiti a tale settore, realizzati prevalentemente in Italia, ammontano nel 1998 a 658 miliardi di lire e risultano scomposti come segue:

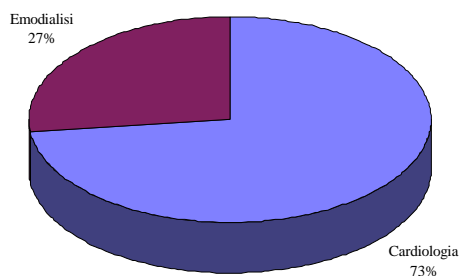


Figura 4: Ricavi netti 1998 per area d'affari (bioingegneria)

Sorin ha recentemente acquisito dal gruppo Gambro la società Cobe C.V, leader nelle attività cardiovascolari nel mercato U.S.A. Tale acquisizione appare in linea con la strategia di focalizzazione sul suo *core business* (cardiologia).

2.2.1.3 Le attività diversificate

Oltre ai tre settori a cui si è fatto riferimento nei paragrafi precedenti, il gruppo Snia svolge attività diversificate che possono così sintetizzarsi:

- industriale, attraverso Fapack Spa e M.V.V. Meccanico Vittorio Veneto Spa;
- immobiliare, attraverso Immobiliare Snia Srl;
- ricerche, attraverso Sniaricerche Scpa;
- servizi, attraverso la sub holding Sifi Spa e SGS Servizi Gruppo Snia Srl.

Come menzionato in premessa, al momento di redazione della presente relazione è in corso, oltre alla già menzionata operazione di fusione per incorporazione di Sorin Spa, un ulteriore progetto di fusione, sempre per incorporazione in Snia Spa, di Sifi Spa, Immobiliare Snia Srl e SGS Servizi Gruppo Snia Srl. Tali operazioni sono destinate a semplificare e razionalizzare la struttura societaria del Gruppo.

2.2.2 **Caffaro Spa**

Caffaro Spa, di cui Snia Spa detiene il 59,24% del capitale, è la società capofila del settore chimico del gruppo Snia. La Società in esame svolge attività di sub holding e detiene partecipazioni che operano in quattro aree principali: la chimica specialistica (intermedi di chimica fine, detersivi, additivi organici, e prodotti chimici per trattamenti delle acque), la produzione di film nylon per imballaggi, i fitofarmaci e la produzione di energia elettrica.

Attualmente l'attività della sub holding, tramite le sue controllate, si sta concentrando sempre più sulla chimica specialistica e sull'agrochimica, che rappresentano circa l'80% del fatturato.

A ciò si aggiunga la joint venture paritaria realizzata da Caffaro con Sondel, allo scopo di rafforzare la propria posizione competitiva nella produzione di energia elettrica e di sfruttare in misura superiore i vantaggi che potrebbero derivare dalla liberalizzazione, nel contesto nazionale, del settore dell'energia elettrica .

2.3 La data di riferimento dell'analisi e la documentazione considerata

La data di riferimento della presente stima peritale è il 30 giugno 1999.

Nello svolgimento del processo valutativo descritto nelle pagine che seguono, il sottoscritto perito ha acquisito ed analizzato, per tutte le Società direttamente o indirettamente interessate all'operazione, la seguente documentazione:

- statuto vigente;
- bilancio individuale e bilancio consolidato del Gruppo al 31 dicembre 1998 completo di relazione sulla gestione, relazione del Collegio Sindacale e della Società di revisione;
- relazione sulla gestione semestrale (1 gennaio 1999 – 30 giugno 1999);
- piani economici - finanziari per il quinquennio 1999 – 2004 predisposti dal management delle Società caposettore, con note esplicative di sintesi sulle ipotesi assunte a fondamento della costruzione dei piani;
- andamento delle quotazioni azionarie dei titoli Snia, Caffaro e Sorin Biomedica (fonte Bloomberg);
- analisi delle più recenti *Equity Research* predisposte da analisti finanziari delle principali banche di investimento sulle società del gruppo Snia ed interpretazione delle informazioni pubblicamente disponibili (quali dati di bilancio, prezzi di borsa, numeri di azioni in circolazione, previsioni economico - patrimoniali elaborate dai principali analisti finanziari);
- analisi delle caratteristiche operative, economiche e finanziarie delle società del gruppo Snia e dei settori in cui esse operano;

- elementi contabili, extracontabili e statistici ed ogni altra informazione ritenuta utile ai fini della presente analisi.

I dati e gli elementi informativi utilizzati ai fini della presente relazione sono stati utilizzati, così come predisposti e comunicati dalle Società, sul fondamento della loro correttezza e della loro corrispondenza al vero.

3 . IL PROCEDIMENTO SEGUITO E I CRITERI METODOLOGICI PRESCELTI

3.1 Le valutazioni in ipotesi di fusione

3.1.1 Premessa

L'operazione di fusione per incorporazione si realizza mediante l'annullamento delle azioni della società incorporata e l'aumento del capitale sociale della società incorporante. Le azioni così emesse sono assegnate ai soci della società incorporata diversi dalla società incorporante (nel caso in cui, come nella fattispecie in esame, quest'ultima partecipi nella società incorporanda prima della fusione).

La fusione solleva un complesso problema estimativo, il cui presupposto iniziale è la valutazione economica del capitale delle singole società interessate all'operazione ed il cui obiettivo finale è la determinazione del rapporto di cambio.

Da quanto sopra enunciato, deriva che la finalità ultima delle valutazioni per fusione non è tanto la determinazione dei valori assoluti dei capitali economici delle aziende pertinenti alle società interessate all'operazione, quanto l'ottenimento di valori significativamente confrontabili nella fase di calcolo del rapporto di cambio.

In coerenza con il citato obiettivo ed in accordo con la costante prassi in materia, il sottoscritto ha adottato un metro di giudizio uniforme lungo tutto il processo valutativo, al fine di salvaguardare gli interessi dei soci della incorporanda e della incorporante, con particolare riguardo ai soci di minoranza; si consideri al riguardo lo status di Società con titoli quotati di entrambe le Società interessate alla fusione.

Va specificato che l'adozione di un metro di giudizio uniforme non comporta necessariamente l'utilizzo di metodi di valutazione identici per tutte le società direttamente o indirettamente interessate alla fusione, in particolare se operanti in settori

diversi; bensì richiede l'applicazione di logiche valutative informate alle medesime finalità ed applicate con atteggiamento coerente. In particolare, il principio descritto orienta il processo valutativo alla scelta di soluzioni valutative ispirate ad un trattamento omogeneo dei dati, ancorché rispettoso delle specificità proprie di ciascuna realtà aziendale.

3.1.2 La valutazione dei capitali delle Società interessate alla fusione

3.1.2.1 Profili generali della stima

La dottrina aziendale e la pratica professionale hanno elaborato differenti metodi per la valutazione delle aziende, i quali mostrano una differente attitudine a segnalare al perito un congruo valore economico in funzione delle caratteristiche proprie della realtà da valutare.

Tra di essi si richiamano sinteticamente:

- i metodi patrimoniali, che basano le determinazioni quantitative sul valore corrente dei beni costituenti il patrimonio aziendale;
- i metodi reddituali, che calcolano il valore economico del capitale d'impresa in funzione delle sole prospettive di reddito e, in via diretta, prescindono dalle condizioni qualitative e quantitative dei beni che costituiscono il patrimonio aziendale;
- i metodi misti patrimoniali – reddituali, che associano i principi essenziali dei metodi reddituali e patrimoniali. Tra questi, i più diffusi sono quelli che concorrono alla stima autonoma del valore d'avviamento e ne sommano algebricamente l'importo al valore del patrimonio netto rettificato alla data della stima;
- i metodi finanziari, che fondano il calcolo del valore economico sui flussi di cassa generati dall'azienda e disponibili per gli azionisti. Tra questi la metodologia più diffusa è quella che fa riferimento alle prospettive dei flussi di cassa operativi netti. Essa stima in via diretta il valore economico del capitale operativo investito netto e giunge alla determinazione del valore economico del capitale di proprietà sommando algebricamente al primo il valore della posizione finanziaria netta alla data della valutazione. Tale metodologia di derivazione anglosassone è nota come *unlevered discounted cash flow method*.

Nella determinazione del rapporto di cambio il ruolo del valore delle società interessate alla fusione calcolato con i criteri sopra richiamati assume generalmente significato principale. Tuttavia, quando le società direttamente interessate alla fusione hanno azioni quotate in mercati mobiliari regolamentati, prassi e dottrina suggeriscono di tener conto, in via complementare, dei rispettivi valori di mercato, calcolati sulla base delle quotazioni riferite a periodi di tempo sufficientemente ampi. In tal caso il quadro dei riferimenti valutativi si arricchisce: ai criteri metodologici dinanzi descritti si affianca l'irrinunciabile contributo segnaletico offerto dai prezzi espressi dal mercato. L'approccio descritto è stato seguito anche nella stima elaborata ai fini che qui interessano.

3.1.2.2 La scelta dei criteri di valutazione

A conclusione delle considerazioni generali esposte al precedente paragrafo, il sottoscritto perito ha ritenuto pertinente utilizzare quale primo metodo, per la stima del valore economico delle aziende direttamente partecipanti alla fusione, il criterio finanziario. Come termine complementare di giudizio sono state successivamente accolte le indicazioni espresse dal mercato mobiliare, in un periodo giudicato significativo, relativamente ai titoli emessi dalle imprese interessate alla fusione.

La scelta del criterio finanziario, all'interno del ventaglio delle soluzioni disponibili, è avvenuta tenendo conto del maggior credito di cui dispongono nella dottrina aziendale i metodi valutativi fondati sui flussi e, in particolare, quelli fondati sulla dinamica attesa dei flussi finanziari, raccomandati tra l'altro dalla miglior prassi nazionale ed internazionale. A ciò si aggiunga che, nelle fattispecie in esame, il criterio finanziario, applicato nell'accezione più diffusa nella pratica (*unlevered discounted cash flow*), ben si adatta alle caratteristiche delle entità da valutare, che hanno dimostrato negli anni passati di poter generare, con l'operatività corrente, significativi flussi di liquidità. L'esistenza di piani economico-finanziari dettagliati per settori di attività (chimico, bioingegneria, fili) ha reso possibile uno sviluppo completo della metodologia esposta.

Poiché le Società interessate alla fusione sono parti di un gruppo multibusiness, si è trattato anzitutto di individuare i diversi perimetri aziendali - d'ora innanzi denominati entità - che configurano le unità di business in cui si è convenzionalmente articolato il processo valutativo. Le entità così definite sono state quindi oggetto di autonoma stima secondo il citato criterio finanziario.

Ciò chiarito, si è proceduto stimando i valori economici delle sub holding Caffaro e Sorin sulla base dei dati economici riferibili, rispettivamente, al settore chimico e a quello della bioingegneria. Anche le altre entità, direttamente controllate da Snia (segnatamente le tre del settore fili e quelle diversificate, V. *Supra* par. 2.2.1.1 e 2.2.1.3) sono state oggetto di autonoma stima, sempre ricorrendo alla metodologia finanziaria. Il valore della capogruppo Snia è quindi fatto pari alla sommatoria : a) del valore economico - per la quota di possesso di Snia - attribuito al settore chimico facente capo a Caffaro nel senso sopra precisato e b) dei valori economici - per la quota di possesso di Snia - del settore bioingegneria facente capo a Sorin e delle altre entità controllate dalla Capogruppo individualmente considerate; il valore così ottenuto è stato successivamente rettificato c) per tenere conto, sempre in logica finanziaria, degli oneri e degli eventuali proventi derivanti dall'attività di controllo e coordinamento svolta dalla Capogruppo in quanto tale per la gestione del proprio portafoglio.

Si premette sin d'ora che i valori economici autonomamente attribuiti alle diverse entità in cui si è articolato il processo valutativo sono stati nel seguito sommati in Snia in misura strettamente proporzionale alla quota di possesso della Capogruppo al loro capitale, vale a dire senza riconoscere alcun premio di maggioranza legato al cosiddetto controllo. Tale soluzione, coerente con il criterio finanziario adottato, che, per definizione, esclude l'apprezzamento del premio in parola, è del resto in linea con la dottrina in materia di valutazioni in ipotesi di fusione e risulta meglio rispondente ad esigenze di equità tra i soci delle due Società interessate all'operazione.

Al fine di offrire un quadro di sintesi, viene presentato nella successiva tabella il livello di articolazione seguito nel procedimento valutativo dinanzi illustrato. Per ciascuna entità (a seconda dei casi gruppo o società individuale) sono quindi stati calcolati i flussi di cassa operativi, la struttura finanziaria, il costo del capitale investito e le altre grandezze metodologicamente rilevanti per l'applicazione del criterio finanziario.

| SETTORE DI ATTIVITÀ | Entità oggetto di valutazione | % di SNIA |
|----------------------------|--------------------------------------|------------------|
| CHIMICO | Gruppo Caffaro | 59,2% |
| BIOINGEGNERIA | Gruppo Sorin | 75,0% |
| FILI TESSILI | Gruppo Nylstar | 50,0% |
| FILI TESSILI | Gruppo Novaceta | 50,0% |
| FILI TESSILI | Nuova Rayon | 100% |
| DIVERS - MECCANICO TESSILE | M.V.V. | 100% |
| DIVERS - CHIMICO | Fapack | 100% |

DIVERS - IMMOBILIARE
ATTIVITÀ HOLDING

Immobiliare Snia
Snia

100%

Per completezza, si segnala che nei flussi finanziari di Snia sono stati compresi anche quelli prodotti dalle Società di servizio del Gruppo - segnatamente la sub holding SIFI, Società per le Iniziative Immobiliari Spa, nonché SGS Servizi Gruppo Snia Srl e CTP Snia Spa - interamente possedute dalla holding. Peraltro tale approccio metodologico trova conferma nelle prospettate operazioni di fusione per incorporazione di SIFI Spa e SGS Srl in SNIA Spa, da sottoporre a convocanda assemblea degli azionisti unitamente all'operazione di fusione qui esaminata.

Si osserva da ultimo che si è derogato al criterio valutativo principale per la stima del capitale economico di Immobiliare Snia Srl, che gestisce immobili di proprietà. Secondo dottrina e coerentemente con la prassi più diffusa, la valutazione del capitale economico di società aventi caratteristiche simili a quella ora richiamata è condotta generalmente adottando il metodo patrimoniale semplice, che, come indicato al precedente par. 3.1.2.1, richiede di rettificare il patrimonio netto contabile per accogliere eventuali plusvalenze e/o minusvalenze emergenti dalla riespressione a valori correnti dei valori che compongono il patrimonio di pertinenza dell'impresa medesima.

3.2 Descrizione del criterio finanziario

I criteri finanziari si ispirano al concetto (valido per qualsivoglia investimento) che il valore di un'azienda è funzione diretta del valore attualizzato dei flussi netti di cassa che si stima essa genererà per mezzo dell'attività operativa caratteristica, nonché, in funzione inversa, degli investimenti necessari alla generazione di quei flussi. Nel filone di questo criterio generale, la prassi, specie anglosassone, ha sviluppato diverse metodologie applicative tra le quali la più diffusa è nota come *unlevered discounted cash flow method*.

Tale criterio conduce preliminarmente alla stima del valore economico del capitale investito operativo netto d'azienda sulla base delle prospettive di evoluzione dei flussi di cassa operativi netti attualizzati (da cui sono esclusi i flussi generati da componenti finanziari positivi e negativi).

Il valore economico del capitale di proprietà è poi stimato sommando algebricamente al valore economico del capitale investito operativo netto la posizione finanziaria netta,

positiva o negativa, dell'azienda alla data di riferimento della stima, nonché i cosiddetti *surplus asset*, ovvero i capitali accessori.

L'algoritmo applicativo del criterio in considerazione è il seguente:

$$W = \sum FC_t * v^t + Wf * v^{n+1} + PF$$

dove:

- W è il ricercato valore economico;
- FC sono i flussi di cassa operativi dell'anno t ;
- Wf è il valore finale (o valore residuo) dell'azienda. La grandezza in parola è determinata in funzione del flusso di cassa operativo netto dell'ultimo periodo dell'orizzonte temporale capitalizzato ad un tasso k ';
- v^t è il coefficiente di attualizzazione $1 / (1+k)^t$;
- k è il tasso di attualizzazione espressivo del costo medio del capitale;
- PF è la posizione finanziaria netta alla data di riferimento della valutazione.
- SA sono i *surplus asset*.

Il criterio in esame postula anzitutto la stima dei flussi di cassa operativi netti per ciascun anno dell'orizzonte temporale considerato.

Il valore finale, come dianzi indicato, è di norma calcolato capitalizzando in perpetuità il flusso di cassa atteso nell'ultimo periodo dell'orizzonte di previsione. Il tasso (k') impiegato nel processo di capitalizzazione del flusso di quest'ultimo periodo, ove sia ragionevolmente ipotizzabile una crescita nel tempo di tale flusso, è talora assunto in misura inferiore al tasso (k) utilizzato per l'attualizzazione dei singoli flussi annuali dell'orizzonte analitico della previsione. Nel caso in cui oltre l'orizzonte considerato sussistano tuttavia condizioni di incertezza e rischio di rilievo con riguardo allo sviluppo temporale dei flussi in questione, il tasso (k') è assunto in misura pari o superiore al tasso (k).

Il valore così determinato è poi opportunamente attualizzato alla data di riferimento della stima.

Il tasso di attualizzazione (k) esprime il costo medio ponderato del capitale proprio e di prestito, al netto d'imposta, alla data di riferimento della stima.

La posizione finanziaria netta è costituita dalle liquidità disponibili e, in genere, dagli investimenti in attività finanziarie espressi a valori correnti di mercato, al netto dei debiti finanziari onerosi.

I *surplus asset* rappresentano attività accessorie che non trovano valorizzazione nei flussi finanziari considerati dall'algoritmo valutativo.

3.3 Il riferimento ai valori di mercato

Il «valore» di un'impresa, quale deriva dalla applicazione dei criteri valutativi informati alla stima del valore economico, si contrappone spesso, soprattutto nei casi della stima del valore di società con titoli negoziati in mercati mobiliari organizzati, ad un differente apprezzamento (il «prezzo») espresso dal mercato per la medesima impresa.

In tal caso le prospettive secondo le quali quest'ultima è valutata non necessariamente coincidono con quelle a cui fanno riferimento i criteri illustrati nei precedenti paragrafi. Infatti, nell'ambito di una stima aziendale, con i metodi dianzi descritti sono enfatizzate specifiche quantità (il patrimonio, i flussi di reddito, i flussi di cassa ecc.) che il mercato non è spesso in grado di misurare con precisione a causa di un'informativa societaria parziale o sintetica. Nei prezzi espressi dal mercato si riflettono molteplici circostanze: i giudizi esterni inerenti le attese gestionali, i condizionamenti macroeconomici che l'ambiente provoca, taluni componenti immateriali del valore (quali le risorse umane, la posizione di mercato, il patrimonio tecnologico, ecc.) non facilmente traducibili in quantità stimabili secondo i canoni valutativi tradizionali. Si riflettono altresì le tendenze generali del mercato e le aspettative di risultati, specie nella prospettiva di portatori di pacchetti non di controllo.

Pertanto, mentre il «valore economico» di un'impresa ha di norma una valenza «generale» - che prescinde cioè da circostanze ricollegabili a posizioni particolari di potenziali od effettivi acquirenti e venditori e che deriva da calcoli effettuati con criteri razionali, condivisi dalla dottrina aziendale, verificabili nei procedimenti utilizzati - il «valore» espresso dal mercato ha, in genere, diverso significato. Le quotazioni di Borsa, infatti, si formano in relazione a negoziazioni rappresentative di investimenti preminentemente finanziari (e non strategici), riferiti a quote minoritarie del capitale d'impresa. In relazione a ciò, il mercato tende a riflettere sui corsi, con efficacia direttamente correlata alla sua efficienza e all'ampiezza delle informazioni disponibili, le

attese di reddito, anche per le possibili connessioni con misure di futuri dividendi e di «capital gains».

«Valore generale» e «valore di mercato» («prezzo») rappresentano dunque due grandezze differenti per genesi, significato, modalità di formazione ed utilizzo e, pertanto, non risultano direttamente rapportabili fra loro. In altre parole, l'eterogeneità strutturale tra «valore» e «prezzo» non permette, all'interno di ciascuna società, di compendiarne significativamente in un'unica quantità di sintesi, con qualsivoglia tipo di media, gli eventuali differenti aspetti che la compongono.

Infine, a causa della variabilità e della volatilità insita fisiologicamente nei «prezzi» espressi dal mercato, il riferimento ad essi nell'ambito di una valutazione di impresa (con titoli quotati) è necessariamente subordinato alla verifica di alcune preliminari condizioni di significatività (cioè, di utilizzabilità) dei prezzi stessi. Occorre, in altre parole, prendere atto che il prezzo espresso da una singola seduta di Borsa non può avere un significato generale da cui estrapolare l'intero valore della società emittente il titolo negoziato: occorre invece individuare un periodo di tempo sufficientemente ampio e relativamente omogeneo (per andamento generale del mercato e particolare del titolo in questione) per rilevare un prezzo medio significativo. Quest'ultimo deve essere inoltre depurato dagli effetti di eventuali operazioni straordinarie.

3.4 Le cosiddette difficoltà di valutazione

Il combinato disposto degli artt. 2501-*quater* e 2501-*quinqes* cod.civ. impone agli amministratori delle Società interessate alla fusione e all'esperto designato per esprimere il parere di congruità del rapporto di cambio della fusione di dichiarare i criteri seguiti per la determinazione del predetto rapporto e le «difficoltà di valutazione» incontrate nel corso del processo valutativo che ha portato alla determinazione del rapporto di cambio.

Allo scopo di fornire un contributo agli amministratori e agli esperti, nonché di esplicitare le problematiche che condizionano il processo valutativo e la determinazione del rapporto di cambio, imponendo determinate scelte o l'assunzione di particolari ipotesi, si elencano qui di seguito specifiche «difficoltà di valutazione» incontrate nel processo di stima :

- l'oggettivo margine di incertezza, che è inevitabilmente presente quando, per lo sviluppo dei flussi di cassa attesi, si prendono in considerazione previsioni di non breve periodo riferibili a settori - fili tessili, chimico e bioingegneria - caratterizzati

da diversi livelli di sviluppo e redditività;

- la presenza di società con titoli quotati, anche di categorie diverse, è circostanza che impone la considerazione congiunta di «valori generali» aziendali e «valori di mercato» (o «prezzi») per una necessaria sintesi;
- nel corso del periodo di riferimento assunto per sviluppare il «criterio del mercato», una delle due Società è stata interessata da vicende riconducibili al suo assetto azionario di controllo. Tale circostanza ha richiesto particolare cautela nell'impiego delle quotazioni borsistiche;
- una Società coinvolta nella fusione ha in circolazione azioni di risparmio non convertibili, per le quali viene proposta la facoltà di conversione in azioni ordinarie. Tale circostanza impone di tenere conto, se accertata l'eventuale convenienza all'esercizio della conversione, dei relativi effetti indotti ai fini del ricercato rapporto di cambio.

4. LA STIMA DEL VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO DI SNIA SPA E DI CAFFARO SPA. ASPETTI APPLICATIVI COMUNI

Nel presente capitolo sono descritti i profili metodologici e applicativi rilevanti per la determinazione delle variabili e dei parametri necessari all'applicazione dei criteri prescelti. In tale sede, pertanto, si farà riferimento ai profili comuni alle due Società direttamente coinvolte nell'operazione di fusione, lasciando ai successivi paragrafi 5 e 6 l'illustrazione delle specificità relative a ciascuna di esse e delle risultanze quantitative.

4.1 L'applicazione del criterio finanziario (unlevered)

L'adozione del criterio in esame richiede – per ciascuna delle entità in cui si articola il processo valutativo e che sono analiticamente individuate al paragrafo 3.1.2.2 – la determinazione delle seguenti grandezze metodologicamente rilevanti: (i) i flussi di cassa operativi attesi nell'arco del periodo considerato; (ii) i tassi di attualizzazione a cui scontare i flussi di cassa operativi netti ed il valore residuo eventualmente attribuibile all'impresa al termine del piano; (iii) il valore residuo attribuibile all'azienda al termine del periodo temporale considerato e, infine, (iv) il valore della posizione finanziaria netta.

4.1.1 I flussi di cassa operativi netti

La costruzione dei flussi di cassa operativi netti è basata sui piani economico finanziari predisposti dalle Società capofila dei settori aziendali per il periodo 1999 - 2004.

I piani in parola, espressi in lire costanti, si fondano su assunzioni di scenario economico comuni all'intero Gruppo, mentre le assunzioni attinenti ai singoli settori sono formulate dalle Società capofila e sono segmentate successivamente per ogni specifica area di affari. Occorre sottolineare che i piani qui considerati sono stati redatti per le Società coinvolte nella fusione su basi *stand alone*; essi cioè non comprendono eventuali effetti sinergici relativi al presente progetto di aggregazione e alla conseguente semplificazione della struttura organizzativa e societaria del Gruppo.

Poiché nel caso di specie si assume quale riferimento la data del 30 giugno 1999, si è reso necessario enucleare dai piani in parola i flussi afferenti il primo semestre dell'esercizio in corso; ciò è stato eseguito sulla base dei dati esposti nelle situazioni semestrali al 30 giugno 1999. Ai fini che qui interessano, l'orizzonte temporale assunto è pari quindi a 5,5 annualità.

Ciò premesso, i flussi di cassa sono determinati partendo dal risultato operativo al netto delle imposte; a questo sono sommati i costi «non monetari» (tipicamente ammortamenti ed accantonamenti al netto degli utilizzi dei fondi) e sono dedotti gli impieghi connessi agli investimenti in capitale fisso e circolante.

I piani economico finanziari sono stati sottoposti a verifica per accertare la coerenza delle ipotesi assunte e la congruenza interna dei dati. A questo proposito, è stata verificata la ragionevolezza delle assunzioni di sviluppo dei settori di attività rispetto all'esperienza storica ed alle principali linee di conduzione strategica indicate nei piani economico finanziari, nonché alle prospettive oggi formulabili sull'evoluzione nel medio - lungo periodo del più ampio contesto macro - economico. La congruenza e la ragionevolezza delle ipotesi assunte e dei conseguenti sviluppi numerici ottenuti è stata in particolare esaminata avuto riguardo a:

- l'andamento dei ricavi suddivisi per settori di attività e per aree d'affari;
- l'evoluzione percentuale del margine operativo lordo (EBDITA), del risultato operativo (EBIT) ed il tasso di sviluppo dei medesimi aggregati;

- gli esiti dei processi di ristrutturazione inclusi nell'orizzonte temporale ed i cui riflessi quantitativi sono stati recepiti nei piani 1999/2004;
- le variazioni nelle voci del capitale circolante netto operativo, comparate agli andamenti dei ricavi e dei costi del venduto;
- i programmi degli investimenti, considerate le ipotesi strategiche soggiacenti ai piani, nonché le ipotesi di manutenzione ordinaria e straordinaria. Ai programmi in parola sono state da ultimo apportate variazioni per tenere conto degli investimenti a regime da inserire nel flusso di cassa potenziale, che viene capitalizzato in perpetuità per ottenere il valore residuo al termine dell'orizzonte temporale di previsione analitica.

Discorso a parte merita la stima delle imposte da dedurre dal reddito operativo, che sono state calcolate in base alle aliquote medie effettive applicabili a ciascuna entità oggetto di autonoma stima avendo riguardo, in particolare, al peso dei differenti regimi di tassazione dei redditi prodotti nei diversi Stati in cui operano le società che confluiscono nell'entità oggetto di stima separata. Per quanto concerne la definizione del *tax rate* delle unità italiane, si è tenuto conto dell'imposta IRAP, calcolata puntualmente sulla figura di reddito fiscalmente rilevante ai fini della specifica imposta.

Nella determinazione dei flussi di cassa previsti nell'orizzonte temporale di riferimento non si è tenuto conto dell'effetto delle perdite fiscali pregresse riportabili a nuovo. Queste, peraltro, sono state considerate quale elemento della fiscalità differita / anticipata calcolata da parte dell'Ufficio fiscale della Capogruppo. I crediti per imposte differite attive, al netto delle passive, sono stati trattati - previa loro attualizzazione secondo un ragionevole piano di recupero finanziario - alla stregua di attività accessorie (*surplus asset*) da sommare al valore del capitale investito operativo netto (V. *Infra* par. 4.1.5)

4.1.2 Il tasso di attualizzazione

Come rilevato in precedenza, il tasso di attualizzazione riflette il costo medio ponderato del capitale investito, sia di proprietà sia di debito, nonché la struttura finanziaria dell'entità da valutare.

Il tasso in parola, (k), è stato costruito in termini omogenei con la dinamica dei flussi di cassa oggetto di attualizzazione : esso è dunque un saggio reale e al netto di imposta.

In sostanza si è applicata la seguente formula di calcolo :

$$k = K_e * E / (E + D) + K_i * D / (D + E)$$

| | |
|--------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| $K_e; K_i$ | sono rispettivamente il costo del capitale proprio e del capitale di debito; |
| E | esprime il valore di mercato del capitale proprio; |
| D | esprime il valore di mercato dei debiti finanziari; |
| $E/(E+D); D/(E+D)$ | sono rispettivamente i «pesi» riferibili al capitale proprio ed a quello di debito sul totale delle fonti di finanziamento; |
| t | è l'aliquota d'imposta. |

4.1.2.1 Il costo del capitale proprio e di quello di debito

Il costo del capitale proprio (K_e) è stato definito, per via analitica, tenendo in considerazione i seguenti elementi :

- a) il *free risk rate*, cioè il saggio di rendimento, al netto di imposte, offerto da un investimento liquido a rischio sostanzialmente nullo ;
- b) il premio per il rischio, con il quale viene integrato il *free risk rate* per esprimere la maggior remunerazione richiesta per impieghi di capitale proprio nel settore in cui opera l'azienda considerata e, specificatamente, per l'azienda medesima.

A livello operativo, la componente priva del tasso di rischio è stata calcolata dapprima nella misura del 4,5% assumendo a riferimento i rendimenti nominali, netti di imposta, dei titoli di Stato a medio/lungo termine (Fonte, Il Sole 24 ore). La necessaria integrazione per apprezzare il rischio generale di mercato è stata determinata - prendendo a riferimento lo spread tra rendimento azionario e rendimento di titoli a rischio sostanzialmente nullo - nella misura del 5,5%, coerentemente con quanto indicato da autorevole dottrina¹ ed in linea con la prassi delle valutazioni di azienda. Il «premio per il rischio di mercato», così definito, è stato quindi corretto, in conformità con quanto previsto dal modello del *Capital Asset Pricing Model*, per tenere conto della rischiosità specifica dei settori considerati e delle Società interessate. A tale proposito si è fatto

¹ Tra gli altri Copeland, Koller e Murrin a pag. 574 di, *Il valore delle imprese*, ed. it. Il Sole 24 ore, 1998; Damodaran a pag. 26 di, *Manuale di valutazione finanziaria*, ed. it. Mc Graw Hill, 1996 e Guatri a pag. 83 di, *Trattato sulle valutazioni di aziende*, EGEA, 1998.

riferimento al cosiddetto coefficiente Beta, fornito dalla banca dati Bloomberg (i coefficienti « β », come noto, esprimono i differenziali tra i rischi specifici di un'azienda o di un settore e quelli medi di mercato). In particolare:

1) sono stati dapprima esaminati i coefficienti Beta delle Società direttamente o indirettamente interessate nel processo di fusione ed i cui titoli sono negoziati alla Borsa Valori di Milano, segnatamente cioè i β «*equity*» di Snia, Sorin Biomedica e di Caffaro;

2) sono stati quindi rilevati i β «*equity*» ed i β «*asset*»² di aziende comparabili operanti nei business in cui opera il Gruppo - vale a dire per imprese quotate che svolgono prevalente attività nei settori della bioingegneria, della chimica e dei fili tessili - e si è successivamente proceduto a calcolare i β medi per i singoli business;

3) sono stati istituiti opportuni confronti tra i β rilevati per le Società quotate del Gruppo ed i β medi del business di appartenenza.

Al termine del descritto processo sono stati definiti i coefficienti correttivi del «premio per il rischio di mercato» nel modo che segue :

- per quanto concerne i settori di attività facenti capo a Caffaro e Sorin sono stati utilizzati i β «*equity adjusted*»³ delle due società sub holding forniti da Bloomberg, con riferimento alla serie storica 27 agosto 1997/ 29 agosto 1999. A sostegno di tale scelta, si osserva che dai piani economico finanziari soggiacenti le valutazioni non sono emerse condizioni atte a modificare significativamente il loro profilo di rischio e che dal confronto (V. *Supra* sub 2) tra i coefficienti β delle due Società capofila e quelli medi dei rispettivi business di appartenenza non sono state riscontrate differenze degne di rilievo. Analogamente si è proceduto per quanto concerne la holding Snia.

- relativamente alle entità del settore fili tessili, non quotate, si è fatto riferimento ai β «*asset*» medi rilevati per le imprese comparabili e si è quindi proceduto a riaggiustare

² Il « β *asset*», o « β *unlevered*», esprime il coefficiente di correzione del premio per il rischio di mercato a prescindere dal profilo di rischio finanziario legato al grado di *leverage*. Di conseguenza, neutralizzando (*unlevering*) l'effetto di leva presente nei β *equity* rilevati sul mercato, si ottiene la figura del rischio operativo dell'impresa / settore considerato. Quindi si ha :

$$\beta_{asset} = \beta_{equity} * [1 + (1 - t) * D / E]$$

³ Si sono presi in considerazione i coefficienti di volatilità indicati da Bloomberg come «*adjusted beta*», ovvero la media ponderata tra il beta risultante dal calcolo ottenuto utilizzando i dati storici (*raw beta*), ponderato con un peso pari a 2/3, e il beta di un portafoglio di mercato perfettamente diversificato (ovvero pari a 1) , ponderato con un peso 1/3.

(*relevering*⁴) le grandezze in parola in funzione del rapporto di indebitamento obiettivo assunto per la stima delle singole entità sulla base del procedimento illustrato al successivo paragrafo 4.1.2.2;

Il costo del capitale di prestito (K_i) nominale è stato calcolato nella misura del 4,5 % (eguale all'*eurolibor* ad un anno prudenzialmente maggiorato di circa un punto) e risulta significativamente applicabile a tutte le entità oggetto di valutazione in ragione della loro appartenenza al medesimo Gruppo.

Da ultimo, si è trattato di depurare della componente inflazionistica i tassi (K_e) e (K_i), espressi in termini nominali, così da renderli omogenei con i flussi di cassa, reali, sviluppati nel piano. A tale proposito è stato assunto un tasso di inflazione programmata pari all'1,7% e si è fatto ricorso alla formula di Fisher per deflazionare i saggi nominali. Il costo dei mezzi di terzi è stato da ultimo rettificato per tenere conto del beneficio fiscale connesso alla deducibilità degli interessi passivi.

4.1.2.2 La struttura finanziaria adottata nella stima del costo del capitale

Coerentemente con quanto illustrato in precedenza, si tratta ora di determinare i «pesi» da attribuire al capitale di proprietà, vale a dire al rapporto $[E / (E+D)]$, ed al capitale di debito, quindi per $[D / (D+E)]$, espressivi della struttura finanziaria a regime. Le ricercate grandezze «E» e «D» sono state definite con riguardo a loro possibili valori di mercato in periodo prossimo alla data di riferimento della stima.

Per i settori (chimico e bioingegneria) consolidati nelle Società capofila quotate (Caffaro e Sorin) e per la holding Snia, il ricercato valore di mercato è stato assunto pari al valore derivante dalla capitalizzazione di borsa calcolata sulla base dei prezzi dei titoli nei dodici mesi precedenti il 3 settembre 1999. I mezzi di terzi sono stati definiti sul fondamento dei valori contabili e tenendo conto della dinamica dell'indebitamento prevista nei piani finanziari.

Per quanto riguarda invece le singole unità del settore fibre, per le quali non sono disponibili valori di borsa idonei ad esprimere il valore di mercato del capitale proprio, si

⁴ Muovendo dal β «asset» medio del business, calcolato sulla base del procedimento illustrato nella precedente nota 2, si è trattato di determinare il β equity delle tre Società per riflettere il rischio legato alla loro componente finanziaria. Quindi si ha:

$$\beta \text{ equity} = \beta \text{ asset} * [1 + (1 - t) * (D/E)]$$

è proceduto a stimare i pesi attribuibili ad «E» e «D» sviluppando un procedimento di calcolo iterativo, in grado di superare la circolarità implicita del modello derivante dalla circostanza che il valore economico del capitale proprio dipende, a sua volta, dal rapporto di indebitamento.

Da ultimo sono state esaminate le composizioni delle fonti finanziarie dei principali concorrenti operanti nei business della bioingegneria, della chimica e dei fili tessili al fine di verificare la ragionevolezza delle strutture finanziarie di riferimento assunte ai fini della presente indagine estimativa.

Sulla base delle grandezze sin qui definite si ottengono quindi i seguenti costi medi ponderati del capitale investito (valori arrotondati al secondo decimale).

| Entità oggetto di valutazione | K_e | $K_i*(1-t)$ | E/E+D | D/E+D | K |
|--------------------------------------|-------------------------|-------------------------------|--------------|--------------|-------------|
| <i>Gruppo Caffaro</i> | 7,21 | 2,75 | 94,3 | 5,7 | 6,90 |
| <i>Gruppo Sorin</i> | 7,48 | 2,75 | 70,4 | 29,6 | 5,77 |
| <i>Gruppo Nylstar</i> | 7,28 | 2,75 | 76,9 | 23,1 | 5,99 |
| <i>Gruppo Novaceta</i> | 6,94 | 2,75 | 87,2 | 12,8 | 6,28 |
| <i>Nuova Rayon</i> | 8,72 | 2,75 | 52,4 | 47,6 | 5,39 |
| <i>M.V.V.</i> | 7,30 | 2,75 | 76,9 | 23,1 | 6,02 |
| <i>Snia (con società di servizi)</i> | 6,33 | 2,75 | 100 | / | 6,33 |

4.1.3 Il valore residuo

Come già osservato, il valore finale dell'investimento operativo netto al termine dell'orizzonte di previsione è stato ottenuto capitalizzando ad un appropriato tasso (k'), su di un orizzonte temporale indefinito, il flusso di cassa prospettico a regime (vale a dire quello atteso a decorrere dal 2005). Quest'ultima grandezza è stata assunta pari al flusso di cassa dell'ultimo anno di previsione analitica (2004), fatta eccezione per le entità del settore dei fili tessili. Per apprezzare compiutamente la ciclicità qualificante il business in parola, si è proceduto infatti a determinare il flusso di cassa a regime fondando i calcoli su di una nozione di reddito sostenibile nel medio - lungo termine, ottenuta mediando i risultati operativi previsti nell'arco temporale esplicitamente considerato.

Ai fini della quantificazione del tasso (k') si è reso necessario apprezzare le tendenze di sviluppo reale dei flussi di cassa e le condizioni di rischio che incidono sulla crescita degli stessi nel lungo periodo. Si è osservato che esistono molteplici fattori di rischio che

per (D/E) pari alla struttura finanziaria obiettivo.

si riflettono sulle condizioni di crescita perpetua di questi flussi e che sono riconducibili, tra l'altro, alla fase del ciclo di vita attraversata dai business dei filati tessili e chimico ed alla accentuata competizione internazionale .

In considerazione di tali circostanze, e tenuto conto altresì delle difficoltà e delle incertezze delle previsioni formulate per orizzonti temporali di più ampio respiro, si è ritenuto congruo e prudente assumere prospettive di costanza nel tempo del flusso dell'ultimo anno.

Il tasso (k') è stato pertanto assunto in misura eguale al tasso (k), ovvero eguale al costo medio ponderato del capitale investito nell'entità oggetto di stima.

Tuttavia si è fatta eccezione per il settore facente capo a Sorin, per il quale si è ipotizzato un moderato saggio di crescita reale, (g) - omogeneo quindi con i flussi di cassa - nella misura dell'1 % in considerazione delle prospettive di sviluppo del settore della bioingegneria, delle competenze aziendali e delle strategie di crescita perseguite dal Gruppo nello specifico business. Di conseguenza, nella fattispecie in parola, il tasso di capitalizzazione (k') è stato assunto pari a ($k-g$).

4.1.4 L'investimento operativo netto

Il valore dell'investimento operativo netto (*firm value*) è costituito dalla somma di due addendi : il valore della sommatoria attualizzata dei flussi di cassa operativi netti stimati per i singoli esercizi dell'orizzonte di previsione ed il valore finale residuo, opportunamente attualizzato alla data di riferimento della stima.

4.1.5 La posizione finanziaria netta ed i surplus asset

Il ricercato valore da attribuire alle entità oggetto di valutazione risultante dall'applicazione del criterio finanziario è pari al valore dell'investimento operativo netto rettificato per tener conto della posizione finanziaria e della presenza di eventuali capitali accessori (i cosiddetti *surplus asset*) oggetto di autonoma stima.

La posizione finanziaria (qui considerata comprensiva delle partite creditorie cedute pro solvendo) è il risultato algebrico delle attività e delle passività emergenti dalle situazioni semestrali al 30 giugno 1999.

I *surplus asset* accolgono prevalentemente crediti per imposte differite attive attualizzati ad un tasso di sconto pari al costo del capitale investito. I capitali accessori comprendono altresì il valore attuale dei benefici previsti dalla DIT, in termini di aliquote

ridotte, che hanno trovato origine in aumenti di capitale già posti in essere da parte di alcune società del Gruppo.

4.2 Il riferimento al mercato di borsa

Per le considerazioni svolte al par. 3.3 a cui si rinvia, l'analisi condotta con il criterio del DCF è stata integrata con quella fondata sugli andamenti del mercato di borsa. Le due indicazioni valutative, quella cioè del metodo analitico valutativo per la stima del capitale economico e quella dei valori di mercato, si completano pertanto vicendevolmente: offrono cioè indicazioni di valore secondo prospettive tra loro non completamente coincidenti, ma comunque entrambe rilevanti.

Ciò premesso, il sottoscritto perito ha conseguentemente proceduto a raccogliere i prezzi di mercato dei titoli emessi da Snia Spa e Caffaro Spa in serie storiche significative, a determinare, sulla loro base, il rapporto di cambio e, in conclusione, a confrontare la risultanza di tale rapporto con quello emergente dall'applicazione del criterio analitico dell'*unlevered discounted cash flow*.

Sotto il profilo metodologico, l'esigenza di stemperare dinamiche erratiche o eccezionali delle quotazioni del singolo titolo hanno condotto lo scrivente a calcolare medie di prezzi per periodi non brevi di tempo. In particolare, sono stati analizzati i prezzi delle azioni ordinarie e delle azioni di risparmio convertibili di Snia e Caffaro e delle risparmio non convertibili di Snia assumendo, al riguardo, i seguenti periodi di riferimento a decorrere dal 3 settembre 1999: media 1 giorno; media 3 mesi; media 6 mesi; media 12 mesi.

In relazione a detti periodi di riferimento sono state calcolate le medie aritmetiche e le medie ponderate per i volumi negoziati. Si segnala sin da subito che, ai fini della presente indagine, si è quindi ritenuto opportuno assumere a riferimento dei valori di mercato i prezzi medi ponderati rilevati negli ultimi dodici mesi.

Tale periodo risulta compatibile, da un lato, con l'esigenza di neutralizzare le fluttuazioni di breve periodo che potrebbero essersi manifestate e, dall'altro, con l'esigenza di fermarsi al 3 settembre 1999, giorno borsistico immediatamente precedente all'annuncio della progettata fusione.

5. IL VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO DI CAFFARO S.P.A.

Nel seguito si riferisce in merito ai risultati ottenuti con l'applicazione del criterio finanziario alla società capofila del settore chimico, al quale afferiscono, tra le altre, le seguenti società : Industrie Chimiche Caffaro Spa, Caffaro Energia Srl, Caffaro FP Spa Flexibile Packaging, ecc.

5.1 Il criterio finanziario

Il valore complessivamente attribuibile alla sub holding Caffaro Spa, è stato stimato, secondo la metodologia indicata, in 852,8 miliardi di lire. Il dato è pari al valore del capitale investito operativo, rettificato successivamente per tenere conto della posizione finanziaria netta e dei surplus asset alla data del 30 giugno 1999.

a) Il valore del capitale investito operativo netto

I flussi di cassa operativi netti sono stati desunti dal piano economico finanziario del settore chimico, facente capo a Caffaro Spa, per il periodo di previsione esplicita 1999 - 2004. I flussi in parola sono stati in seguito coerentemente rettificati per rispecchiare le quote relative agli interessi di terzi.

Il valore residuo è stato determinato sulla base del flusso di reddito spendibile dell'ultimo anno di previsione esplicita, che riflette l'operatività a regime della nuova centrale termoelettrica a cogenerazione, entrata in funzione nell'esercizio precedente (2003). Il flusso finanziario così definito è stato quindi ridotto per considerare gli investimenti fisiologici di mantenimento e quindi capitalizzato in perpetuità al saggio, (k'), stimato pari al costo medio ponderato del capitale investito, (k).

Valore del capitale investito operativo netto (in miliardi di lire)

| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | Valore residuo |
|-----------------------------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------------------|
| | 2°sem. | | | | | | |
| EBDITA | 39,0 | 68,1 | 162,3 | 110,9 | 125,7 | 171,3 | 171,3 |
| Imposte | (8,6) | (12,1) | (39,8) | (26,6) | (30,1) | (43,9) | (43,9) |
| Flus. reddito spendibile | 30,4 | 56,0 | 122,5 | 84,3 | 95,6 | 127,4 | 127,4 |
| Invest. capitale | (2,8) | (76,1) | (92,1) | (140,7) | (100,2) | (46,6) | |
| Invest. a regime | | | | | | | (52,0) |
| Flus. cassa operativi netti | 27,6 | (20,1) | 30,5 | (56,4) | (4,6) | (80,8) | 75,4 |
| Valore residuo | | | | | | | 1092,4 |
| Tot. Flussi di cassa attualizzati | | | 42,2 | | | | |
| Valore residuo attualizzato | | | 756,9 | | | | |
| Val. capitale investito operativo | | | 799,1 | | | | |

Come illustrato al par. 4.1.2, il saggio, (k), utilizzato per attualizzare i flussi di cassa attesi nell'orizzonte temporale considerato e il valore residuo, è stato determinato nella misura del 6,90%, e trova ragione in un costo del capitale proprio, (K_e), pari al 7,21%, in un costo del capitale di debito al netto dello scudo fiscale, [$(K_i) * (1-t)$], pari al 2,75%, assunta una struttura finanziaria obiettivo composta da capitale di proprietà per circa il 95% e di debito per il residuo.

b) Il valore economico

Il valore del capitale investito operativo netto è stato dapprima rettificato per considerare la posizione finanziaria netta del settore di attività facente capo a Caffaro alla data di riferimento della stima (18,1 miliardi di lire).

Successivamente si è proceduto a stimare i cosiddetti surplus asset, che, nell'ambito del settore chimico, accolgono il valore attuale dei crediti per imposte differite attive (*tax asset*), nonché il valore attuale dei benefici previsti dalla DIT, in termini di aliquote ridotte, che hanno già trovato origine nell'operazione di aumento del capitale sociale di Industrie Chimiche Caffaro Spa, perfezionatasi nel luglio del 1999. Come si è avuto modo di anticipare al par. 4.1.1, tali ultime rettifiche si sono rese necessarie per considerare compiutamente gli effetti fiscali, positivi, che non sono stati recepiti nella determinazione dei flussi di cassa operativi del periodo di previsione analitica, che sono stati, invece, uniformemente calcolati assumendo un'aliquota teorica «piena» di prelievo fiscale, a prescindere cioè dagli effetti di cui si tratta.

Nell'ambito dei capitali accessori, si è tenuto conto della partecipazione in Snia ricerche - per la quota di possesso di Caffaro - che è stata oggetto di autonoma valutazione al successivo paragrafo 6.1.3.3, poiché esclusa dal perimetro di riferimento del settore chimico. Ai fini che qui interessano, si è da ultimo proceduto a considerare nel valore dei surplus asset l'esborso relativo alla distribuzione, a valere per l'esercizio 1999, del dividendo minimo riconosciuto per ciascuna delle azioni di risparmio convertibili ai sensi e per gli effetti dell'art. 30 dello statuto sociale. In conformità con quanto previsto nel progetto di fusione non si è reso necessario operare analoga rettifica per quanto concerne la remunerazione delle azioni ordinarie.

| Valore economico | |
|-------------------------------------|-------|
| Valore capitale investito operativo | 799,1 |
| Posizione finanziaria netta | 18,1 |

| | |
|------------------|-------|
| Surplus Asset | 35,6 |
| Valore economico | 852,8 |

5.2 I prezzi di mercato

Nelle figure che seguono viene riportato l'andamento assoluto e relativo delle azioni ordinarie e delle azioni di risparmio convertibili Caffaro nei 12 mesi precedenti l'annuncio della prospettata operazione di fusione.

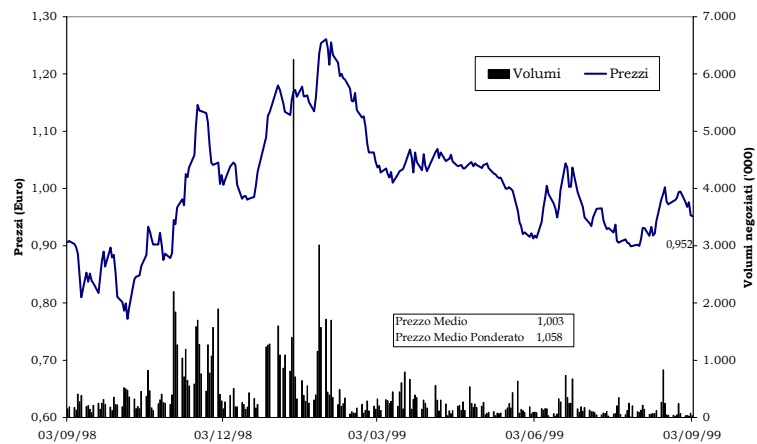


Figura 5 – Caffaro Ordinaria: andamento assoluto e volumi

Alla data del 3 settembre 1999, l'azione ordinaria Caffaro quotava su valori di poco superiori (+ 5% circa) a quelli registrati nei primi giorni del settembre del 1998.

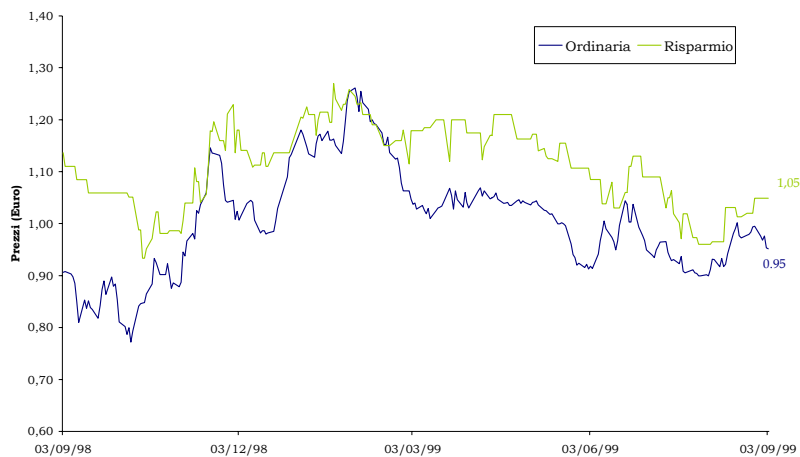


Figura 6 – Caffaro Ordinaria e Risparmio: andamento assoluto

N.B. Quando il titolo non è negoziato si assume il prezzo registrato nella seduta di borsa più recente

A far tempo da allora il titolo è dapprima salito, sino al febbraio del 1999, seguendo sostanzialmente l'andamento generale del mercato azionario, per poi entrare in un periodo di flessione, regredendo anche rispetto all'indice MIBTEL, che ha chiuso con un incremento del 16% sui dodici mesi precedenti.

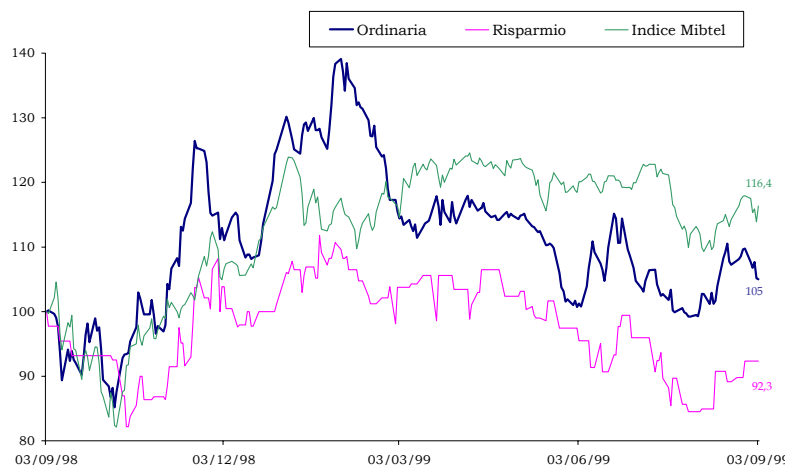


Figura 7 – Caffaro Ordinaria e Risparmio: andamento relativo (base 3 settembre 1998=100)

N.B. Quando il titolo non è negoziato si assume il prezzo registrato nella seduta di borsa più recente

Nel sottostante prospetto si evidenzia il valore derivante dalla capitalizzazione di borsa sulla base del prezzo medio ponderato rilevato nel periodo 3 settembre 1998/ 3 settembre 1999. Per le azioni di risparmio che hanno presentato limitati movimenti, per scarsa liquidità, si è fatto riferimento alle medie semplici.

| | <i>Azioni ordinarie</i> | <i>Azioni risparmio</i> | <i>Capitalizzazione (lire milioni)</i> |
|-------------------------------|-------------------------|-------------------------|--------------------------------------------|
| Numero azioni | 244.182.021 | 53.320.370 | |
| <i>Media ponderata</i> | | | |
| Prezzo medio 12 mesi (lire) | 2.047,95 | | 500.073 |
| <i>Media semplice</i> | | | |
| Prezzo medio a 12 mesi (lire) | | 2.161,56 | <u>115.255</u> |
| | | | 615.328 |

6. IL VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO DI SNIA SPA

Nel seguito si riferisce in merito ai risultati ottenuti con l'applicazione dei prescelti criteri valutativi alla società Snia Spa.

6.1 Il criterio finanziario

Come indicato al punto 3.1.2.2, il valore economico di Snia Spa è fatto pari alla sommatoria dei valori economici attribuibili, secondo il criterio dell'*unlevered discounted cash flow*, alle proprie partecipate, che danno contenuto alle entità suscettibili di autonoma stima nel senso più volte precisato. Il valore ottenuto da tale aggregazione è stato quindi rettificato per considerare, sempre in logica finanziaria, gli oneri attinenti all'attività di coordinamento ed indirizzo strategico del Gruppo svolta da parte di Snia Spa.

Nel precedente capitolo 5, si è proceduto a determinare il valore economico attribuito alla società sub holding Caffaro, capofila del settore chimico, secondo la descritta metodologia principale. Nel prosieguo tale metodologia sarà applicata dapprima alle altre entità del Gruppo e, infine, alla holding Snia in quanto tale.

6.1.1 Il valore del settore bioingegneria (Gruppo Sorin)

Oltre alla sub holding Sorin Spa, sono tra le altre comprese nel settore bioingegneria le seguenti società: Cobe Cardiovascular Inc, Dideco Spa, Bellco Spa, Sorin Biomedica Cardio Spa.

Il valore complessivamente attribuibile al settore facente capo a Sorin è stato stimato, secondo la metodologia indicata, in 1.357,9 miliardi di lire. Il dato è pari al valore del capitale investito operativo, rettificato successivamente per tenere conto della posizione finanziaria netta e dei capitali accessori alla data di riferimento della perizia.

a) Il valore del capitale investito operativo netto

I flussi di cassa operativi netti sono stati desunti dal piano economico finanziario predisposto dalla Società capofila del settore bioingegneria per il periodo 1999 - 2004. Si osserva che il flusso del secondo semestre del 1999 riflette consistenti oneri di ristrutturazione per costi straordinari connessi all'acquisizione e successiva integrazione di Cobe C.V. Il valore residuo è stato determinato capitalizzando in perpetuità il flusso di cassa dell'ultimo anno di previsione analitica, rettificato per tenere conto degli investimenti di manutenzione a regime. Allo scopo di rispecchiare le attese di crescita reale dei flussi successivi al 2004, viene utilizzato nel processo di capitalizzazione un

saggio, (k'), determinato in misura inferiore a quello, (k), adottato per attualizzare i flussi di cassa considerati nel periodo esplicito di previsione.

Valore del capitale investito operativo netto (in miliardi di lire)

| | 1999 2°sem. | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | Valore residuo |
|-----------------------------------|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|-------------------|
| EBDITA | 42,3 | 144,7 | 167,4 | 179,0 | 187,4 | 195,2 | 195,2 |
| Imposte | (5,0) | (32,9) | (41,9) | (47,3) | (51,2) | (55,2) | (55,2) |
| Flus. reddito spendibile | 37,3 | 111,8 | 125,5 | 131,7 | 136,2 | 140,0 | 140,0 |
| Invest. capitale | (12,3) | (38,8) | (56,9) | (51,2) | (49,2) | (57,6) | |
| Invest. a regime | | | | | | | (51,0) |
| Flus. cassa operativi netti | 25,0 | 73,0 | 68,6 | 80,5 | 87,0 | 82,4 | 89 |
| Valore residuo | | | | | | | 1864,5 |
| Tot. flussi di cassa attualizzati | | 345,2 | | | | | |
| Valore residuo attualizzato | | 1.369,2 | | | | | |
| Val. capitale investito operativo | | 1.714,4 | | | | | |

Come illustrato al par. 4.1.2, il saggio di attualizzazione (k), espresso in termini reali, è stato determinato nella misura del 5,77% e trova ragione in un costo del capitale proprio, (K_e), pari al 7,48%, in un costo del capitale di debito, [$(K_i) \cdot (1-t)$], pari al 2,75%, assunta una struttura finanziaria obiettivo composta da capitale di proprietà per circa il 70% e di debito per il residuo. Il saggio, (g), espressivo delle attese di crescita dei flussi al termine del periodo di previsione analitica, è stato fissato nella misura dell'1%; il tasso di capitalizzazione del flusso di cassa dell'ultimo anno di previsione analitica, (k'), viene pertanto definito nella misura del 4,77%.

b) Il valore economico

Il valore del capitale investito operativo netto è stato rettificato in diminuzione per considerare la posizione finanziaria netta del settore di attività facente capo a Sorin alla data di riferimento della stima. Questa, infatti, presenta un saldo negativo per 392,7 miliardi di lire.

Si è quindi proceduto a stimare i cosiddetti surplus asset, costituiti dal valore attuale dei crediti per imposte differite attive (*tax asset*). Come già illustrato al par. 4.1.1, si tratta di un aggiustamento teso a considerare gli effetti fiscali, positivi, che sono stati ignorati nella determinazione dei flussi di cassa operativi, uniformemente calcolati nel periodo di

previsione analitica assumendo un'aliquota teorica «piena» di prelievo fiscale, a prescindere cioè dagli effetti di cui si tratta. Analogamente, si è proceduto ad integrare i capitali accessori per tenere conto del valore attuale dei benefici previsti dalla DIT a seguito dell'operazione di aumento del capitale sociale posta in essere da una società del gruppo Sorin.

Nell'ambito dei surplus asset si è tenuto conto, infine, della partecipazione in Sniercerche - per la quota di possesso di Sorin - che è stata oggetto di autonoma valutazione al successivo paragrafo 6.1.3.3, in quanto, ai fini che qui interessano, non è stata considerata nel perimetro del settore facente capo a Sorin.

| Valore economico | |
|-------------------------------------|---------|
| Valore capitale investito operativo | 1.714,4 |
| Posizione finanziaria netta | (392,7) |
| Surplus asset | 36,2 |
| Valore economico | 1.357,9 |

6.1.2 Il valore del settore filii (Nylstar , Novaceta, Nuova Rayon)

6.1.2.1 Nylstar N.V.

Di seguito si indicano le fasi sviluppate nel processo di stima del gruppo facente capo a Nylstar N.V.

a) Il valore del capitale investito operativo netto

I flussi di cassa operativi netti sono stati desunti dal piano economico finanziario consolidato 1999/2004 ed accolgono le risultanze delle società controllate (Nylstar Deutchland GmbH, Nylstar S.A. - France, Nylstar S.A. -Espana, Stilon, Chemlon ecc.) Nella stima del valore residuo, si è prudenzialmente tenuto conto dei possibili picchi congiunturali derivanti dalla ciclicità che caratterizza il settore dei filii tessili nel quale opera la joint venture con Rhodia. A tal fine, si è proceduto a determinare il flusso di cassa prospettico a regime (vale a dire a decorrere dal 2005) fondando i calcoli su di una grandezza di reddito sostenibile nel medio lungo termine, che è stata ottenuta mediando aritmeticamente i risultati operativi previsti nell'ultimo quadriennio di previsione esplicita (2001/04).

Valore del capitale investito operativo netto (in miliardi di lire)

| | 1999 2°sem. | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | Valore residuo |
|-----------------------------------|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|-------------------|
| EBDITA | 67,3 | 172,6 | 206,1 | 214,0 | 233,3 | 238,0 | 222,9 |
| Imposte | (11,0) | (34,1) | (46,6) | (47,5) | (55,0) | (56,2) | (50,3) |
| Flus. reddito spendibile | 56,3 | 138,5 | 159,5 | 166,5 | 178,3 | 181,8 | 172,6 |
| Invest. capitale | (27,5) | (123,9) | (91,1) | (84,3) | (67,8) | (69,5) | |
| Invest. a regime | | | | | | | (56,3) |
| Flus. cassa operativi netti | 28,8 | 14,6 | 68,4 | 82,2 | 110,5 | 112,3 | 116,3 |
| Valore residuo | | | | | | | 1.942,7 |
| Tot. Flussi di cassa attualizzati | | 334,2 | | | | | |
| Valore residuo attualizzato | | 1.410,9 | | | | | |
| Val. capitale investito operativo | | 1.745,1 | | | | | |

Rinviando a quanto illustrato al par. 4.1.2, si osserva che il saggio di attualizzazione k , espresso in termini reali, è stato determinato nella misura del 5,99% e trova ragione in un costo del capitale proprio, (K_e), pari al 7,28 %, in un costo del capitale di debito, [$(K_i) * (1-t)$], pari al 2,75%, assunta una struttura finanziaria obiettivo composta da capitale di proprietà per oltre il 75% e capitale di debito per il residuo. Il tasso, (k'), utilizzato per la capitalizzazione del flusso di cassa prospettico a regime, è stato anch'esso fissato nella misura del 5,99%.

b) Il valore economico

Il valore del capitale investito operativo netto è stato quindi rettificato in diminuzione per 413,5 miliardi di lire, pari alla posizione finanziaria netta alla data di riferimento della stima. Coerentemente con l'approccio sin qui seguito, si è trattato da ultimo di considerare i *surplus asset*, riconducibili al valore attuale dei crediti per imposte differite attive e prepagate, quantificati in 14,3 miliardi di lire.

| Valore economico | |
|-------------------------------------|----------------|
| Valore capitale investito operativo | 1.745,1 |
| Posizione finanziaria netta | (413,5) |
| Surplus asset | 14,3 |
| Valore economico | 1.345,9 |

6.1.2.2 Novaceta Limited

Di seguito si indicano le fasi sviluppate nel processo di stima del gruppo facente capo a Novaceta Limited.

a) Il valore del capitale investito operativo netto

I flussi di cassa operativi netti sono stati desunti dal piano economico finanziario redatto dal management aziendale per il periodo di previsione esplicita e recepiscono le risultanze delle società controllate (Novaceta Spa, Novaceta GMBH e Novaceta France) consolidate in Novaceta Limited. Si osserva che l'andamento economico del secondo semestre del 1999 riflette i rilevanti oneri straordinari di ristrutturazione delle unità produttive. Nel processo di stima del flusso di cassa operativo impiegato per la stima del valore residuo, si è proceduto a mediare aritmeticamente i risultati operativi previsti nell'ultimo quadriennio di pianificazione esplicita (2001/04) allo scopo di stemperare, nella grandezza di reddito operativo espressivo della profittabilità sostenibile nel medio lungo periodo, i possibili picchi congiunturali dalla ciclicità dello specifico business.

Valore del capitale investito operativo netto (in miliardi di lire)

| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | Valore residuo |
|-----------------------------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------------------|
| | 2°sem. | | | | | | |
| EBDITA | (23,0) | 19,9 | 32,0 | 32,7 | 33,2 | 33,8 | 32,9 |
| Imposte | (0,4) | (4,2) | (9,0) | (9,9) | (10,1) | (10,4) | (10,0) |
| Flus. reddito spendibile | (23,4) | 15,7 | 23,0 | 22,8 | 23,1 | 23,4 | 22,9 |
| Invest. capitale | (8,4) | (6,8) | (8,0) | (5,5) | (10,9) | (10,1) | |
| Invest. a regime | | | | | | | (10,1) |
| Flus. cassa operativi netti | (31,8) | 8,9 | 15,0 | 17,3 | 12,2 | 13,3 | 12,8 |
| Valore residuo | | | | | | | 203,7 |
| Tot. Flussi di cassa attualizzati | | 23,0 | | | | | |
| Valore residuo attualizzato | | 145,7 | | | | | |
| Val. capitale investito operativo | | 168,7 | | | | | |

Rinviando a quanto illustrato al par. 4.1.2, si osserva che il saggio di attualizzazione (k), espresso in termini reali, è stato determinato nella misura del 6,28% e trova ragione in un costo del capitale proprio, (K_e), pari al 6,94%, in un costo del capitale di debito, [$(K_i) * (1-t)$], pari al 2,75%, assunta una struttura finanziaria obiettivo composta da capitale di proprietà per circa l'87% e di debito per il residuo.

b) Il valore economico

Il valore del capitale investito netto operativo è stato quindi rettificato per considerare la posizione finanziaria netta di Novaceta alla data di riferimento della stima.

| Valore economico | |
|-------------------------------------|--------------|
| Valore capitale investito operativo | 168,7 |
| Posizione finanziaria netta | (20,7) |
| Valore economico | 148,0 |

6.1.2.3 Nuova Rayon Spa

Di seguito si indicano le fasi sviluppate nel processo di stima.

a) Il valore del capitale investito operativo netto

I flussi di cassa operativi netti sono stati desunti dal piano economico finanziario redatto dal management per il periodo di previsione esplicita. Per la stima del valore residuo si è tenuto conto, in linea con le altre società operanti nel settore dei fili tessili, della ciclicità dello specifico business determinando il flusso di cassa prospettico a regime (vale a dire dal 2005) sulla base di una figura di reddito sostenibile nel medio lungo termine, ottenuta mediando aritmeticamente i redditi operativi previsti negli ultimi quattro esercizi (2001/04) considerati nel periodo di previsione analitica.

Valore del capitale investito operativo netto (in miliardi di lire)

| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | Valore residuo |
|-----------------------------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------------------|
| | 2°sem. | | | | | | |
| EBDITA | 1,0 | 6,9 | 10,2 | 12,9 | 13,2 | 14,3 | 12,7 |
| Imposte | (0,3) | (1,0) | (2,4) | (3,5) | (3,8) | (4,0) | (3,4) |
| Flus. reddito spendibile | 0,7 | 5,9 | 7,8 | 9,4 | 9,4 | 10,3 | 9,3 |
| Invest. capitale | (0,1) | (3,5) | (3,4) | (3,1) | (3,5) | (3,4) | |
| Invest. a regime | | | | | | | (3,4) |
| Flus. cassa operativi netti | 0,6 | 2,4 | 4,4 | 6,3 | 5,9 | 6,9 | 5,9 |
| Valore residuo | | | | | | | 108,9 |
| Tot. Flussi di cassa attualizzati | | | 21,7 | | | | |
| Valore residuo attualizzato | | | 81,6 | | | | |
| Val. capitale investito operativo | | | 103,3 | | | | |

Il saggio di attualizzazione (k), espresso in termini reali, è stato determinato nella misura del 5,39% e trova ragione in un costo del capitale proprio, (K_e), pari all' 8,72%, in un costo del capitale di debito, [$(K_i) * (1-t)$], pari al 2,75%, assunta una struttura finanziaria obiettivo composta da capitale di proprietà per circa il 50 % e di debito.

b) Il valore economico

Il valore economico di Nuova Rayon viene pertanto definito in 56,1 miliardi di lire, pari al valore del capitale investito operativo rettificato per considerare la posizione finanziaria netta alla data di riferimento della stima.

| Valore economico | |
|-----------------------------------|-------------|
| Val. capitale investito operativo | 103,3 |
| Posizione finanziaria netta | (47,2) |
| Valore economico | 56,1 |

6.1.3 Il valore delle attività diversificate

Il valore della capogruppo Snia comprende i valori autonomamente attribuibili alle entità (qui società individuali), direttamente controllate dalla holding, che svolgono le cosiddette attività diversificate.

Trattandosi di valori relativamente contenuti, si riferisce qui di seguito in via sintetica in merito all'esito dei processi di stima sviluppati applicando la metodologia principale.

6.1.3.1 Meccanico Vittorio Veneto

Il valore del capitale investito operativo netto ottenuto attualizzando i flussi di cassa operativi ed il valore residuo ad un saggio espressivo del costo del capitale, (k), è di 15,2 miliardi di lire. Il saggio, (k), è stato definito nella misura del 6,02 %, assumendo un costo dei costi propri, K_e , pari a 7,3%, giudicato coerente con le caratteristiche di rischiosità dell'impresa e del suo settore di appartenenza (contiguo a quello dei fili tessili), un costo dei mezzi di terzi al netto dell'effetto fiscale, [$(K_i) * (1-t)$], pari a 2,75%, ed una struttura finanziaria obiettivo composta da capitale di proprietà per circa il 75% e da debito per il residuo.

Tenuto conto che i mezzi di terzi onerosi ammontano, alla data di riferimento della perizia, in 4,8 miliardi di lire, si perviene ad un valore economico di Meccanico Vittorio

Veneto pari a 10,4 miliardi di lire.

6.1.3.2 Fapack

Il valore del capitale investito operativo netto ottenuto attualizzando i flussi di cassa operativi ed il valore residuo ad un saggio espressivo del costo del capitale, (k), è di 4,4 miliardi di lire. Il saggio, (k), è stato definito nella misura del 6,9 %, assumendo un costo dei costi propri, (K_e), pari a 7,21%, giudicato coerente con le caratteristiche di rischiosità dell'impresa e del suo settore di appartenenza (contiguo a quello chimico), un costo dei mezzi di terzi al netto dell'effetto fiscale, [$(K_i) * (1-t)$], pari a 2,75%, ed una struttura finanziaria obiettivo composta da capitale di proprietà per circa il 70%.

Tenuto conto che il debito finanziario alla data di riferimento della perizia è di 6,6 miliardi di lire, si perviene ad un valore economico negativo di Fapack pari a 2,2 miliardi di lire.

6.1.3.3 Sniaricerche

La Società in parola svolge la sua specifica attività al servizio del Gruppo ed è posseduta direttamente da Snia Spa per il 20% e, indirettamente, tramite Sorin, per il 35%, e Caffaro, per il 45%.

La valutazione del suo capitale economico secondo il criterio finanziario trova fondamento nell'attualizzazione dei flussi di cassa operativi previsti nell'orizzonte di previsione esplicita e del valore residuo ad un saggio espressivo del costo del capitale, (k), che, nel caso in esame, è stimato pari al costo del capitale di proprietà, (K_e) della holding Snia. Il valore di Sniaricerche applicando la metodologia principale ammonta a 3,6 miliardi di lire.

Come si è avuto modo di anticipare ai par. 5.1 e 6.1.1, il valore di Sniaricerche è stato successivamente allocato, in ragione delle rispettive quote di possesso, in SNIA Spa, in Sorin Spa e in Caffaro Spa, rettificando proporzionalmente i valori delle attività accessorie (SA) delle società partecipanti.

6.1.3.4 Immobiliare Snia

La stima del capitale economico di Immobiliare Snia è stata condotta ricorrendo al metodo patrimoniale semplice. Nella fattispecie si è proceduto ad integrare il patrimonio

netto contabile alla data di riferimento della stima dei maggior valori, al netto dei relativi effetti fiscali latenti, derivanti dalla riespressione a valori correnti degli immobili non strumentali sulla base di una stima redatta da un perito indipendente. Il valore economico della società in parola è stato quindi determinato in 64,5 miliardi di lire.

6.1.4 Il valore di SNIA Spa

Esaurito nei paragrafi precedenti il processo di autonoma stima delle diverse entità in cui si articola il Gruppo e, prima di procedere all'aggregazione dei relativi valori economici in seno alla holding, si rende necessario determinare, secondo la metodologia principale, il valore economico afferente l'attività di capogruppo, svolta da SNIA in quanto tale.

6.1.4.1 L'attività di holding in senso stretto

I flussi finanziari considerati nel periodo di previsione analitica sono stati desunti dal piano economico finanziario, redatto dal management aziendale previa aggregazione delle risultanze delle società minori, che svolgono attività di assistenza al gruppo (segnatamente SGS Spa e CTP Spa più la sub holding Sifi Spa). Il piano in parola recepisce gli oneri operativi sostenuti dallo Capogruppo per il controllo ed il coordinamento delle sub holding e delle altre società operative. Ai fini che qui interessano, si è peraltro riconosciuto che tali oneri contribuiranno a generare sistematicamente nuovi crediti di imposta poiché, in un'ottica di holding *stand alone*, essi producono perdite che, in concreto, alterano, in senso favorevole alla Società, la neutralità fiscale dei dividendi percepiti dalla Capogruppo in virtù del meccanismo dei crediti d'imposta sui dividendi. Conseguentemente gli oneri operativi sono stati rettificati, in diminuzione, per tenere conto del menzionato risvolto fiscale. In assenza di significativi investimenti in capitale operativo, fisso e circolante, i flussi reddituali così ottenuti (vale a dire gli oneri operativi al netto dello scudo fiscale) sono stati assimilati ai ricercati flussi finanziari da attualizzare nel periodo di previsione esplicita. Il valore residuo è fatto pari al flusso dell'ultimo anno (2004) capitalizzato in perpetuità e quindi riportato alla data di riferimento della stima per tenere conto del valore finanziario del tempo. Il saggio di attualizzazione, (k), è stato prudenzialmente determinato sulla base di un saggio assai prossimo a quello reale privo di rischio (V. *Supra* par. 4.1.2.1) a motivo della relativa stabilità dei costi da holding (e quindi dei relativi flussi finanziari) rispetto alle generali

condizioni di impresa e di ambiente. Sviluppando il procedimento descritto, si ottiene un valore negativo di 47,5 miliardi derivante dall'attualizzazione dei flussi previsti nell'arco temporale considerato (1999/2004) a cui aggiungere il valore residuo attualizzato attribuibile all'attività in parola al termine del periodo di previsione esplicita, anch'esso stimato negativo per circa 231 miliardi di lire

Per completare la stima del valore attribuibile all'attività di Capogruppo svolta da Snia Spa, si rende necessario integrare il dato in precedenza ottenuto per tenere conto della posizione finanziaria netta e dei surplus asset presenti alla data di riferimento della stima. Questi ultimi sono rappresentati dai valori attuali dei crediti per imposte differite attive e da altri capitali accessori (finanziamenti onerosi alle partecipate, crediti d'imposta a rimborso ecc.) fruttiferi di proventi, che non sono stati conteggiati nei flussi finanziari utilizzati nell' algoritmo valutativo. È stato, infine, algebricamente sommato il valore attribuito a Sniaricerche per la quota di Snia Spa e si è tenuto conto dei dividendi percepiti sulle azioni di risparmio convertibili di Caffaro detenute in portafoglio.

Il valore dell'attività di holding svolta da Snia in quanto tale risulta pertanto negativo per 105,4 miliardi di lire.

6.1.4.2 I dividendi

Un'ulteriore annotazione riguarda i dividendi di Snia, relativi all'esercizio 1999, che saranno oggetto di distribuzione nel corso del 2000. I dividendi in parola, che restano di pertinenza dei titoli Snia in circolazione al 31 dicembre 1999, non saranno quindi riconosciuti alle emittende azioni Snia, con godimento 1° gennaio 2000, riservate agli azionisti di Caffaro che, nel quadro della prospettata operazione di fusione, concambieranno le loro azioni con quelle della Società incorporante.

Ai fini della presente indagine, si rende pertanto necessario rettificare il valore economico complessivamente attribuito a Snia per riflettere tale circostanza. I dividendi Snia relativi all'esercizio 1999 sono stati quindi stimati, sulla base delle indicazioni fornite dal management aziendale, in 53,4 miliardi di lire.

6.1.4.3 La conversione delle azioni di risparmio Snia non convertibili

Come meglio specificato al successivo capitolo 7, si è qui assunta l'ipotesi di integrale conversione dei titoli in parola in azioni ordinarie Snia avvalendosi di una facoltà proposta dal Consiglio e sottoposta all'approvazione di una convocanda Assemblea. Si è

quindi coerentemente proceduto ad integrare il valore economico di Snia per tenere conto della maggior liquidità - 28,1 miliardi di lire - riveniente dall'esercizio della predetta facoltà di conversione.

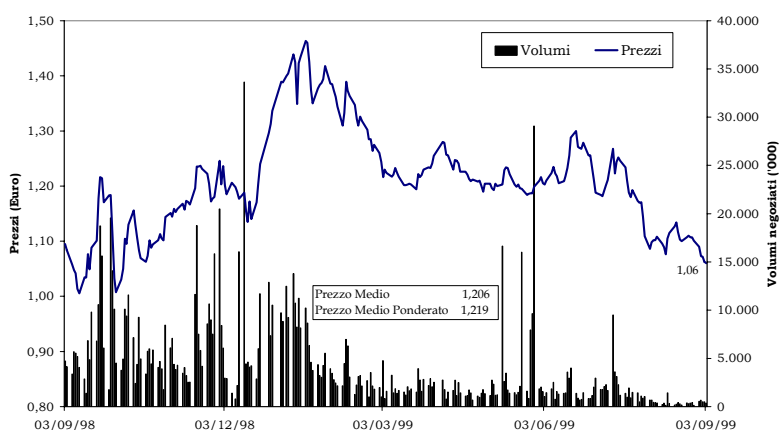
6.1.4.4 I valori di sintesi

A questo punto è possibile procedere all'aggregazione dei valori economici autonomamente attribuiti alle diverse entità in cui si è articolato il procedimento estimativo di Snia ed integrare il valore così ottenuto (2.294 miliardi di lire) per tenere conto, ai fini del ricambio concambio, dei prospettati aggiustamenti sul capitale di Snia (segnatamente per i dividendi, V. 6.1.4.3, e la conversione delle risparmio, V. 6.1.4.4). Nella tabella che segue sono riportati i dati di sintesi espressi in lire miliardi:

| SETTORE | ENTITA' | VALORE | % SNIA | VALORE DI PERTINENZA |
|----------------------------|------------------|---------|-----------|-------------------------|
| CHIMICO | GRUPPO CAFFARO | 852,8 | 59,2% | 505,2 |
| BIOINGEGNERIA | GRUPPO SORIN | 1.357,9 | 75,0% | 1.018,5 |
| FILI TESSILI | GRUPPO NYLSTAR | 1.345,9 | 50,0% | 672,9 |
| FILI TESSILI | GRUPPO NOVACETA | 148,0 | 50,0% | 74,0 |
| FILI TESSILI | NUOVA RAYON | 56,1 | 100% | 56,1 |
| DIVERS – MECCANICO TESSILE | MVV | 10,4 | 100% | 10,4 |
| DIVERS – CHIMICO | FAPACK | (2,2) | 100% | (2,2) |
| DIVERS – IMMOBILIARE | IMMOBILIARE SNIA | 64,5 | 100% | 64,5 |
| ATTIVITÀ HOLDING | SNIA | (105,4) | | (105,4) |
| SUB TOTALE | | | | 2.294,0 |
| DIVIDENDI ESERCIZIO 1999 | | | | (53,4) |
| ESERCIZIO CONVERSIONE | | | | 28,1 |
| TOTALE | | | | 2.268,7 |

6.2 I prezzi di mercato

Nelle figure di seguito riportate si evidenzia l'andamento assoluto e relativo delle azioni ordinarie, delle azioni di risparmio convertibili e



non convertibili di Snia nei 12 mesi precedenti l'annuncio.

Figura 8 – Snia Ordinaria: andamento assoluto e volumi

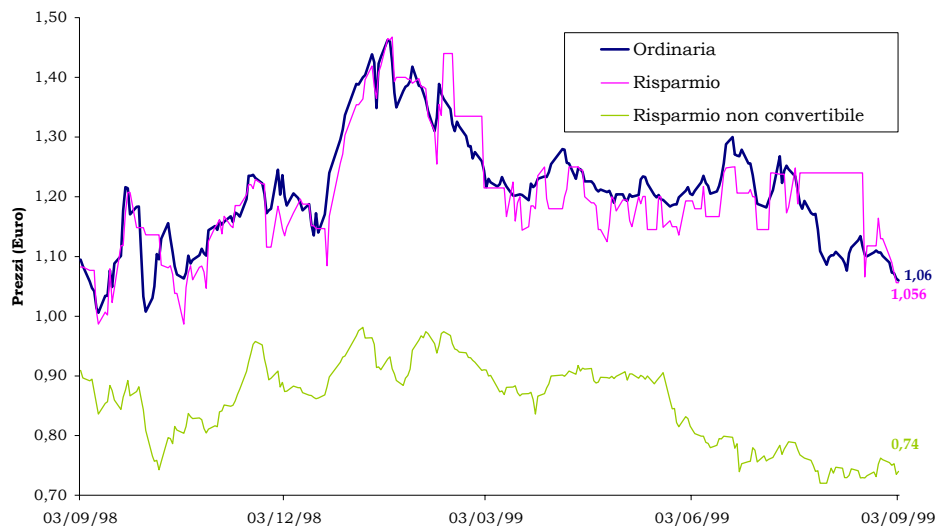


Figura 9 – Snia Ordinaria, Risparmio e Risparmio non convertibile: andamento assoluto

N.B. Quando il titolo non è negoziato si assume il prezzo registrato nella seduta di borsa più recente

Limitando il commento alle sole azioni ordinarie, si osserva che alla data del 3 settembre 1999 il titolo si attestava su valori assai prossimi a quelli rilevati nel settembre del 1998. Nel corso del periodo esaminato il titolo ha subito rilevanti fluttuazioni a seguito delle note vicende che hanno interessato il suo assetto societario.

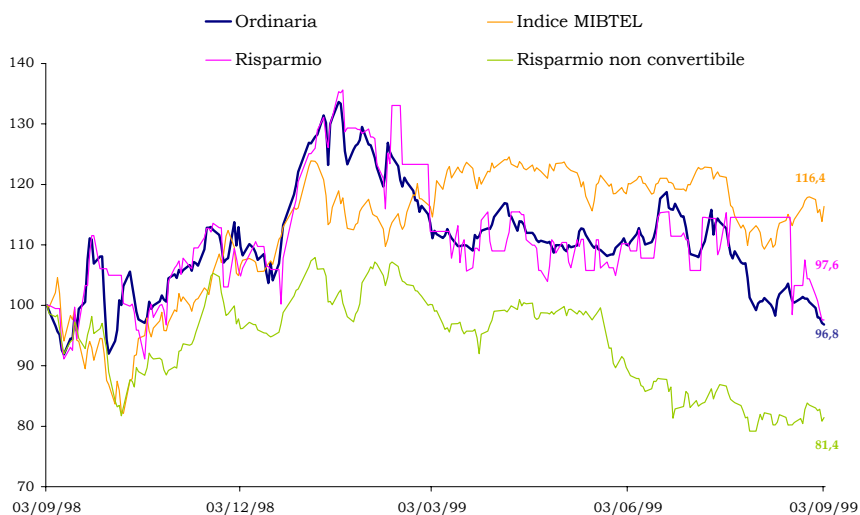


Figura 10 – *Snia Ordinaria, Risparmio e Risparmio non convertibile: andamento relativo*
(base 3 settembre 1998 = 100)

N.B. Quando il titolo non è negoziato si assume il prezzo registrato nella seduta di borsa più recente

Nel successivo prospetto si evidenzia il valore derivante dalla capitalizzazione di borsa sulla base del prezzo medio ponderato rilevato nel periodo dal 3 settembre 1998 al 3 settembre 1999. Ai fini del menzionato calcolo, è stato considerato il numero di azioni *fully diluted*, coerentemente con quanto indicato al precedente punto 6.1.4.3. Per completezza si segnala che non si è ritenuto opportuno determinare le medie ponderate delle azioni di risparmio, che presentano un mercato caratterizzato da limitati movimenti per ridotta liquidità.

| | Azioni ordinarie | Azioni risparmio | Capitalizzazione (lire milioni) |
|-------------------------------|---------------------------------------|-------------------------|----------------------------------------|
| Numero azioni | 779.747.032 (post conversione rnc) | 4.640.822 | |
| <i>Media ponderata</i> | | | |
| Prezzo medio a 12 mesi (lire) | 2.360,72 | | 1.840.764 |
| <i>Media semplice</i> | | | |
| Prezzo medio a 12 mesi (lire) | | 2.314,96 | <u>10.743</u> |
| Totale | | | 1.851.507 |

7. I VALORI ED I PREZZI UNITARI DELLE AZIONI DI SNIA E DI SORIN E I RAPPORTI DI CAMBIO

Con riferimento a quanto illustrato al precedente paragrafo 3.1.1. in materia di valutazioni in ipotesi di fusione (a cui si rinvia), si ribadisce in questa sede che, ai fini della determinazione del rapporto di cambio rilevano, in ultima analisi, i valori unitari dei titoli che formano i loro capitali sociali.

Allo scopo di definire il ricercato rapporto di cambio, si deve pertanto procedere alla determinazione dei valori unitari e dei prezzi unitari delle azioni che formano il capitale sociale di Snia e di Caffaro allo scopo di metterli a confronto in sede di elaborazione dei rapporti di cambio. La modalità tecnica consiste nell'effettuare il rapporto tra i valori assoluti (complessivi) dianzi calcolati per le due Società interessate alla fusione (V. *Supra*

capitoli 5 e 6) e un appropriato numero di titoli. Si tratta perciò di identificare tale numero di titoli.

A questo proposito si pone un primo problema riguardante le n° 76.009.444 azioni di risparmio non convertibili, che partecipano al capitale sociale di Snia Spa, e per le quali è stata recentemente proposta la facoltà di conversione in azioni ordinarie nel rapporto di 1 a 1, prevedendo altresì un prezzo di esercizio della conversione di 0,19 euro pari a 370 lire per azione. In considerazione di ciò - accertata la congruità del rapporto di conversione proposto dal Consiglio di Amministrazione di Snia - si è qui assunto che, ai fini del concambio calcolato nel presente progetto di fusione, si deve fare riferimento al valore per azione ordinaria di Snia in ipotesi di *fully dilution* : le n° 703.737.588 azioni ordinarie attualmente in circolazione devono essere quindi rettificate in aumento di n° 76.009.444 azioni equivalenti rivenienti dalla prospettata conversione. Come accennato al capitolo 6, si è provveduto ad adeguare il valore economico di Snia per tenere conto dell'esito della conversione delle azioni di risparmio n.c. in azioni ordinarie. La posizione finanziaria netta della holding considerata nell'algoritmo valutativo è stata infatti accresciuta di 28,1 miliardi di lire.

A questo punto si pone l'ulteriore problema di ripartire i valori complessivamente attribuiti a Caffaro e Snia, ottenuti secondo la metodologia principale, tra le due categorie di azioni, vale a dire ordinarie (in ipotesi *fully diluted* per Snia, nel senso dianzi precisato) e azioni di risparmio convertibili, che formano il capitale sociale di entrambe le Società interessate alla fusione. A tal fine, in linea con la prassi valutativa nazionale ed internazionale, si è assunto che lo sconto effettivamente registrato sul mercato per un significativo periodo temporale di osservazione sia un indicatore sufficientemente rappresentativo del diverso apprezzamento delle due categorie di azioni emesse da Snia Spa e Caffaro Spa.

Ciò premesso, si è dapprima calcolato relativamente alla Società incorporata il valore delle azioni ordinarie ipotizzando un premio delle azioni di risparmio convertibili rispetto alle azioni ordinarie del 6%, pari al differenziale medio registrato sul mercato tra le due categorie di azioni in un periodo di 12 mesi, tale cioè da eliminare l'impatto di fluttuazioni di breve periodo. Successivamente, si è proceduto applicando il premio così ottenuto al numero delle azioni di risparmio in circolazione allo scopo di individuare il numero delle cosiddette *azioni equivalenti alle ordinarie*⁵ ; vale a dire il numero teorico

⁵ Per individuare il numero totale delle azioni equivalenti alle ordinarie (N°) si è fatto riferimento

di titoli per cui dividere il valore economico complessivo della società per determinare il valore economico unitario dell'azione ordinaria. Il procedimento illustrato ha portato a definire in 300.411.923 il numero delle azioni equivalenti alle ordinarie Caffaro da assumere in sede di elaborazione del rapporto di cambio.

Per analogia, si è sviluppato lo stesso procedimento per quanto concerne le azioni ordinarie e quelle di risparmio convertibili della incorporante Snia. Si segnala a tale riguardo che, dall'esame del differenziale medio registrato sul mercato per le due categorie di azioni, sempre in un periodo di 12 mesi, è emersa una sostanziale coincidenza tra i loro prezzi negoziati (nella fattispecie uno sconto dell'1,5% delle risparmio convertibili rispetto alle azioni ordinarie). Tale similitudine di valori, tenuto conto altresì della scarsa incidenza delle risparmio convertibili sul totale delle azioni in circolazione, ha consigliato di trattare tutte le azioni Snia come appartenenti ad unica categoria. Di conseguenza, in sede di elaborazione del rapporto di cambio, si è definito in 784.387.854 il numero delle azioni Snia.

Un'ultima considerazione riferibile alle diverse categorie di titoli in circolazione riguarda l'eventuale necessità, al termine della presente indagine, di pervenire ad un rapporto di cambio tra le azioni di risparmio della Società incorporata e le analoghe azioni della Società incorporante diverso da quello che sarà stabilito per il concambio delle azioni ordinarie.

Si premette sin d'ora che, dall'esame svolto, non sono emersi oggettivi motivi che giustificano tale scelta. Infatti, il differenziale di premio sulle azioni ordinarie che viene riconosciuto alle azioni di risparmio Caffaro rispetto a quello fatto registrare dalle azioni di risparmio Snia non è certamente legato a sostanziali diversità dei diritti espressi da queste specifiche categorie di titoli, ma pare trovare la sua ragione nel differente peso con cui questi titoli partecipano alla formazione dei rispettivi capitali sociali. Si consideri al riguardo che la capitalizzazione di borsa delle azioni di risparmio Caffaro, calcolata sulla base del prezzo medio degli ultimi 12 mesi, supera i 59 milioni di euro, contro i 5,5 milioni di euro di capitalizzazione delle azioni di risparmio Snia. Trattandosi di una disparità inevitabilmente destinata ad esaurirsi, viene quindi confermata l'opportunità di

alla formula : $(N^e) = (N_1) + (N_2) + P_2/P_1$

dove, (N_1) rappresenta il numero delle azioni ordinarie, (N_2) il numero delle azioni di risparmio convertibile e P_2/P_1 il differenziale di prezzo, borsistico, delle seconde sulle prime. Ne consegue che il valore unitario dell'azione ordinaria (V_1) è per $W / (N^e)$.

adottare un unico rapporto di cambio per le azioni ordinarie e per le azioni di risparmio delle due Società oggetto della proposta fusione.

7.1 Il riferimento ai risultati dei criteri tecnici di valutazione

Nei capitoli 5 e 6 si è giunti alla stima dei valori economici delle Società direttamente interessate alla fusione ; sopra si è identificato il numero di azioni delle due Società da considerare ai fini del calcolo dei valori unitari delle azioni.

7.1.1 Il criterio finanziario

Ciò premesso, i valori unitari per Snia e Caffaro ed i relativi rapporti di concambio derivanti dall'applicazione della metodologia analitica di stima sono riportati nelle tabelle che seguono :

| | CAFFARO VALORE UNITARIO (lire) | SNIA VALORE UNITARIO (lire) | RAPPORTO DI CAMBIO |
|------------------------------|--------------------------------------|-----------------------------------|--------------------------|
| <i>Criterion finanziario</i> | 2.838,8 | 2.892,4 | 0,98 |

7.1.2 Il riferimento al mercato di borsa

Il riferimento al mercato di borsa si è fondato sull'impiego della media ponderata di prezzi riferita ai dodici mesi antecedenti il 3 settembre 1999.

La seguente tabella riassume i risultati ottenuti con tale metodologia.

| | Prezzo per azione ordinaria (lire) | | RAPPORTO DI CAMBIO |
|------------------------------------|---------------------------------------|---------|--------------------------|
| | CAFFARO | SNIA | |
| <i>Media ponderata 12 mesi</i> | 2.047,9 | 2.360,7 | 0,87 |

7.2 La determinazione conclusiva del rapporto di cambio

Come già osservato, il sottoscritto ha ritenuto di considerare in via complementare tra loro, ai fini della determinazione di un sintetico concambio finale, le risultanze del criterio finanziario, basato sulla tecnica dell'*unlevered discounted cash flow*, e quelle del

criterio di mercato, fondato sull'osservazione dei prezzi medi borsistici. Nella tabella che segue sono riportati i due distinti rapporti:

| | RAPPORTI DI CAMBIO |
|-----------------------------|-----------------------------------|
| <i>Criterio finanziario</i> | 0,98 |
| <i>Criterio di mercato</i> | 0,87 |

Il perito ha ritenuto che i dati così ottenuti, per quanto espressione di rapporti di valori formati sulla base di prospettive diverse, siano entrambi rilevanti sul fondamento dei calcoli e delle ipotesi in precedenza illustrate. Essi, nell'assumere livelli non coincidenti ma non significativamente dissimili, definiscono pertanto il limite massimo (0,98) e minimo (0,87) in una fascia di oscillazione, relativamente contenuta, di congrui rapporti di cambio tra le azioni dell'incorporante Snia e quelle dell'incorporata Caffaro.

Allo scopo di agevolare i Consigli di Amministrazione nell'identificare, all'interno della predetta fascia di valori, il rapporto di cambio da sottoporre alle rispettive convocande Assemblee, lo scrivente ha giudicato opportuno introdurre le seguenti brevi considerazioni.

Anzitutto si osserva che i prezzi di borsa, a cui fa riferimento il criterio del mercato, rispecchiano inevitabilmente la diversa contendibilità e la maggiore liquidità di cui beneficiano i titoli della Società incorporante rispetto a quelli della Società incorporata. Inoltre, non si può fare a meno di sottolineare che i prezzi di borsa delle azioni della Società incorporante riflettono aspettative di dividendo per l'esercizio in corso, che sono invece precluse alle azioni di nuova emissione, con godimento 1° gennaio 2000, riservate agli azionisti di Caffaro che, nel quadro della prospettata operazione di fusione, concambieranno le loro azioni con quelle della Società incorporante. Quest'ultima circostanza, riconducibile quindi al differente trattamento in materia di riconoscimento del dividendo 1999 da riservarsi agli azionisti delle due Società interessate alla fusione, è stata invece compiutamente apprezzata in sede di applicazione del criterio finanziario (V. *Supra* 6.1.4.2) e, proprio per tale motivo, il sottoscritto ritiene ragionevole che il rapporto di cambio tra le azioni di Snia e quelle di Caffaro si approssimi verso il livello superiore della fascia di valori in precedenza indicata. Detto orientamento appare infine auspicabile allo scopo di assicurare una piena tutela delle posizioni delle minoranze specie quando,

come nel caso in esame, la società incorporante controlla la società incorporata.