

Ancora, se si ipotizza la continuità della gestione aziendale ma con un differente assetto azionario o proprietario, realizzato tramite la cessione delle quote/azioni sociali o la cessione del patrimonio (dell'azienda, secondo l'espressione utilizzata dal legislatore all'art. 2555 c.c.), all'atto della cessione si configura il *capitale economico*, da intendersi quale valore di capitale d'impresa ritenuto come un investimento unitario atto a produrre reddito. La determinazione del *capitale economico* avviene sulla base della presunta corrente di reddito che l'azienda si dimostra in grado di produrre, considerato il rendimento degli investimenti alternativi, il grado di rischio e di liquidabilità, rispettivamente, dell'attività e del capitale d'impresa in relazione a quello degli investimenti alternativi.

Il *capitale economico* risulta essere una nozione derivata dalla teoria delle valutazioni di azienda ed esprime il valore del patrimonio tangibile e intangibile di una impresa nell'ipotesi della sua alienazione, cioè del radicale cambiamento del suo assetto istituzionale.

Occorre quindi tenere conto che oggetto di valutazione è un patrimonio *nell'ipotesi di continuità della gestione secondo le capacità sviluppate e acquisite dall'impresa.*

Il *capitale economico* rappresenta la base di riferimento di molteplici operazioni aziendali: conferimento, fusione, scissione, trasformazione, ma, al tempo stesso, è una grandezza che può essere determinata prescindendo da obiettivi operativi perché può essere configurata a fini prevalentemente conoscitivi, allo scopo di

far conoscere alle parti ed ai terzi il potenziale economico dell'azienda oggetto di osservazione.

4.1.1 La valutazione del capitale economico

I criteri di valutazione di un'azienda sono essenzialmente finalizzati alla valorizzazione del capitale economico. Pertanto, essi, sul piano teorico, dovrebbero presentare contestualmente i seguenti requisiti:

- razionalità;
- dimostrabilità;
- obiettività;
- stabilità;
- generalità.

Ciò significa, in altri termini, che lo specifico criterio di valutazione adottato dovrebbe:

- derivare da un processo logico convincente (razionalità);
- utilizzare variabili e parametri adeguatamente supportati da dati controllabili (dimostrabilità);
- prescindere da valutazioni soggettive (obiettività);
- generare un valore che non muta per effetto di eventi contingenti (stabilità);
- prescindere dalla finalità per cui la valutazione dell'azienda è effettuata e dalla forza contrattuale delle parti (generalità).

I metodi di valutazione elaborati dalla dottrina non appaiono ottimali sotto ogni profilo, nel senso che, concretamente, ogni metodo di valutazione presenta una diversa "intensità" di tali requisiti, ben potendo accadere che il metodo di valutazione che appare ottimale sotto il profilo di un requisito non sia ottimale sotto il profilo di un altro requisito.

Da ciò discende l'esigenza di ricorrere all'impiego di più metodi di valutazione, al fine di "mediare" i risultati ottenuti, e di utilizzare, eventualmente, un metodo come principale e uno o più metodi alternativi in funzione di controllo della stima ottenuta attraverso l'applicazione del primo.

In sede di concreta applicazione dei metodi di valutazione lo scenario è reso ulteriormente complesso dalla specificità dei settori merceologici in cui le aziende oggetto di valutazione operano, nonché, dato uno specifico settore, dalle caratteristiche di ogni singola azienda. Un'ultima variabile necessariamente da considerare in sede di scelta tra i metodi di valutazione disponibili è costituita dalla specifica finalità per cui la valutazione dell'azienda è effettuata.

Infine, è necessario che la valutazione dell'azienda sia effettuata considerando opportunamente lo scenario macroeconomico in cui l'azienda ha operato, opera, e, presumibilmente, opererà.

In definitiva non è possibile fornire metodologie universalmente applicabili, risultando peraltro possibile evidenziare, con riferimento ad aziende operanti in diversi settori (settore industriale, commerciale, finanziario, assicurativo, ecc.), i metodi di valutazione più diffusamente utilizzati qualora l'azienda oggetto di

valutazione presenti, nell'ambito dello specifico settore in cui opera, condizioni "normali".

In generale, la determinazione del capitale economico di un'azienda è strettamente connessa ai seguenti elementi:

- patrimonio aziendale vero e proprio;
- capacità prospettica di produrre flussi reddituali e finanziari.

Secondo la dottrina prevalente, le principali metodologie di valutazione sono così identificabili:

- metodo patrimoniale (semplice o complesso);
- metodo reddituale;
- metodo dei flussi finanziari;
- metodo misto;
- metodo dell'EVA.

4.1.2 Il metodo patrimoniale

L'applicazione del metodo di valutazione patrimoniale comporta la valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il patrimonio aziendale e la loro espressione a "valori correnti".

Questo metodo, che ha il pregio di consentire una stima del patrimonio aziendale oggettiva e riscontrabile, si caratterizza per la stima analitica a valori correnti di sostituzione degli elementi dell'attivo e del passivo; la stima è:

- analitica, perché effettuata distintamente per ciascun elemento del patrimonio;

- a valori correnti, perché basata sui prezzi di mercato del momento;
- di sostituzione, perché l'ipotesi di base è quella del riacquisto (o della riproduzione) per gli elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi.

In dottrina si è soliti operare la seguente distinzione:

- metodo patrimoniale "semplice": in questo caso non vengono valorizzati i beni immateriali, se non quelli rappresentati da costi di ammontare non rilevante sostenuti, per esempio, per la mera registrazione dei marchi o dei brevetti;
- metodo patrimoniale "complesso": in questo caso, invece, vengono autonomamente valorizzati (a "prezzi correnti") anche i beni immateriali. Tale valorizzazione potrà essere effettuata seguendo due diverse impostazioni:
 - valorizzazione analitica dei singoli beni immateriali;
 - determinazione forfetizzata ed empirica del complessivo valore attribuibile alle componenti immateriali dell'azienda, spesso basata su modelli costruiti analizzando una serie di precedenti negoziazioni aventi per oggetto complessi aziendali con caratteristiche simili, tentando così di identificare il valore delle componenti immateriali aziendali sulla base di una determinata relazione rispetto a talune grandezze espresse dalla gestione aziendale (fatturato, raccolta, ordini, sportelli, ecc.).

Il metodo patrimoniale costituisce il procedimento più semplice e "intuitivo" per la determinazione del valore attribuibile a un'azienda, ma ha il difetto di considerare il complesso aziendale come un semplice aggregato di beni, trascurando quel collegamento funzionale che invece li lega tra loro e con altre importanti componenti (la clientela, la diffusione sul mercato dei prodotti, l'affiatamento, la preparazione tecnica e la motivazione del personale, ecc.) che costituisce un elemento determinante per la determinazione del valore di un complesso aziendale.

In altre parole, la visione disaggregata dell'azienda che costituisce il fondamento logico del metodo patrimoniale, pur conferendo a tale metodo spiccate caratteristiche di obiettività e dimostrabilità, non consente, se non in taluni sporadici casi, la determinazione del valore attribuibile al capitale economico aziendale.

Pertanto, fatta eccezione per particolari tipologie di azienda (aziende immobiliari o che hanno per oggetto la gestione di partecipazioni societarie), nella maggior parte dei casi il metodo patrimoniale non consente di ottenere risultati tali da poter essere utilizzati senza procedere a ulteriori verifiche, correttivi o comparazioni. Il metodo patrimoniale costituisce spesso, tuttavia, un fondamentale punto di partenza o, comunque, una fase di prima verifica dei valori patrimoniali, propedeutica a valutazioni più complesse e articolate.

Su un piano operativo il metodo patrimoniale, essendo diretto a esprimere a valori correnti le poste attive e passive, deve identificare i singoli elementi da valutare senza alcun riferimento alle convenzioni di tipo contabile o di bilancio

(di funzionamento), bensì secondo una diversa logica dettata dalla specifica circostanza per cui viene redatta la stima (conferimento, cessione, liquidazione, ecc.).

Di seguito si espongono le linee-guida per la valutazione delle più importanti poste o classi di valori di bilancio (esclusi gli elementi immateriali a cui sarà dedicato un apposito paragrafo).

- Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti: tale posta deve essere “stralciata” a fronte del capitale sottoscritto ma non versato;
- Altri beni immobili (fabbricati, costruzioni leggere e terreni): sono normalmente valutati secondo i relativi prezzi di mercato;
- Altre immobilizzazioni materiali: le immobilizzazioni tecniche (macchinari, impianti, attrezzature, ecc.) devono essere valutate secondo il costo di riproduzione o di sostituzione, opportunamente rettificato in ragione dell’uso e dell’obsolescenza (anche semplicemente tecnologica).

Il primo criterio viene di solito utilizzato quando la riproduzione rappresenta il modo più economico per rimpiazzare un bene: se la riproduzione non risulta tecnicamente possibile o valida a motivo delle innovazioni tecnologiche intervenute, si deve fare riferimento, ai fini della valutazione, al costo di sostituzione. Quest’ultimo è il costo necessario per costruire o acquistare macchinari, impianti ed altre immobilizzazioni che presentino le stesse caratteristiche e siano in grado di sostituire il bene in uso rispettandone la potenzialità e fornendo la stessa utilità. A prescindere dal criterio utilizzato (costo di riproduzione

o costo di sostituzione), si deve comunque tenere conto ai fini della valutazione di due elementi fondamentali: l'obsolescenza, vale a dire la perdita di valore dovuta a fattori esterni all'azienda, e il deperimento fisico, vale a dire la perdita di valore conseguente all'uso. Per le immobilizzazioni detenute in *leasing*, non iscritte nello stato patrimoniale in vigore del contratto, è necessario valutare tali beni allo stesso modo di quelli acquisiti in proprietà, decurtandone tuttavia il valore per un ammontare pari al valore attualizzato dei canoni residui e sempre a condizione che risulti ragionevolmente certo l'esercizio del diritto di riscatto. Infine, per quanto concerne i beni dismessi dal processo produttivo, da indicare tra le attività destinate a essere realizzate in tempi brevi (attivo circolante), si deve identificare il relativo valore di liquidazione (presunto realizzo);

- Crediti: sono oggetto di un'attenta analisi al fine di verificare la necessità di svalutare quelli di difficile realizzo o di attualizzare quelli scadenti a lungo termine. Per quanto concerne il primo aspetto, le procedure utilizzate a tale scopo consistono nella cosiddetta "circularizzazione" dei crediti e nella verifica della solvibilità dei debitori, eventualmente ricorrendo a criteri di campionamento nei casi in cui ci si trovi di fronte a crediti di esiguo importo vantati però verso un gran numero di soggetti;
- Magazzino: con riferimento alla stima delle rimanenze di magazzino occorre distinguere tra aziende industriali e aziende commerciali:

- *aziende industriali*: in questo caso le rimanenze vengono solitamente distinte tra materie prime, semilavorati e prodotti finiti. Le materie prime vengono normalmente valorizzate sulla base del valore corrente; tuttavia, qualora non si disponga di dati sufficienti per effettuare tale tipo di valutazione, si potrà fare riferimento al prezzo del più recente acquisto. Il criterio di valutazione dei semilavorati generalmente si basa sul costo attuale o recente di produzione, tenuto anche conto dello stadio di lavorazione raggiunto. Per quanto concerne la valutazione delle rimanenze di prodotti finiti, è opportuno operare una ulteriore distinzione: a) prodotti che si ritiene di poter vendere agevolmente, per i quali si assume a base della valutazione il minor valore tra il costo più recente di produzione ed il costo medio di vendita, quest'ultimo considerato al netto degli oneri ancora da sostenere per collocamento dei prodotti nel mercato; b) prodotti obsoleti o comunque fuori listino, in relazione ai quali la valutazione avverrà sulla base del prezzo di possibile realizzo in blocco o a stralcio. La valutazione delle rimanenze di magazzino richiede un diverso grado di analisi in funzione del tipo di azienda che si sta considerando. Nel caso di società che dispongano di perizie ufficiali relative alle rimanenze oggetto di valutazione, il grado di analisi varia a seconda che la società sia o meno soggetta all'obbligo di certificazione: soprattutto nel caso di

società non certificate, si deve procedere a verificare l'attendibilità degli inventari disponibili presso l'azienda sia da un punto di vista qualitativo sia sul piano quantitativo. Per le aziende che valutano le rimanenze con il metodo LIFO è ulteriormente opportuno procedere a determinare la differenza di valore intercorrente tra la stima delle rimanenze a LIFO risultante dal bilancio e la valutazione effettuata sulla base dei costi e prezzi correnti. In talune aziende (settore delle grandi commesse) deve essere posta grande attenzione nella valorizzazione dei "lavori in corso su ordinazione", che devono essere espressi secondo i corrispettivi maturati con ragionevole certezza sino alla data di riferimento (al netto però di tutti i connessi oneri futuri), anche se inferiori rispetto ai costi sostenuti sino a quel momento;

- *aziende commerciali*: in questo caso la valutazione è effettuata sostanzialmente sulla base dei costi di acquisizione più recenti o sui prezzi correnti, distinguendo anche in questo caso le merci che si ritiene siano agevolmente vendibili dalle merci obsolete, soggette alla moda o a rischio di deperimento;
- Passività: si deve verificare l'iscrizione al passivo di tutte le passività certe o probabili, che potrebbero però non aver trovato sino a quel momento accoglimento alcuno nelle scritture contabili.

Una volta stimate tutte le attività e le passività costituenti il complesso aziendale, rilevando plusvalenze e minusvalenze rispetto ai valori contabili di funzionamento, è necessario rilevare i potenziali oneri fiscali impliciti nelle plusvalenze emerse, attenuando evidentemente il gravame fiscale in ragione del fatto che il presunto "realizzo" della plusvalenza sia rapido (come avviene per i beni destinati a una vendita immediata), ovvero meno rapido (come avviene, per esempio, per i beni ammortizzabili, per i quali il carico fiscale si manifesta mano a mano che si addebitano ammortamenti inferiori rispetto a quelli riferibili ai valori stimati), ovvero ancora del tutto potenziale (come avviene, per esempio, per aree destinate a essere edificate e non ammortizzate). In genere, tale attenuazione è rilevata in modo convenzionale come minor aliquota, applicando un'aliquota pari a circa la metà di quella applicabile ordinariamente nell'ipotesi di realizzo delle plusvalenze.

In taluni casi, nella valutazione si tiene conto anche dell'effetto positivo che deriva dalla presenza di perdite di esercizi precedenti fiscalmente rilevanti. Anche in questo caso, per prudenza, gli effetti vengono stimati adottando un'aliquota pari a circa la metà di quella ordinaria. Spesso, infine, la presenza di perdite diviene rilevante (in compensazione) nel calcolo della fiscalità sulle plusvalenze latenti.

4.1.3 Il metodo reddituale

Il metodo reddituale considera l'azienda come un complesso economico unitario, in prospettiva generatore di risultati economici. Esso si basa

sull'assunto che il valore dell'azienda dipende dalla sua capacità di generare flussi reddituali. Pertanto, tale metodo consente di superare la "visione disaggregata" del complesso aziendale che caratterizza il metodo patrimoniale. Il metodo reddituale tiene implicitamente conto non solo dei beni materiali che compongono l'azienda bensì anche di quegli elementi immateriali (*know-how*, tecnologia, clientela e ubicazione dell'esercizio, marchi commerciali, brevetti, ecc.) che contribuiscono, forse ancor più concretamente, al realizzo di risultati economici al di sopra della media. In base al metodo reddituale il valore del capitale economico dell'azienda è determinato "attualizzando" o "capitalizzando" i redditi attesi; i parametri necessari per l'applicazione di tale metodo sono i seguenti:

- flussi reddituali attesi;
- tasso di attualizzazione.

Per ciò che concerne l'individuazione dei flussi reddituali attesi, è evidente che sarebbe più opportuno procedere alla puntuale attualizzazione dei singoli redditi futuri, piuttosto che capitalizzare un "reddito medio atteso". Peraltro, considerata la difficoltà di prevedere in maniera attendibile i singoli risultati economici attesi per il futuro, si finisce spesso con l'applicare la formula della capitalizzazione di un reddito "medio atteso", determinato proiettando nel futuro la situazione economica aziendale "storica" e tentando di rappresentare un reddito che mediamente l'impresa sia in grado di produrre in futuro. Il reddito che viene utilizzato in questa ultima ipotesi spesso è il risultato di una media ponderata. Gli elementi che vengono considerati possono essere sia la

serie storica di risultati già conseguiti, sia le proiezioni reddituali che risultano dai *budget* e dai piani aziendali. I pesi da utilizzare saranno crescenti in funzione del realismo e della credibilità dei singoli livelli reddituali a cui vengono attribuiti.

L'applicazione del metodo reddituale richiede che i risultati economici "storici" presi a base delle stime siano oggetto di un attento processo di "normalizzazione" mediante il quale si cerca di eliminare le seguenti componenti economiche:

- quelle di tipo "straordinario";
- quelle riferibili a "eventi" o "condizioni" gestionali non esistenti alla data di riferimento della perizia;
- quelle generate da mere "politiche di bilancio".

In particolare: per le componenti straordinarie, si cerca non tanto di giungere ad una loro eliminazione totale, quanto piuttosto (ove possibile) di distribuirle ordinatamente nel tempo.

Tra gli aggiustamenti necessari per eliminare le interferenze esterne sul bilancio assumono particolare rilievo quelli dedicati a "correggere" alcune impostazioni derivanti da problematiche fiscali. Appartengono a queste categorie, ad esempio, i compensi in eccesso agli amministratori (ma anche l'insufficiente remunerazione dei proprietari).

I valori reddituali risultanti dal procedimento di "normalizzazione" devono poi essere verificati alla luce delle linee programmatiche contenute nei piani

aziendali e del futuro andamento del mercato (domanda, offerta, prezzi, concorrenza, ecc.).

Al termine del processo di normalizzazione si perviene a risultati considerabili come ragionevolmente "normali", la cui media è destinata a perdurare nel tempo (almeno nell'orizzonte temporale preso in considerazione). Il risultato economico così determinato è qualificabile come:

- prospettico: riflette le condizioni di redditività attesa dell'azienda;
- medio: è quello che l'impresa è stabilmente in grado di produrre;
- normalizzato: depurato dalle componenti straordinarie non ripetibili e comunque estranee alla gestione.

Il "risultato economico medio prospettico", quindi, è quello ottenibile in condizioni normali di svolgimento della gestione al netto degli oneri tributari gravanti, seppur potenzialmente, su di esso e dei compensi figurativi diversi dalla remunerazione del capitale proprio e dalle eventuali partecipazioni agli utili spettanti a terzi.

Una volta determinato il "risultato economico medio prospettico" occorre definire anche l'orizzonte temporale nel quale è ragionevole attendersi il suo realizzo. Pur non avendo fondamento nella realtà, è frequente che l'orizzonte temporale considerato sia assunto come convenzionalmente indefinito. In casi particolari, tuttavia, quando l'azienda opera in condizioni tali da prevederne con ragionevole certezza il termine della vita economica utile, la durata viene assunta entro tali limiti, ricorrendo alla formula del valore attuale della rendita annua.

In termini matematici, a seconda dei casi, il valore del capitale economico dell'azienda è determinato applicando una delle seguenti formule:

$$W = R/i$$

in caso di durata indefinita dell'orizzonte temporale di riferimento,

$$W = R \cdot a_{n/i},$$

nel caso in cui la durata dell'orizzonte temporale di riferimento sia pari a n ,

dove:

R = reddito medio normale atteso;

$a_{n/i}$ = valore attuale della rendita unitaria annuale posticipata per " n " anni al tasso " i ";

n = anni costituenti l'orizzonte temporale limitato;

i = tasso di attualizzazione.

4.1.4 I metodi finanziari

In base ai metodi finanziari il valore dell'azienda è pari al valore attuale dei flussi di cassa che essa sarà in grado di generare in futuro.

Pertanto, la valutazione dell'azienda è basata sui seguenti parametri:

- struttura temporale e consistenza dei ritorni sul capitale che scaturiscono dall'investimento nell'impresa;

- rischio legato a tale investimento rispetto ad altre forme alternative di impiego del capitale.

Per ciò che concerne il primo parametro, è necessario sottolineare come i metodi finanziari possano essere correttamente applicati principalmente ad aziende con flussi di cassa normalmente positivi, stimabili con sufficiente attendibilità e per le quali è possibile disporre di una stima del rischio nel determinare il tasso di attualizzazione. Tanto più l'azienda oggetto di valutazione si discosta da tali requisiti tanto più questi metodi di valutazione si rivelano di difficile applicazione.

Un altro parametro da tenere in considerazione nelle valutazioni operate con i metodi finanziari, vale a dire il tasso di attualizzazione dei flussi di cassa che ci si attende che l'azienda genererà in futuro, è strettamente collegato alla natura dei flussi di cassa attesi: infatti, quanto maggiore è la variabilità dei flussi di cassa, tanto maggiore deve essere il tasso di attualizzazione da applicare.

Esistono diverse metodologie valutative appartenenti alla categoria dei metodi finanziari. Una di esse è quella dei "flussi monetari complessivi disponibili" che a sua volta trova due diverse applicazioni:

- "metodo dei flussi monetari complessivi disponibili per l'azionista", che consiste nel valutare esclusivamente il patrimonio netto dell'azienda;
- "metodo dei flussi di cassa disponibili per l'impresa", che considera invece la valutazione dell'intera impresa nel suo complesso e quindi oltre al capitale di rischio anche i diritti degli altri portatori di interessi.

Sebbene entrambi i metodi consistano in una attualizzazione dei flussi di cassa attesi e conducano a stime tra loro compatibili, i flussi di cassa ed i relativi tassi di attualizzazione utilizzati sono diversi.

Metodo dei flussi monetari complessivi disponibili per l'azionista

Questo metodo consiste nell'attualizzare i flussi di cassa attesi dall'azionista, vale a dire i flussi di cassa che rimangono dopo aver sostenuto tutte le altre spese (imposte, interessi, ecc.) al tasso di rendimento richiesto dagli azionisti dell'azienda, secondo la seguente formula:

$$W_f = \sum C_{f_t} / (1 + k_e)^t,$$

dove:

C_{f_t} = flusso di cassa disponibile per l'azionista al netto delle spese per il pagamento delle imposte, del rimborso dei debiti e del pagamento degli interessi;

k_e = tasso di rendimento richiesto dagli azionisti.

Il tasso di attualizzazione previsto dalla formula differisce da quello utilizzato nell'ambito del metodo reddituale; in questo caso, infatti, si fa riferimento alla sommatoria tra il rendimento delle attività prive di rischio e il premio per il rischio, che è più elevato rispetto a quello utilizzato nell'ambito del metodo reddituale in quanto i flussi di cassa hanno probabilità di manifestarsi ancora più aleatorie rispetto al reddito.

Per quanto concerne l'orizzonte temporale è opportuno fare riferimento a un periodo piuttosto limitato data la difficoltà di disporre di previsioni finanziarie a medio/lungo termine.

Il flusso monetario disponibile si determina nel seguente modo:

Fatturato (+)

Costi operativi (-)

Imposte sul reddito (-)

= Reddito operativo netto

Ammortamenti (+)

= Flusso di capitale circolante generato dalla gestione corrente

Impieghi di capitale circolante (+)

= Flusso monetario generato dalla gestione corrente

Investimenti fissi (+)

= Flusso monetario generato dalla gestione operativa

Variazioni dei fondi (+)

Rimborso o accensione mutui (+)

Prestiti bancari (+)

= Flusso monetario complessivo disponibile

Metodo dei flussi di cassa disponibili per l'impresa

La formula utilizzata da questo metodo è la seguente:

$$I = \sum_{i=1}^n CF_i \cdot v^i + V_f \cdot v^n$$

$$W = I - D_a$$

dove:

I = valore dell'investimento netto;

CF = flussi di cassa attesi anno per anno;

n = durata (in anni) del periodo di previsione analitica dei flussi di cassa;

v = coefficiente di attualizzazione determinato in base al costo medio ponderato del capitale (WACC);

V_f = valore finale, cioè dell'anno n, dell'investimento (Terminal Value);

D_a = valore attuale dei debiti finanziari (talora sostituito dal valore nominale).

4.1.5 Il metodo misto

In base al metodo misto il valore del capitale economico dell'azienda è determinato come sommatoria dei seguenti elementi:

capitale netto rettificato;

avviamento.

La formula utilizzata più frequentemente è la seguente:

$$W = K + (R - i' K) a_{n/i}$$

dove:

R = reddito medio normale atteso (al netto del salario figurativo spettante all'imprenditore);

i' = tasso di redditività medio normale, riferibile sia al "settore" sia alla specifica realtà dell'impresa oggetto di valutazione;

K = capitale netto "rettificato";

$a_{n/i}$ = valore attuale della rendita unitaria annuale posticipata per "n" anni al tasso " i ";

n = anni costituenti l'orizzonte temporale limitato di manifestazione dell'avviamento;

i = tasso di attualizzazione del sovrareddito $(R - i' K)$.

Un altro modello di calcolo (ritenuto però meno rigoroso) si basa invece sulla determinazione della media tra i valori di capitale economico determinati rispettivamente con il metodo patrimoniale complesso e con il metodo reddituale, secondo il seguente schema:

$$W = (R/i + K)/2$$

Nella versione con stima separata degli elementi immateriali, la formula più frequentemente utilizzata diventa:

$$W = K + BI + (R' - i'K) a_{n/i}$$

dove:

BI = valore dei beni immateriali;

$R' = R$ - costo per la privazione dei beni immateriali.

4.1.6 Il metodo dell'EVA

L'EVA (*Economic Value Added*) rappresenta sostanzialmente un indicatore di *performance*, individuato al fine di misurare la capacità dell'azienda in funzionamento di produrre nuova ricchezza, similmente a quanto avviene per il ROI (*Return On Investment*) o il ROE (*Return On Equity*).

L'EVA, tuttavia, pur essendo un indicatore di *performance* in termini di risultati economico-finanziari, può divenire anche un utile strumento di stima del valore del capitale economico di un'azienda.

Il modello valutativo appare informato a una logica analoga a quella che caratterizza il metodo "misto patrimoniale/reddituale, con stima autonoma dell'avviamento", con la differenza che in questo caso l'avviamento è calcolato su base finanziaria (quale sommatoria dei valori attuali dei singoli EVA) anziché su base reddituale (quale sommatoria dei sovraredditi attesi attualizzati).

Il modello assume poi particolare significatività in ragione del fatto che vengono considerate le componenti patrimoniale, reddituale e finanziaria del potenziale valore di capitale economico esprimibile dal complesso aziendale, ove:

- la componente patrimoniale è intesa quale "capitale netto investito";
- la componente reddituale è intesa quale "redditività operativa netta";

- la componente finanziaria risulta riconducibile agli effetti sul risultato finale della struttura finanziaria, del costo del capitale di terzi e del rischio specifico aziendale.

Poiché il modello si pone l'obiettivo di contemperare aspetti patrimoniali, reddituali e finanziari, esso appare particolarmente completo nell'analisi, anche se, data una certa "eterogeneità" degli elementi congiuntamente analizzati, il significato dei risultati non è sempre facilmente interpretabile.

L'elemento patrimoniale oggetto di analisi è il "capitale investito netto" (denominato CIN), così determinabile:

$$\text{CIN} = \text{Totale attivo "operativo"} - \text{Fondi di ammortamento} - \text{Debiti commerciali} - \text{TFR}$$

I valori espressi dai dati contabili devono essere tuttavia rettificati al fine di pervenire a una valorizzazione finalizzata alla determinazione del capitale economico aziendale, per esempio rilevando le plusvalenze implicite nei beni oggetto di stima e iscrivendo ogni passività ritenuta certa o probabile, analogamente a quanto avviene per il metodo patrimoniale. Tale processo di "rettifica" del valore del capitale investito netto determina la stima del cosiddetto "capitale investito netto rettificato" (CIN'). Una volta stimato il CIN' è possibile determinare gli EVA attesi, secondo il seguente modello di calcolo:

$$\text{EVA} = \{[\text{RO} (1 - t) / \text{CIN}] - \text{WACC}\} \cdot \text{CIN} = \text{RO} (1 - t) - \text{WACC} \cdot \text{CIN}$$

dove:

RO = "reddito operativo netto";

$(1 - t)$ = "coefficiente di redditività operativa" depurato dall'effetto del carico fiscale;

CIN = "capitale netto investito";

WACC = "costo del capitale investito".

Nei casi in cui $[RO(1 - t)]/CIN > WACC$ l'azienda è in grado di produrre una remunerazione superiore al costo del denaro e, quindi, l'indebitamento finalizzato a finanziare lo sviluppo dei volumi produttivi avrebbe un effetto *leverage* positivo.

Viceversa, nei casi in cui $[RO(1 - t)]/CIN < WACC$ l'azienda non è in grado di produrre una remunerazione sufficiente anche solo per soddisfare il capitale investito.

Una volta individuato il principio di funzionamento dell'indicatore, risulta possibile identificare anche il seguente modello di calcolo del valore di capitale economico aziendale:

$$W = CIN' + \sum(VA)EVA - DFN$$

dove:

CIN' = "capitale investito netto rettificato";

$\sum(VA)EVA$ = sommatoria dei valori attualizzati degli EVA;

DFN = indebitamento finanziario netto, pari alle passività finanziarie al netto delle attività finanziarie.

La sommatoria dei valori attualizzati degli EVA può essere così espressa:

$$\Sigma(VA)EVA = VA\ EVA(1) + VA\ EVA(2) + \dots + VA\ EVA\ (\text{ultimo stimato})$$

In dottrina viene tuttavia sostenuta come percorribile la via della determinazione "analitica" di alcuni EVA in ragione dei quali determinare un EVA "medio" (media aritmetica) da attualizzare come una rendita costante rispetto a un orizzonte temporale finito di "n" anni.

4.1.7 La scelta del metodo di valutazione

Il problema della valutazione di un'azienda presenta aspetti di notevole complessità, tali per cui è pressoché impossibile giungere a conclusioni univoche e universalmente accettabili, ma soprattutto a un valore oggettivo del complesso aziendale. In via preliminare, occorre stabilire quale tra i diversi criteri di valutazione teoricamente adottabili sia correttamente applicabile al caso concreto, tenendo conto che la scelta dipenderà da numerosi fattori, tra i quali si evidenziano:

- il settore di operatività dell'azienda;
- l'attendibilità dei dati prospettici nonché dei dati contabili.

Per quanto concerne il settore di attività in cui opera l'azienda, si sottolinea che in settori quali quello commerciale o dei servizi spesso il valore del capitale economico aziendale è del tutto svincolato rispetto al suo valore meramente patrimoniale, per esempio con riferimento a quelle imprese in cui

organizzazione, marchio, clientela, *know-how* tecnologico, ecc., costituiscono fattori determinanti dei risultati ovvero alle aziende di servizi a elevato contenuto di natura professionale o che comunque basano la propria attività su componenti per lo più di natura intangibile. Le aziende in questione potranno essere correttamente valutate osservando prioritariamente dati reddituali o finanziari: si tratta, infatti, di imprese caratterizzate da limitati patrimoni investiti, ma dotate di rilevanti potenzialità economiche. In questi casi il patrimonio, per quanto adeguatamente rivalutato e rettificato, rimane pur sempre un valore inadeguato a esprimere l'intero valore del capitale economico. Al contrario, possono esistere casi in cui un'adeguata rivalutazione delle componenti patrimoniali (eventualmente anche dei beni immateriali) è, da sola, sufficiente a esprimere correttamente il valore del capitale economico aziendale. Vi sono imprese, infatti, come quelle immobiliari o come le *holding* di partecipazione, il cui valore complessivo è strettamente connesso al valore intrinseco delle singole attività possedute.

Quando si tratta, poi, di valutare aziende condotte da imprese in perdita, è evidente che risulta del tutto inadeguato il metodo patrimoniale. In questa ipotesi, si dovrà tenere conto delle perdite che andranno a decurtare i valori meramente patrimoniali espressi dal complesso dei beni aziendali, e si dovrà decidere se rettificare il patrimonio netto per effetto dell'iscrizione dell'avviamento negativo (*badwill*), ovvero addirittura ricondurne il valore sino al limite minimo di valutazione costituito dal capitale "di liquidazione".

Infine, per quanto concerne le imprese i cui flussi di cassa sono normalmente positivi, con un andamento costante nel tempo suscettibile di essere stimato con sufficiente attendibilità, il capitale economico aziendale può essere correttamente valutato ricorrendo all'applicazione di metodi finanziari.

Relativamente all'aspetto riguardante l'attendibilità dei dati prospettici, si può affermare che un'azienda che predispone periodicamente documenti previsionali dettagliati e attendibili, da cui non risultino scostamenti sensibili rispetto ai dati a consuntivo, e che mostra di poter mantenere nel tempo adeguati risultati, ben si presta a tecniche valutative basate su dati previsionali, siano essi di natura reddituale o finanziaria.

4.1.8 I metodi di valutazione delle aziende industriali

Per ciò che concerne le aziende industriali, ai fini dell'identificazione del metodo di valutazione che, in condizioni "normali", può essere qualificato come metodo base di generale accettazione, è opportuno introdurre alcune distinzioni in funzione della redditività dell'azienda industriale oggetto di valutazione.

In ogni caso, prescindendo da considerazioni circa la redditività dell'azienda, alcuni problemi particolari si pongono in relazione alla definizione dell'arco temporale e alla determinazione del reddito da considerare ai fini del computo del valore da attribuire a tale redditività. Ciò che qui interessa sottolineare è come, in alcune ipotesi, sia utile fare riferimento a un orizzonte temporale

limitato (in funzione della vita degli impianti) e cercare di prevedere il reddito atteso anno per anno.

Tale situazione è tipica delle aziende industriali caratterizzate dalla presenza di un impianto di importanza (e valore) assolutamente rilevante sia in senso assoluto sia in senso relativo rispetto agli altri elementi patrimoniali. L'ipotesi sottostante a tale situazione è la coincidenza della vita dell'azienda con la vita dell'impianto considerato.

Aziende industriali redditizie

Poiché, in condizioni "normali", nell'ipotesi di un'azienda industriale redditizia, il valore economico è funzione sia del valore degli elementi patrimoniali dell'azienda, sia (prevalentemente ma non esclusivamente) della propria capacità di produrre reddito, si è soliti fare ricorso a una determinata versione del "metodo misto".

Si tratta, da un lato, di valutare analiticamente gli elementi patrimoniali che costituiscono l'azienda stessa e, dall'altro lato, di stimare in via autonoma il valore dell'avviamento (*goodwill*), vale a dire della grandezza che esprime la capacità dell'azienda di produrre reddito (con i connessi problemi in termini di determinazione del reddito, del tasso di interesse e dell'orizzonte temporale da includere nelle formule di valutazione). Il valore complessivo dell'azienda è funzione dei valori così ottenuti.

Con riferimento alla valutazione degli elementi patrimoniali, un primo problema si pone in ordine all'inclusione, ovvero all'esclusione, tra gli elementi

da valutare, degli elementi immateriali, con specifico riferimento anche agli elementi non iscritti in bilancio in quanto non acquisiti a titolo oneroso. Nel primo caso (gli elementi immateriali sono inclusi tra gli elementi da valutare) il metodo di valutazione è qualificato come “metodo patrimoniale complesso con stima autonoma del *goodwill*”, mentre nel secondo caso (gli elementi immateriali sono esclusi dagli elementi da valutare) il metodo di valutazione è qualificato come “metodo patrimoniale semplice con stima autonoma del *goodwill*”.

La valutazione degli elementi immateriali si deve fondare, laddove possibile, su di un processo di valorizzazione razionalmente motivato (valutazione analitica). In casi soltanto sporadici appare giustificabile il ricorso a parametri e formule derivanti dal mercato o dalla diretta esperienza (valutazione empirica). Altra metodologia comunemente utilizzata per le aziende industriali redditizie è quella reddituale nella formulazione dell'attualizzazione della rendita perpetua.

Aziende industriali scarsamente redditizie

Nell'ipotesi di un'azienda industriale scarsamente redditizia, data l'esiguità del valore attribuito alla redditività dell'azienda, anziché applicare il “metodo misto” si è soliti ricorrere al “metodo patrimoniale semplice” (prescindendo quindi dalla valutazione degli elementi immateriali), integrando peraltro la rivalutazione degli elementi del patrimonio aziendale (effettuata come nell'ipotesi di azienda redditizia) in maniera tale da consentire una “ragionevole” distribuzione del valore attribuibile alla redditività dell'azienda.

Aziende industriali in perdita

Infine, nell'ipotesi di un'azienda industriale in perdita, anziché procedere alla rivalutazione massima tecnicamente consentita degli elementi patrimoniali, e alla successiva riduzione del valore globale così ottenuto in funzione della redditività (negativa) dell'azienda, appare più razionale procedere a una minore rivalutazione degli elementi patrimoniali (soprattutto cespiti ammortizzabili), tenendo conto delle due variabili considerate (patrimonio e redditività) anche alla luce delle aspettative reddituali future connesse all'ammortamento del (minor) costo dei cespiti così determinato. L'obiettivo che si vuole raggiungere consiste nella determinazione, a livello aggregato, del medesimo valore che si avrebbe rivalutando completamente gli elementi patrimoniali dell'azienda e riducendo tale valore in funzione dell'avviamento negativo (*badwill*).

4.1.9 La valutazione dei beni immateriali

Definizione di beni immateriali

Seguendo l'impostazione della dottrina prevalente, per poter essere qualificati come "beni immateriali" (cosiddetti *intangibles*) è necessario che i beni siano contestualmente:

- all'origine di costi a utilità differita nel tempo;
- trasferibili, vale a dire cedibili a terzi, ancorché a date condizioni e congiuntamente a uno o pochi altri beni (sia materiali sia immateriali);

- misurabili per ciò che attiene al loro valore.

La possibilità di attribuire ai beni immateriali un valore autonomo è subordinata al verificarsi di almeno una delle seguenti condizioni:

deve essere possibile “estrarre” i beni immateriali dall’impresa cui appartengono senza pregiudicare la “sopravvivenza” di tale impresa; gli stessi beni, qualora non siano “estratti” dall’impresa cui appartengono, devono assicurare al patrimonio una redditività in linea con il rischio attribuibile all’investimento in tali beni.

Criteri di stima dei beni immateriali

La stima dei beni immateriali è caratterizzata da incertezze metodologiche e applicative, dato che la dottrina non ha ancora formulato criteri di generale accettazione utilizzabili a tale fine. In ogni caso, a prescindere dal criterio di valutazione utilizzato, il (plus)valore attribuibile ai beni immateriali rispetto al loro valore contabile deve necessariamente riflettere la stretta connessione che “lega” tale (plus)valore alla capacità reddituale dell’azienda. Infatti, tale (plus)valore è ammissibile soltanto in presenza di livelli di reddito compatibili. Come evidenziato dalla dottrina prevalente, la stima dei beni immateriali è effettuata attraverso uno dei seguenti approcci:

- approccio del costo;
- approccio economico;
- approccio di mercato.

Come vedremo in dettaglio nel prosieguo, ciascuno di questi approcci si presenta in due versioni.

Approccio del costo

L'approccio del costo si presenta in due versioni:

- metodo del costo storico residuale;
- metodo del costo di riproduzione.

Metodo del costo storico residuale

Il metodo del costo storico residuale consente di stimare il valore attribuibile a un determinato bene immateriale attraverso l'analisi dei costi che storicamente sono stati necessari per la realizzazione di tale bene. Più in dettaglio, in base a tale metodo, la stima di un dato bene immateriale è effettuata:

- accertando i costi che sono stati effettivamente necessari per la realizzazione di tale bene; la somma di tali costi costituisce il "costo storico" del bene immateriale;
- (eventualmente) rivalutando il costo storico per tenere conto degli effetti dell'inflazione, ottenendo il "costo storico rivalutato" dello stesso bene;
- (eventualmente) riducendo il costo storico (eventualmente rivalutato) per tenere conto della residua possibilità di utilizzazione del bene; quest'ultima operazione, che conduce alla determinazione del "costo storico residuale", può essere effettuata, alternativamente:
 - deducendo dal costo storico (eventualmente rivalutato) gli ammortamenti in proporzione al rapporto che intercorre tra la vita utile residua del bene immateriale e la sua vita complessiva;

- dopo la formazione iniziale, come sommatoria degli investimenti eccedenti o carenti rispetto al livello di spesa “di mantenimento” dell'*intangible*.

Il principale limite del metodo del costo storico residuale è costituito dalla scarsa significatività che in alcuni casi possono avere i costi che sono stati effettivamente necessari per la realizzazione dei beni immateriali.

Metodo del costo di riproduzione

Il metodo del costo di riproduzione consente di stimare il valore attribuibile a un determinato bene immateriale attraverso l'analisi dei costi che occorrerebbe sostenere per la realizzazione oggi di tale bene. Più in dettaglio, in base a tale metodo, la stima di un dato bene immateriale è effettuata:

- accertando i costi che sono effettivamente necessari per la realizzazione di tale bene; tale stima, che costituisce il “costo di riproduzione” del bene immateriale, può essere effettuata, alternativamente:
 - in via analitica, individuando le risorse necessarie per la realizzazione del bene immateriale, i prezzi unitari di tali risorse e la distribuzione temporale dei costi (al fine della loro attualizzazione);
 - moltiplicando con opportuni coefficienti i costi effettivamente sostenuti per la realizzazione di un dato bene; quest'ultima procedura può determinare risultati poco significativi soprattutto in presenza di rilevanti progressi tecnologici;
 - utilizzando congiuntamente le due precedenti metodologie;

- riducendo il costo di riproduzione per tenere conto dello stato d'uso del bene; tale rettifica:
 - è determinata applicando al costo di riproduzione un coefficiente pari al rapporto che intercorre tra la vita utile residua del bene immateriale e la sua vita complessiva;
 - non deve essere operata nel caso in cui il costo di riproduzione sia stimato con riferimento al bene immateriale nello stato in cui esso si trova attualmente, dato che, concettualmente, in questo caso la vita utile residua del bene immateriale coincide con la sua vita complessiva.

Approccio economico

L'approccio economico si presenta in due versioni:

- metodo di attualizzazione dei risultati differenziali;
- metodo del "costo della perdita".

Metodo di attualizzazione dei risultati differenziali

Il metodo di attualizzazione dei risultati differenziali consente di stimare il valore attribuibile a un determinato bene immateriale attraverso l'analisi del risultato economico (differenza tra ricavi e costi) differenziale che caratterizza l'azienda rispetto a situazioni "normali" di concorrenti che non utilizzano tale bene. Il "risultato differenziale" deve essere opportunamente attualizzato in base alla sua durata prevista.

Metodo del "costo della perdita"

Il metodo del “costo della perdita” consente di stimare il valore attribuibile a un determinato bene immateriale attraverso l’analisi della perdita, intesa quale riduzione del margine di contribuzione complessivo e comparsa di un eccesso di costi di struttura, che si verificherebbe nel caso in cui la disponibilità del bene venisse meno. Più in dettaglio, in base a tale metodo, la stima di un dato bene immateriale è effettuata:

accertando la perdita con riferimento all’intero arco temporale necessario affinché sia ripristinata la situazione di equilibrio;

attualizzando tale perdita.

Approccio di mercato

L’approccio di mercato si presenta in due versioni:

- metodo dei tassi di *royalty* comparabili;
- metodo dei moltiplicatori di mercato.

Metodo dei tassi di *royalty* comparabili

Il metodo dei “tassi di *royalty* comparabili” consente di stimare il valore attribuibile a un determinato bene immateriale (tipicamente un marchio o un brevetto) attraverso l’analisi delle *royalty* derivanti dalla cessione in uso a terzi di tale bene. In termini matematici, il valore attribuibile al bene immateriale è determinato attraverso una delle seguenti formule:

$$BI = \sum_{i=1}^n r \times S_i \times v^i$$

$$BI = \sum_{i=1}^n (r \times S_i - C_i) v^i$$

dove:

BI = valore del bene immateriale;

[1, n] = intervallo temporale di riferimento corrispondente alla vita utile del bene;

r = tasso di *royalty*;

S = vendite attese in base a un dato tasso di crescita;

C = costo di conservazione del bene immateriale (costo necessario per mantenere il valore del bene);

v = coefficiente di attualizzazione calcolato in base al tasso i' (tasso opportunità per investimenti di pari rischio).

La stima del tasso di *royalty* richiede l'esistenza di un numero adeguato di transazioni comparabili da cui dedurre un intervallo "di mercato" di *royalty* con riferimento al bene immateriale considerato. Il tasso di *royalty* deve essere scelto in maniera opportuna all'interno di tale intervallo. In alternativa, è possibile adottare una "fascia ristretta" di tassi di *royalty*, anziché un unico tasso di *royalty*, determinando un valore minimo e un valore massimo attribuibili al bene immateriale.

Metodo dei moltiplicatori di mercato

Il metodo dei “moltiplicatori di mercato” consente di stimare il valore attribuibile a un determinato bene immateriale applicando opportuni moltiplicatori dedotti dal mercato a una o più grandezze contabili.

4.2 Il procedimento di valutazione adottato

La scelta del metodo di valutazione da adottare deve essere effettuata alla luce delle specifiche caratteristiche dell’oggetto da valutare.

L’oggetto della valutazione è costituito dalla partecipazione rappresentata da n° 11.378.945 di azioni nella società Bormioli Finanziaria S.p.A. (circa il 99,83% del capitale).

Al riguardo la Bormioli Finanziaria S.p.A. si qualifica come una holding pura di partecipazione in quanto essa:

- non esercita direttamente alcuna attività produttiva;
- possiede una rilevante partecipazione nella Bormioli Rocco & Figlio S.p.A., società operativa - la quale controlla diverse società, costituendo un gruppo.

In generale, con riferimento alla valutazione delle holding (siano esse di partecipazione industriale o meno) esistono le seguenti alternative:

- valutazione della holding singolarmente considerata;
- valutazione dell’intero gruppo di cui la holding è a capo.

Sul piano teorico è fuor di dubbio la preferenza per la seconda opzione, posto il significato economico del gruppo considerato come azienda unitaria e l’incompletezza di una valutazione effettuata in funzione della holding

isolatamente considerata. Peraltro, la valutazione dell'intero gruppo presuppone l'esistenza del bilancio consolidato o la possibilità di redigerlo avendo i dati necessari per farlo.

Poiché la holding oggetto di valutazione (Bormioli Finanziaria S.p.A.) non redige il bilancio consolidato e la situazione patrimoniale risulta essenzialmente costituita dalla rilevante partecipazione nella società industriale Bormioli Rocco & Figlio S.p.A., si ritiene di adottare la prima delle soluzioni prospettate: valutazione della holding singolarmente considerata, recependo come valutazione della partecipazione - Bormioli Rocco & Figlio S.p.A. - il valore scaturente dalla determinazione del capitale economico.

Per quanto attiene la determinazione del capitale economico del gruppo "operativo" controllato dalla holding (Gruppo Bormioli Rocco & Figlio), si procede valutando l'intero gruppo "operativo" sulla base del bilancio consolidato che redige la Bormioli Rocco & Figlio S.p.A..

In conclusione, preliminarmente si procede alla valutazione del capitale economico del gruppo Bormioli Rocco & Figlio, composto da società industriali operative, sulla base del bilancio consolidato.

Successivamente viene valutata la Bormioli Finanziaria S.p.A. - holding pura - sulla base del metodo patrimoniale semplice, recependo come valore della partecipazione nella Bormioli Rocco & Figlio S.p.A. il valore del capitale economico precedentemente determinato. Rettificando quindi il valore della partecipazione iscritta in bilancio, in funzione della quota proporzionale di capitale economico.

4.3 La valutazione analitico patrimoniale della holding Bormioli Finanziaria S.p.A.

Con tale metodo sono stati valutati criticamente i singoli elementi patrimoniali della Bormioli Finanziaria S.p.A. considerandone il valore, riferito al 31.12.2004.

Il metodo patrimoniale si basa sul principio di una valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale. Ma mentre gli elementi *passivi* sono sempre tutti considerati, gli elementi *attivi* sono variamente trattati.

I componenti attivi dotati di materialità entrano sempre nei calcoli, mentre atteggiamenti diversi si registrano nei confronti dei beni immateriali.

I metodi semplici, che escludono la valutazione autonoma dei beni immateriali, nella pratica, sono di gran lunga i più noti. Essi sono frequentemente applicati in tutte le tipologie di aziende, rappresentando costantemente una base rilevante e preziosa d'informazione. Il loro risultato esprime il cosiddetto «capitale netto rettificato».

Il metodo patrimoniale semplice assume in genere, quale punto di partenza, il *capitale netto di bilancio*, o comunque il «netto» espresso da una situazione patrimoniale contabile.

Partendo dal capitale netto contabile si è proceduto in successione e nello stesso ordine:

- a) alla revisione contabile degli elementi attivi e passivi;
- b) a rideterminare in termini di valori correnti (di mercato o di stima) gli elementi attivi non monetari (immobilizzi tecnici, rimanenze di magazzino, titoli, partecipazioni, ecc.) determinando così una serie di plusvalenze o minusvalenze;
- c) eventualmente, ad attualizzare il valore di crediti e di debiti differiti senza interessi, o comunque con interessi non in linea col mercato.

4.4 La determinazione del capitale economico del gruppo operativo Bormioli Rocco & Figlio

Per la determinazione del capitale economico, quale criterio di valutazione, viene utilizzato un metodo analitico di tipo reddituale sulla base del consolidato del gruppo.

A tal fine il management del Gruppo ha fornito un business plan per i periodi amministrativi 2005-2007, comprendente anche il forecast 2004.

Tale business plan è stato analiticamente analizzato per valutare la coerenza tra le strategie aziendali e le risultanze economiche, patrimoniali e finanziarie.

Dal business plan si evince come i risultati economici degli esercizi dal 2004 al 2006 sono ancora influenzati dalla fase conclusiva della ristrutturazione che sta attraversando il Gruppo Bormioli.

Pertanto, al fine di evitare di dare un eccessivo risalto a tale fase di ristrutturazione si ritiene congruo utilizzare *“il metodo reddituale duale o a due fasi”*, secondo il quale, il valore del gruppo è determinato dalla somma di due

addendi principali, ai quali aggiungere il valore degli eventuali capitali accessori. Gli addendi sono rappresentati da:

- ◊ il valore attuale dei redditi netti attesi in ciascuno dei singoli periodi per i quali è stato formalizzato esplicitamente il piano di " *n* " anni;
- ◊ il valore attuale di una rendita perpetua basata sul reddito medio normale atteso, cioè su una grandezza di reddito medio ritenuto stabilmente producibile dopo il periodo di pianificazione esplicita, nell'ipotesi che le condizioni esterne e interne di gestione si mantengano nell'ambito delle ipotesi prefissate;
- ◊ il valore corrente di eventuali *capitali accessori* rappresentati da attività e passività pertinenti al patrimonio dell'impresa e non inerenti la gestione caratteristica o non riflesse, per motivi metodologici, nella determinazione dei redditi netti prospettici.

Il tasso di attualizzazione dei redditi "*i*", espresso in termini nominali, è stato determinato in considerazione della struttura dei tassi d'interesse di mercato e del livello di rischio implicita nel settore di riferimento. In particolare, il tasso di interesse "*i*" viene determinato dalla somma del tasso di rendimento normale per le attività prive di rischio e di un premio stimato per il rischio che opportunamente rifletta la rischio del settore di appartenenza del Gruppo ed i rischi specifici legati all'operatività aziendale.

Il tasso utilizzato deve riflettere anche il grado di ambiziosità del piano percepita dal valutatore.

Tale tasso è interpretabile come Costo del capitale proprio o, per altro verso, come ROE atteso dall'investimento nel capitale di impresa.

4.4.1 L'applicazione del metodo reddituale a due fasi

Il capitale economico del Gruppo è stato così determinato:

- ◊ il valore attuale dei redditi consolidati netti analiticamente pianificati (2005-2007), eventualmente rettificati per motivi prudenziali;
- ◊ il valore attuale di una rendita perpetua basata sul reddito consolidato medio normale producibile dall'esercizio 2008, prendendo a riferimento l'ultimo risultato consolidato pianificato, opportunamente normalizzato;
- ◊ il valore corrente degli eventuali *capitali accessori*.

In particolare, i redditi consolidati attesi nel periodo "di pianificazione" sono stati determinati sulla base del "business plan" predisposto dal Management della Società. Tale piano è stato analizzato e discusso criticamente con i vertici aziendali.

Ovvero in termini analitici:

$$W = \sum_{k=1}^n \frac{R_k}{(1+i)^k} + \text{VER} + \text{CA}$$

dove:

W = valore del capitale economico del Gruppo Bormioli Rocco;

i = "costo" del capitale di rischio;

R_k = redditi netti analitici consolidati per il periodo per il quale si

dispone dei piani aziendali;

n = periodo per il quale si dispone dei piani aziendali;

VER = valore economico residuo o *terminal value* (VT) determinato come valore attuale della rendita perpetua rappresentata dal reddito medio sostenibile per gli esercizi successivi al periodo di pianificazione esplicita;

CA = *capitali accessori*: valore delle partecipazioni non consolidate (perché solo collegate o perché di recente costituzione/acquisizione).

Al fine di determinare il valore economico residuo o valore terminale, risulta prioritaria la definizione del reddito medio sostenibile atteso quale espressione sintetica della redditività prospettica del Gruppo stesso dopo il periodo di pianificazione previsto.

Il reddito medio atteso sostenibile utilizzato ai fini del calcolo del valore residuo è stato individuato normalizzando tutte le componenti di reddito ovvero considerando una situazione di normale operatività del Gruppo. Tale reddito è stato dunque utilizzato ai fini del calcolo VER applicando la seguente formula, con "i" espresso con le stesse modalità di cui sopra:

$$VER = \frac{R_{n+1}}{i - g} (1+i)^{-n}$$

dove:

R_{n+1} = Reddito atteso sostenibile dopo il periodo di pianificazione esplicita: reddito consolidato normalizzato pianificato dell'esercizio 2007 moltiplicato per $(1+g)$;

g = Tasso di crescita atteso a lungo termine dei redditi d'impresa assunto pari al tasso d'inflazione attesa di lungo periodo.

4.4.2 I tassi di attualizzazione dei redditi

La formula utilizzata per il calcolo del costo del capitale proprio nominale " i " è la seguente:

$$i = K_e = r_f + s$$

dove:

r_f = tasso "*risk-free*", pari al tasso di rendimento nominale del BTP decennale.

s = premio per il rischio specifico del Gruppo oggetto di valutazione.

Tale premio deve incorporare il rischio del settore in cui operano le società del Gruppo, il rischio specifico delle aziende oggetto di valutazione rispetto al rischio di settore, la minor liquidabilità dell'investimento rispetto ai titoli di stato, il rischio di conseguire i risultati pianificati.

I parametri utilizzati nella valutazione per la determinazione del costo del capitale proprio e per la stima della crescita nominale dei redditi attesi dopo il periodo di pianificazione esplicita sono sintetizzati nella seguente tabella:

Tasso "risk-free" (r_f)	4%
Premio per il rischio (s)	4%
Tasso di attualizzazione o costo del capitale proprio (i)	8%

Il tasso indicato (8%) è quello utilizzato per il periodo di pianificazione esplicito, mentre per la determinazione del *Terminal Value*, prudenzialmente si è ritenuto congruo incrementare il tasso di un punto percentuale per tenere conto della incertezza circa la pianificazione di risultati così lontani nel tempo. Pertanto verrà utilizzato un tasso pari al 9%.

Si ipotizza che il tasso di inflazione sia dell'ordine di grandezza del 2% e che il tasso previsto di crescita ("g") del reddito annuo, dopo il periodo di previsione analitica, sia esprimibile nell'1,5% (ipotesi conservativa).

4.5 Il problema degli oneri fiscali latenti

Le plusvalenze rilevate in sede di applicazione dei metodi citati, nell'ambito della valutazione delle quote sociali, vengono in genere ridotte per tener conto dei carichi fiscali latenti. Si tratta, ad evidenza, di carichi potenziali, così come potenziali sono le plusvalenze a cui si riferiscono. E' tuttavia indispensabile evidenziare tali elementi correttivi dal momento che, all'atto dell'eventuale realizzazione dei valori positivi (anche determinati come somma algebrica di plusvalenze e minusvalenze), insorge in modo automatico, e con preciso rapporto di causa-effetto (anche se in genere con effetto ulteriormente differito), l'obbligo di sopportare oneri fiscali.

Tuttavia una serie di motivi induce peraltro, nella pratica realizzazione del calcolo, a considerare il carico fiscale in base ad aliquote non piene ma ridotte, dato che nella grande maggioranza dei casi il carico fiscale potenziale può ottenere varie possibili riduzioni. Le aziende sono molto attente e sensibili al problema e, in un modo o nell'altro, l'obiettivo viene spesso realizzato. Ai fini valutativi, le riduzioni da apportare alle aliquote piene degli oneri fiscali potenziali sono da studiare caso per caso con riferimento alle specifiche situazioni considerate. Nella pratica tali riduzioni sono comunque comprese tra 1/2 e 2/3 dell'aliquota piena.

* * *

Nel caso specifico, le eventuali plusvalenze latenti verrebbero a determinarsi sulle partecipazioni iscritte nel bilancio della Bormioli Finanziaria S.p.A..

La riforma fiscale approvata con D.Lgs. 12 dicembre 2003, n. 344 ha reso non imponibili le plusvalenze derivanti dalla cessione di partecipazioni, pertanto, le eventuali plusvalenze latenti calcolate sul valore delle partecipazioni detenute dalla società oggetto di valutazione non determineranno più il calcolo del relativo fondo imposte latenti.

4.6 Il premio di maggioranza

Il premio di maggioranza che si applica al valore di pacchetti azionari che assicurano il controllo delle società, è giustificato dall'esercizio di una serie di facoltà e di poteri (con i conseguenti vantaggi) che consentono di assumere -

attraverso le assemblee degli azionisti - tutte le decisioni fondamentali per la conduzione dell'azienda, o gran parte di esse.

Nella esperienza europea i premi di maggioranza considerati medio-normali sono stabiliti in un *range* del 10-25%.

Il premio di maggioranza sarebbe giustificato in ipotesi di cessione, nella determinazione del valore del Gruppo operativo "Bormioli", in quanto controllato al 52,28%.

Ai fini della presente valutazione non è stato calcolato alcun premio di maggioranza, stante le finalità prudenziali della valutazione ex art. 2343 C.C.

5 LA VALUTAZIONE REDDITUALE DEL GRUPPO BORMIOLI ROCCO

5.1 Premessa

La data di riferimento della valutazione è fissata al 31.12.2004. I valori e le determinazioni esposte nel seguente capitolo saranno espressi in milioni di euro.

Come già rilevato, per la determinazione del capitale economico del “gruppo operativo Bormioli Rocco”, quale criterio di valutazione, viene utilizzato un metodo analitico di tipo reddituale sulla base del consolidato del gruppo denominato “*reddituale a due fasi*”, mediante l’applicazione della formula già ampiamente descritta al capitolo 4.

A tal fine il management del Gruppo ha fornito un business plan per i periodi amministrativi 2005-2007, comprendente anche il forecast 2004.

Tale business plan è stato analiticamente analizzato per valutare la coerenza tra le strategie aziendali e le risultanze economiche, patrimoniali e finanziarie.

Dal business plan si evince come i risultati economici degli esercizi dal 2004 al 2006 sono ancora influenzati dalla ultimazione della fase di ristrutturazione che sta attraversando il Gruppo Bormioli.

5.2 Il business plan

Di seguito viene riportato e brevemente commentato il business plan predisposto dal management del gruppo Bormioli.

Conto Economico riclassificato

Euro milioni

	2004	%	2005	%	2006	%	2007	%
	Forecast							
Ricavi di vendita	508,10	98,9%	512,80	100,5%	546,30	102,4%	559,70	100,8%
Variaz. rim. Prodotti	-9,00	-1,8%	-21,20	-4,2%	-25,50	-4,8%	-17,40	-3,1%
Altri ricavi e proventi	6,70	1,3%	6,80	1,3%	7,60	1,4%	7,90	1,4%
Incr. immobilizz. per lavoro interni	5,00	1,0%	5,00	1,0%	5,00	0,9%	5,00	0,9%
Vendita magazzino a DIF	3,00	0,6%	7,00	1,4%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Valore della Produzione	513,8	100,0%	510,4	100,0%	533,4	100,0%	555,2	100,0%
Materie prime suss. e merci	-108,80	-21,2%	-118,00	-23,1%	-118,50	-22,2%	-121,80	-21,9%
Spese per servizi e god. beni terzi	-195,00	-38,0%	-181,60	-35,6%	-184,00	-34,5%	-190,10	-34,2%
Variaz. rim. mat. prime	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Oneri diversi di gestione	-8,50	-1,7%	-8,50	-1,7%	-10,30	-1,9%	-10,40	-1,9%
Personale	-140,50	-27,3%	-133,20	-26,1%	-137,20	-25,7%	-135,80	-24,5%
Svalutazione crediti	-0,58	-0,1%	-0,62	-0,1%	-0,61	-0,1%	-0,64	-0,1%
EBITDA	60,4	11,8%	68,5	13,4%	82,8	15,5%	96,5	17,4%
Ammortamenti	-40,00	-7,8%	-37,30	-7,3%	-39,20	-7,3%	-39,30	-7,1%
EBIT	20,4	4,0%	31,2	6,1%	43,6	8,2%	57,2	10,3%
Prov., oneri finanz. e rett. di att. Finanz.	-6,60	-1,3%	-6,30	-1,2%	-6,00	-1,1%	-5,00	-0,9%
Risultato partite straordinarie	-16,20	-3,2%	-0,80	-0,2%	-7,70	-1,4%	-1,10	-0,2%
EBT	-2,4	-0,5%	24,1	4,7%	29,9	5,6%	51,1	9,2%
Imposte dell'esercizio	-6,50	-1,3%	-13,50	-2,6%	-15,80	-3,0%	-19,10	-3,4%
Risultato netto d'esercizio	-8,9	-1,7%	10,6	2,1%	14,1	2,6%	32,0	5,8%

Capitale investito

Euro milioni

	2004	2005	2006	2007
	Forecast			
Immobilizzazioni materiali	222,20	251,30	271,70	276,80
Immobilizzazioni immateriali	2,50	2,50	2,50	2,50
Immobilizzazioni finanziarie	5,00	5,00	5,00	5,00
Totale immobilizzazioni	229,7	258,8	279,2	284,3
Rimanenze	150,50	129,30	103,80	86,40
Crediti commerciali	123,10	128,50	136,60	141,60
Fornitori	-103,10	-102,70	-104,30	-107,40
Circolante commerciale	170,5	155,1	136,1	120,6
Altre attività operative	18,50	18,40	21,30	22,20
Altre passività operative	-36,10	-33,20	-32,00	-33,30
Capitale Circolante netto	152,9	140,3	125,4	109,5
Fondo TFR	-37,40	-36,30	-35,20	-34,10
Fondo rischi ed oneri	-42,30	-43,10	-46,80	-47,90
Capitale investito	302,9	319,7	322,6	311,8
Liquidità	-22,40	-5,30	-5,30	-5,30
Debiti verso banche a breve termine	65,30	51,70	50,60	7,80
Debiti verso banche a m/l termine	57,20	60,00	50,00	50,00
Totale debiti verso banche	122,50	111,70	100,60	57,80
Altri debiti finanziari	0,40	0,40	0,40	0,40
Posizione finanziaria netta	100,5	106,8	95,7	52,9
Capitale sociale e altre voci patrimoniali nette	211,20	202,30	212,90	227,00
Risultato d'esercizio	-8,90	10,60	14,10	31,90
Patrimonio netto consolidato	202,3	212,9	227,0	258,9

Rendiconto Finanziario

Euro milioni

	2004	2005	2006	2007
	Forecast			
Ebit	20,40	31,20	43,60	57,10
Imposte	-6,50	-13,50	-15,80	-19,10
Nopat	13,9	17,7	27,8	38,0
Ammortamenti	40,00	37,30	39,20	39,30
Accantonamento TFR	5,10	5,00	5,00	4,90
Svalutazione Crediti	0,60	0,60	0,60	0,60
Cash from Operating Earnings	59,6	60,6	72,6	82,8
(Incremento)/Decremento Rimanenze	12,50	21,20	25,50	17,40
(Incremento)/Decremento Crediti Commerciali	5,50	-6,00	-8,80	-5,58
(Incremento)/Decremento Altri Crediti	2,00	0,10	-3,00	-0,90
Incremento/(Decremento) Fornitori	-7,00	-0,40	1,60	3,20
Incremento/(Decremento) Altri Debiti	-3,80	-3,00	-1,20	1,30
(Incremento)/Decremento CCN	9,2	11,9	14,1	15,4
OPERATING CASH FLOW	68,8	72,5	86,7	98,2
Net Capex	-47,80	-66,40	-59,60	-44,50
Incremento/(Decremento) Netto Fondi	-3,20	-5,30	-2,40	-4,90
OPERATING FREE CASH FLOW	17,8	0,8	24,7	48,8
Saldo gestione finanziaria	-6,60	-6,30	-6,00	-5,00
Saldo gestione straordinaria	-2,80	-0,80	-7,70	-1,10
Incremento/Decremento Mezzi Propri	0,00	0,00	0,00	0,00
VARIAZIONE POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	8,4	-6,3	11,0	42,7
PFN INIZIALE		100,50	106,80	95,80
PFN FINALE	100,50	106,80	95,80	53,08

Dall'analisi del piano industriale e dai colloqui avuti con il management è emerso come le principali ipotesi del piano sono:

- Aumento del fatturato pari al 3,3% annuo rispetto al *forecast* 2004 per l'effetto combinato dell'aumento dei volumi di vendita e un incremento dei prezzi pari all'inflazione attesa del 2% (ipotesi conservativa);
- Maggiore aggressività commerciale;
- Ultimazione del processo di ristrutturazione, anche nel periodo 2005-2007 sono previsti ancora alcuni costi straordinari (svalutazione magazzino e incentivi all'esodo e dismissione immobilizzazioni per chiusura stabilimento);

- Razionalizzazione, ottimizzazione e progressiva saturazione della capacità produttiva;
- Spostamento del business su prodotti a più alto margine.

Tali ipotesi determinano il miglioramento dei margini industriali e operativi previsti, e un considerevole miglioramento dell'indice di rotazione del magazzino, dei flussi di cassa e reddituali.

Alla luce del significativo processo di ristrutturazione che ha interessato il gruppo, i risultati storicamente conseguiti non rappresentano dei parametri indicativi ai fini della valutazione delle ipotesi assunte dal management per la predisposizione del piano industriale.

Analisi delle principali ipotesi

Magazzino (rotazione e riduzione)

L'assunzione è vincolata al realizzarsi degli interventi pianificati per arrivare alla saturazione della capacità produttiva e il realizzarsi dell'incremento del fatturato pianificato.

Su base consolidata si ipotizza di passare da una rotazione del magazzino sul costo del venduto da 2,6 nel 2004 a 4,7 nel 2007. Tale miglioramento è conseguenza anche della riduzione del magazzino determinata anche dalle svalutazioni pianificate: 4,4 milioni nel 2005, 11,4 milioni nel 2006 e 8,9 milioni nel 2007.

Il raggiungimento dell'obiettivo di ridurre il magazzino pare quello più ambizioso e probabilmente può essere centrato attraverso ulteriori svalutazioni

del magazzino, anche in conseguenza dello spostamento del business su prodotti maggiormente profittevoli.

Incremento del fatturato

Aumento del fatturato pari al 3,3% annuo rispetto al *forecast* 2004 per l'effetto combinato dell'aumento dei volumi di vendita e un incremento dei prezzi pari all'inflazione attesa del 2%. Di cui + 11,63% di incremento per la divisione Plastica, + 5,1% per la divisione Casa, + 3,54% per la divisione vetro farmacia, - 6,03% per la divisione vetro alimentare e + 8,46 per la divisione vetro profumeria/cosmetica.

Gli obiettivi più ambiziosi riguardano la divisione Plastica, incremento significativo seppur supportato da notevoli investimenti pianificati.

Margini industriali

Aumento dei margini operativi di sei punti percentuali a livello di risultato industriale, con un correlato effetto su EBITDA e EBIT, grazie principalmente al processo di ottimizzazione interna della capacità produttiva al fine di arrivare alla saturazione degli impianti.

Principali ipotesi operative:

- Cessione stabilimenti situati in Francia relativi al settore "casa" realizzate già a fine 2004. Gli stabilimenti relativi al vetro si riducono da 7 a 6 per la chiusura di Abbiategrasso a fine 2006;
- Saturazione degli impianti realizzata tramite la riduzione dei forni da 16 a 13 e adeguamento delle linee produttive alle nuove strategie di mix

di prodotto;

- Maggiore rotazione del magazzino e conseguente riduzione significativa delle scorte;
- Riduzione del personale dipendente da 3.169 unità nel periodo amministrativo 2004 a 3.039 nell'esercizio 2007. A fronte di questa riduzione è previsto comunque un incremento del costo medio per dipendente;
- Aumento del fatturato pari al 3,3% annuo rispetto al *forecast* 2004 per l'effetto combinato dell'aumento dei volumi di vendita e un incremento dei prezzi pari all'inflazione attesa del 2%. Di cui + 11,63% di incremento per la divisione Plastica, + 5,1% per la divisione Casa, + 3,54% per la divisione vetro farmacia, - 6,03% per la divisione vetro alimentare e + 8,46 per la divisione vetro profumeria/cosmetica;
- Inflazione pari al 2% con l'ipotesi che il gruppo sia in grado di ribaltare sui ricavi l'inflazione sui costi;
- Gli investimenti nel settore vetro (casa, contenitori e profumeria) nel triennio 2005-2007 sono ripartiti in 40% circa per investimenti ordinari (mantenimento) e 60% circa per investimenti straordinari (crescita, riparazione straordinaria, automazione). Cresce in maniera significativa l'incidenza degli investimenti del comparto Plastica (da 12% a 24% del totale investimenti);
- La svalutazione dei crediti verso clienti è ipotizzata costante, pari al

0,5% dei crediti commerciali;

- Costo del debito ipotizzato sostanzialmente costante (circa il 4,5% nel 2005, 4,1 nel 2006 e 4,3 nel 2007 al netto degli sconti finanziari di natura commerciale, in linea con livelli di incidenza attuali).

- IRES 33% + IRAP 4,25%, ipotizzando la possibilità di recuperare tutte le perdite riportabili fiscalmente, ingenti soprattutto in Francia.

5.3 Il valore attuale dei redditi consolidati netti analiticamente pianificati (2005-2007) e il *terminal value* (dal 2008)

La tabella di seguito esposta mette in evidenza le rettifiche prudenzialmente effettuate sul piano industriale e la determinazione del valore del Gruppo operativo "Bormioli Rocco", sulla base della formula del metodo reddituale a due fasi descritto al capitolo 4. Successivamente vengono descritte le rettifiche operate.

<i>Euro milioni</i>	2005	2006	2007	2008
Ricavi di vendita	512,80	546,30	559,70	559,70
Variaz. rim. Prodotti	-21,20	-25,50	-17,40	-17,40
Altri ricavi e proventi	6,80	7,60	7,90	7,90
Incrementi immobilizzazioni per lavoro interni	5,00	5,00	5,00	5,00
Vendita magazzino a DIF	7,00	0,00	0,00	0,00
Valore della Produzione	510,4	533,4	555,2	555,2
Materie prime suss. e merci	-118,00	-118,50	-121,80	-121,80
Spese per servizi e god. beni terzi	-181,60	-184,00	-190,10	-190,10
Variaz. rim. mat. prime	0,00	0,00	0,00	0,00
Oneri diversi di gestione	-8,50	-10,30	-10,40	-10,40
Personale	-133,20	-137,20	-135,80	-135,80
Svalutazione crediti	-0,62	-0,61	-0,64	-0,64
EBITDA	68,5	82,8	96,5	96,5
Ammortamenti	-37,30	-39,20	-39,30	-39,30
EBIT	31,2	43,6	57,2	57,2
Proventi, oneri finanziari e rettifiche di attività fin	-6,30	-6,00	-5,00	-5,00
Risultato partite straordinarie	-0,80	-7,70	-1,10	
EBT	24,1	29,9	51,1	52,2
Imposte dell'esercizio	-13,50	-15,80	-19,10	-19,10
Risultato netto d'esercizio	10,6	14,1	32,0	33,1

<i>Periodo amministrativo</i>	2005	2006	2007	2008
Risultato ante imposte	24,1	29,9	51,1	52,9
RETTIFICHE:				
Ulteriore accantonamento per rischi cause legali		-6,00		
Ulteriori accantonamenti per rischi fiscali		-1,00		
Svalutazione ulteriore del magazzino	-5,00	-5,00	-5,00	
Ricalcolo imposte:				
Irap	-6,71	-7,41	-7,92	-8,17
Ires	-6,30	-5,90	-15,20	-17,47
OF per minor incremento del PN	-0,20	-0,63	-1,04	-1,30
RISULTATO RETTIFICATO DA ATTUALIZZARE	5,87	3,95	21,90	26,01

<i>Tasso di attualizzazione</i>	8%	8%	8%	9% (g=1,5%)
Valore attualizzato	5,44	3,38	17,38	267,74

**VALORE FINALE DEL GRUPPO
BORMIOLI ROCCO**

293,95

Descrizione delle rettifiche apportate al business plan sulla base della documentazione visionata e della discussione con il management del Gruppo:

- Si è ritenuto doveroso operare una prima rettifica a titolo di accantonamento per rischi cause legali dell'importo di 6 milioni di euro. Tale rettifica è stata ipotizzata per il periodo amministrativo 2006;
- Una seconda rettifica a titolo di accantonamento al fondo rischi fiscali dell'importo di 1 milioni di euro è stata imputata all'esercizio 2006;
- Considerato che una delle ipotesi più importanti del business plan è la riduzione dello stock di magazzino - come già rilevato nell'analisi del piano - prudenzialmente, anche in conformità agli obiettivi di riposizionamento su prodotti più profittevoli, si è ritenuto opportuno ipotizzare una ulteriore svalutazione del magazzino di 15 milioni di euro suddiviso sui tre esercizi del business plan;
- Le imposte sono state integralmente ricalcolate, senza considerare eventuali perdite riportabili fiscalmente. In effetti, la quasi totalità delle perdite fiscali sono rilevabili in Francia; tali perdite non sarebbero utilizzabili che in quel paese anche in ipotesi di consolidato fiscale mondiale;
- Infine, è stato considerato l'effetto delle rettifiche in termini di oneri fiscali da calcolarsi sul maggior indebitamento dovuto al minor patrimonio netto per effetto delle rettifiche stesse;
- Tutte le rettifiche sopra esposte hanno inciso sul calcolo delle imposte, pertanto il reddito netto rettificato risulta al netto dell'effetto fiscale sulle rettifiche operate;

- Per la determinazione del *terminal value* è stato considerato il reddito 2007 incrementato del fattore g (1,5%), rettificando esclusivamente i componenti negativi di reddito straordinari (1,1 milioni di euro).

Sulla base del business plan, delle rettifiche prudenziali effettuate si determina il valore del capitale economico del Gruppo operativo Bormioli in 293,95 milioni di euro. A tale valore dovranno essere sommati i capitali accessori determinati al paragrafo successivo.

5.4 Il valore corrente dei *capitali accessori*

Quando si procede alla valutazione economica del gruppo sulla base del bilancio consolidato, i valori economici delle unità dell'area di gruppo non incluse nell'area di consolidamento vengono esclusi e trattati alla stregua di investimenti accessori, così come gli investimenti in partecipazioni di collegamento.

Pertanto, alla valutazione del gruppo effettuata con il metodo reddituale sulla base del bilancio consolidato viene sommato il valore dei capitali accessori, che nella fattispecie è costituito dalle società collegate e dalle società non comprese nell'area di consolidamento.

Le società collegate o non comprese nell'area di consolidamento sono le seguenti:

- Parmafactor S.p.A., società collegata per il 10% con un capitale sociale di Euro 5.160.000. Attualmente la società facente parte del gruppo Parmalat

è in attesa del piano di ristrutturazione e l'eventuale salvataggio da parte delle banche. Considerata la situazione in cui si trova la società, prudenzialmente, viene attribuito valore pari a zero alla quota suddetta di partecipazione;

- N.O.V. S.r.l., società collegata per il 20% con un capitale sociale di Euro 200.000. La società è di recente costituzione e viene pertanto valutata alla quota proporzionale di capitale sociale;
- Fidenza Decoro S.r.l., società controllata al 100% con un capitale sociale di Euro 100.000, non consolidata in quanto di recente costituzione. Anche questa partecipazione viene valutata alla quota proporzionale di capitale sociale.

Riepilogo delle valutazioni attribuite ai capitali accessori:

Società	Capitale sociale Euro	%	Valutazione Euro
Parmafactor S.p.A.	5.160.000	10%	0
N.O.V. S.r.l.	200.000	20%	40.000
Fidenza Decoro S.r.l.	100.000	100%	100.000
Totale valore capitali accessori			140.000

I capitali accessori da sommare al valore economico del gruppo ammontano a Euro 140.000.

5.5 Il valore complessivo del gruppo Bormioli Rocco con il metodo reddituale

Come già rilevato il valore complessivo del Gruppo operativo Bormioli Rocco scaturisce dalla seguente sommatoria:

$$W = \sum_{k=1}^n \frac{R_k}{(1+i)^k} + \text{VER} + \text{CA}$$

Pertanto, il valore complessivo del Gruppo con il metodo reddituale, è pari a 294.090.000 Euro.

* * *

Il valore finale delle quote detenute da Bormioli Finanziaria S.p.A. pari al 52,28% del capitale, sulla base delle valutazioni e delle ipotesi utilizzate, ammonta complessivamente ad un valore arrotondato di 153.750.000 Euro.

6 LA RIESPRESSIONE A VALORI CORRENTI DELLE ATTIVITÀ E DELLE PASSIVITÀ DELLA "BORMIOLI FINANZIARIA S.P.A." AL 31.12.2004

6.1 Premessa

Con riferimento al 31.12.2004, data di riferimento della valutazione peritale, si procede alla revisione delle singole poste di bilancio ed alla riespressione delle stesse a valori correnti.

Nell'analisi delle singole poste verrà evidenziato il valore iscritto in bilancio e la valutazione a valori correnti.

L'oggetto della valutazione è costituito dalla partecipazione rappresentata da n° 11.378.945 di azioni nella società Bormioli Finanziaria S.p.A. (circa il 99,83% del capitale).

Preliminarmente si procede alla valutazione delle attività e passività della società Bormioli Finanziaria S.p.A., successivamente alla valorizzazione del pacchetto azionario suddetto.

Come già rilevato, al capitolo 5 è stata effettuata la valutazione del capitale economico del gruppo Bormioli Rocco & Figlio, composto da società industriali operative, sulla base del bilancio consolidato.

Nel presente capitolo viene recepito come valore della partecipazione nella Bormioli Rocco & Figlio S.p.A. il valore del capitale economico precedentemente determinato. Rettificando quindi il valore della partecipazione iscritta in bilancio, in funzione della quota proporzionale di capitale economico.

* * *

CONTI D'ORDINE*Pegni sulle azioni*

Le azioni oggetto di conferimento, nonché le azioni della controllata Bormioli Rocco & Figlio S.p.A. risultavano, alla data del 31.12.2004 date in pegno alla Banca Popolare di Lodi.

In data 28.02.2005, con due separati atti la Banca Popolare di Lodi ha rinunciato ad entrambe i pegni; per quanto riguarda il pegno che insisteva sulle azioni Bormioli Rocco & Figlio S.p.A. in maniera irrevocabile, mentre per quanto riguarda il pegno sulle azioni di Bormioli Finanziaria S.p.A., l'efficacia della rinuncia è subordinata unicamente alla condizione sospensiva che l'assemblea straordinaria di Necchi S.p.A. deliberi entro il 30.06.2005 un aumento di capitale riservato a Glass Italy B.V., da liberare mediante il conferimento della partecipazione oggetto della presente valutazione.

Contratti di opzione

Fra i conti d'ordine risulta un contratto di opzione di vendita/acquisto rilasciato dalla Bormioli Finanziaria S.p.A. al Dott. Bormioli Rocco, concernente due quote, la prima di nominali Euro 839.868,12 rappresentativa del 34,734% del capitale sociale di Vetrolin S.r.l. come opzione di vendita, la seconda di nominali Euro 840.641,88 rappresentativa del 34,766% del capitale sociale di Vetrolin S.r.l. come opzione di vendita/conferimento.

A fronte di queste opzioni la Glass Italy B.V. ha concesso irrevocabilmente, in data 28 febbraio 2005, la medesima opzione con le medesime condizioni contrattuali.

Pertanto, le opzioni rilasciate da Bormioli Finanziaria S.p.A. sono di fatto controbilanciate da quelle ricevute da Glass Italy B.V.

6.2 La riespressione a valori correnti delle attività

6.2.1 IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI

Sono iscritte in bilancio al costo, comprensivo degli eventuali oneri accessori, ed al netto dei relativi ammortamenti, calcolati secondo un piano sistematico in relazione alla natura delle voci ed alla loro residua possibilità di utilizzazione.

In particolare, sono costituite esclusivamente da costi di impianto ed ampliamento, sono iscritti nell'attivo con il consenso del Collegio sindacale e sono ammortizzati in un periodo di cinque anni.

Tale voce comprende oneri di natura pluriennale di natura professionale inerenti le operazioni di ristrutturazione societaria intervenute principalmente nel corso di esercizi precedenti.

* * *

Utilizzando la percentuale di ammortamento pari al 20% del costo storico gran parte dei costi pluriennali capitalizzati sono interamente ammortizzati. Si è proceduto alla revisione di tale voce contabile con la finalità di:

- verificare l'effettiva capitalizzabilità dei componenti negativi di reddito nei vari anni di formazione;
- verificare la residua utilità futura dei costi capitalizzati alla data del 31.12.2004; onde procedere alla svalutazione del residuo da ammortizzare degli eventuali costi non differibili all'atto della loro capitalizzazione o seppur differibili non aventi utilità futura residua.

Considerato corretto il processo di ammortamento in corso, da cui scaturisce una sostanziale congruità della vita utile residua, risulta corretto adottare la valutazione al valore residuo da ammortizzare

La vita utile di tali immobilizzazioni immateriali è pari a quella residua derivante dal processo di ammortamento in corso.

a)	Val. di bilancio	Val. corrente
Costi di impianto e €		
ampliamento		
(Fondo ammortamento) €		
Valore netto	€ 376.227	376.227

TOTALE CLASSE 1) IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI

Valore netto di bilancio	Valore corrente
376.227	376.227

6.2.2 IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE

Le partecipazioni iscritte nel bilancio sono valutate con il metodo del costo ed il valore di iscrizione è determinato sulla base del prezzo di acquisto o di sottoscrizione, rettificato qualora, al momento della chiusura dell'esercizio, l'immobilizzazione finanziaria risulti avere durevolmente un valore inferiore al costo.

Le immobilizzazioni finanziarie iscritte in bilancio sono costituite dall'unica partecipazione posseduta nella società sotto evidenziata.

<i>Partecipazioni in imprese controllate</i>						
Denominazione	Sede	Capitale sociale	Patrimonio Netto	Utile (Perdita)	Quota posseduta	Valore in bilancio
Bormioli Rocco & Figlio S.p.A.	Via S. Leonardo, 41 - Parma	108.961	175.249	8.123	52,28%	154.934

(Valori in migliaia di Euro al 31.12.2004)

La società partecipata controlla a sua volta numerose società e presenta anche una società collegata, costituendo un gruppo operativo.

Valutazione:

Come già rilevato, si procede rettificando il valore di tale partecipazione in funzione del capitale economico determinato al capitolo 5.

La tabella di seguito esposta evidenzia il valore del capitale economico come da valutazione della partecipazione detenuta, la corrispondente quota

proporzionale del capitale economico nonchè il valore della partecipazione iscritto in bilancio ed infine la differenza che scaturisce.

Partecipazione	Cap. economico	%	% Cap. economico	Valore di bilancio	Diff.
(Valori in migliaia di Euro)					
Bormioli Rocco & Figlio S.p.A.	294.090	52,28%	153.750	154.934	- 1.184

Pertanto, sulla base delle informazioni a disposizione si ritiene di procedere alla valutazione di tale partecipazione nella misura della quota proporzionale del capitale economico pari 153.750.000 Euro .

TOTALE CLASSE 2) IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE

Valore netto di bilancio	Valore corrente
154.933.920	153.750.000

6.2.3 CREDITI V/ALTRI

Valore di bilancio	Valore corrente
19.367.706	572

L'importo esposto risulta costituito da:

- Crediti v/erario per Euro 572;

- Crediti v/Bormioli Rocco Euro 19.367.134, per un finanziamento concesso al Dott. Rocco Bormioli per l'acquisto di una quota di capitale della società Vetrolin S.r.l..

La posizione creditoria nei confronti di Rocco Bormioli risulta, alla data della valutazione, non più esistente, in quanto il credito è stato acquistato *pro soluto* dalla controllante Glass Italy B.V., con accredito diretto sul c/c 160.0000067742 dell'importo di Euro 19.423.380,00, pari all'importo in linea capitale e linea interessi maturati.

Pertanto la suddetta posizione creditoria è attualmente estinta e quindi si procede ad attribuire valore pari a zero.

Considerato che gli interessi maturati sono stati rilevati per competenza nella voce contabile ratei e risconti anche tale importo verrà stralciato.

Gli altri crediti iscritti in bilancio vengono valutati al valore nominale in quanto ritenuti interamente incassabili.

6.2.4 DISPONIBILITA' LIQUIDE

Valore di bilancio	Valore corrente
999	428.059

Le disponibilità liquide sono così suddivise:

- depositi bancari e postali Euro 502;
- denaro e valori in cassa Euro 497.

La posta contabile viene valutata al valore nominale.

A seguito dei versamenti descritti al paragrafo 6.3.2 il saldo dei depositi bancari

- divenuti tutti a attivi - è attualmente aumentato all'importo di Euro 427.562,

così dettagliato:

- c/c n. 677/42 Euro 143.152;

- c/c n. 89566 Euro 121.622;

- c/c n. 89667 Euro 162.788.

Pertanto, viene considerato il saldo attuale.

6.2.5 RATEI E RISCONTI ATTIVI

Valore di bilancio	Valore corrente
53.115	0

La voce contabile è costituita esclusivamente da ratei attivi per interessi sul finanziamento erogato al Sig. Rocco Bormioli.

L'importo viene valutato pari a zero per quanto riferito al paragrafo 6.2.3.