

**PERIZIA EX ART. 2343-TER, C.2, LETT. B. C.C.
PER LA VALUTAZIONE
DELLE PARTECIPAZIONI CONFERITE
DAI COMUNI DELL'UNIONE DELLA ROMAGNA FORLIVESE
NELLA SOCIETÀ
LIVIA TELLUS GOVERNANCE S.P.A.**

ESPERTO

**DOTTOR STEFANO SANTUCCI
COMMERCIALISTA E REVISORE CONTABILE
STUDIO:**

**VIA SPADOLINI GIOVANNI, 12/D
20141 MILANO**

TEL. 02.89055103

FAX 02. 89055103

MOB. 335.5222691

E-MAIL STEFANO.SANTUCCI@UNIPV.IT

**DATA DELLA NOMINA DA PARTE
DEL PRESIDENTE DELLA SOCIETÀ**

13 MARZO 2015

SS

PERIZIA EX ART. 2343-TER, C.2, LETT. B. C.C.
PER LA VALUTAZIONE
DELLE PARTECIPAZIONI CONFERITE
DAI COMUNI DELL'UNIONE DELLA ROMAGNA FORLIVISE
NELLA SOCIETÀ
LIVIA TELLUS GOVERNANCE S.P.A.

INDICE

1. PREMESSA	1
2. LO SCHEMA DELL'OPERAZIONE	1
3. LA DESCRIZIONE DELLE PARTECIPAZIONI OGGETTO DI CONFERIMENTO	4
3.1. ROMAGNA ACQUE SOCIETÀ DELLE FONTI S.P.A.	5
3.2. START ROMAGNA S.P.A.	9
3.3. UNICA RETI S.P.A.	10
4. I CRITERI DI VALUTAZIONE SEGUITI	13
4.1. LA VALUTAZIONE DI PARTECIPAZIONI AZIONARIE	13
4.2. LA NOZIONE DI CAPITALE ECONOMICO	16
4.3 LE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO	20
4.4 LE METODOLOGIE APPLICABILI AL CASO DELLE SOCIETÀ NON CONTROLLATE	32
4.5 I CRITERI DI VALUTAZIONE UTILIZZATI NELLA VALUTAZIONE DELLE SINGOLE PARTECIPAZIONI ED IL VALORE ALLE STESSE ATTRIBUITO	33
5. CONCLUSIONI	37

1. PREMESSA

In data 13 marzo 2015, il Presidente del Consiglio di amministrazione della Società Livia Tellus Governance S.p.a., Dottor Gianfranco Marzocchi, conferiva allo scrivente Stefano Santucci, Dottore Commercialista e Revisore contabile, con studio in Milano, Via Spadolini Giovanni 12/d, è stato nominato esperto ai sensi dell'articolo 2343-ter, comma 2, lett. b) c.c. per la redazione della perizia di stima del *fair value* delle partecipazioni nelle seguenti società:

- Romagna Acque – Società delle Fonti S.p.a.;
- START Romagna S.p.A.
- Unica Reti S.p.A,

in vista del conferimento di tali partecipazioni da parte dei Comuni riuniti nella Unione dei Comuni della Romagna Forlivese (, rappresentati rispettivamente dai Comuni di Forlimpopoli, Meldola, Bertinoro, Predappio, Castrocaro, Santa Sofia, Civitella, Modigliana, Galeata, Rocca San casciano, Dovadola, Premilcuore, Portico San Benedetto e Tredozio, denominati i Comuni conferenti, nel seguito) nella Società “Livia Tellus Governance S.p.A.”, con sede in Forlì, Piazza Aurelio Saffi, 8, C.F. e P.I. 03943760409.

2. LO SCHEMA DELL'OPERAZIONE.

Il presente conferimento si inquadra in una più generale operazione di razionalizzazione delle modalità con cui i Comuni conferenti intendono procedere alla gestione delle partecipazioni nelle citate società onde renderla più efficace ed efficiente.

Tale operazione si realizzerà attraverso il conferimento delle partecipazioni dirette dei Comuni conferenti nelle società sopra citate all'interno di Livia Tellus Governance S.p.A., che a fronte del conferimento emetterà azioni di nuova emissione da assegnare ai Comuni conferenti..

L'operazione, che ridisegna l'azione dei Comuni conferenti attraverso le proprie partecipate, determina un nuovo modello di governance con le seguenti caratteristiche:

- La costituzione di un organo parasociale – coordinamento soci – diretto a dimostrare il controllo analogo su LTG e assegnare ai Comuni funzioni di governance più efficaci;
- Ogni Comune approva budget del gruppo LTG e riceve report semestrali sullo stato di attuazione degli obiettivi – aumenta la capacità di governance per ogni Comune su Romagna Acque, Unica Reti e Start Romagna.
- Semplificazione amministrativa e riduzione carichi di lavoro per uffici dei Comuni;

L'operazione avrebbe una serie di vantaggi attuativi sinteticamente descritti di seguito:

a) Vantaggi in termini di Governance del territorio:

- Definizione di obiettivi strategici condivisi di area vasta (Unione) su ambiente, mobilità, efficientamento energetico, con possibilità di analisi sistematica del finanziamento

- progetti europei/regionali su tali obiettivi e coordinamento dell'attuazione del piano di azione per l'energia sostenibile (SEAP)
- Maggiore peso nei coordinamento soci di Romagna Acque e Start Romagna (organizzazione di incontri fra i Comuni soci di LTG prima di ogni coordinamento per esaminare insieme le problematiche relative a decisioni strategiche, ad esempio sul piano investimenti)
 - Maggiore peso in Unica Reti, con possibilità di assegnare funzioni di progettazione e finanziamento opere sistema fognario; acquisizione reti gas da altri gestori; acquisizione e realizzazione asset su altri SPL;
 - Semplificazione delle partecipazioni: superamento di ATR e possibilità di altre fusioni/aggregazioni delle partecipazioni.
- b) Vantaggi in termini di campo di azione della società conferitaria:
- Possibilità di affidare a LTG competenze di sistema, come: gestione amministrativa di altri organismi partecipati; analisi partnership pubblico/privato; gestione entrate; servizio progetti europei per Unione; gestione patrimonio
 - Affidamento diretto alle controllate LTG denominate Forlì Città Solare e Forlì Mobilità Integrata di interventi di efficientamento energetico su patrimonio pubblico / analisi energetica – pubblica illuminazione, del servizio trasporto scolastico / pianificazione e progettazione interventi mobilità (es. piste ciclabili, linee TPL)
 - Affidamento diretto alla controllata LTG Forlifarma della gestione farmacie comunali.
- c) Vantaggi economici
- Riduzione carichi di lavoro per i Comuni su gestione partecipate (CONSOC – Corte Conti – Questionari revisori – pubblicazioni sito internet – gestione anticorruzione - partecipazioni assemblee) – verifica giuridica normativa sulle partecipazioni
 - Sgravio dei costi diretti per gestione partecipate
 - Eliminazione rischio di accantonare risorse correnti per società che registrano perdite d'esercizio (in base a art. 1, comma 551 LS 2014)

Si espongono di seguito i prospetti riepilogativi delle azioni complessivamente oggetto di conferimento ed oggetto della presente valutazione:

Romagna Acque S.p.A.		
Comune partecipante	n. azioni	% di partecipazione
Comune di Forlimpopoli	7.319,00	1,01%
Comune di Castrocaro Terme e TdS	3.410,00	0,47%
Comune di Predappio	3.362,00	0,46%
Comune di Meldola	5.045,00	0,69%
Comune di Bertinoro	4.419,00	0,61%
Comune di Santa Sofia	2.434,00	0,33%
Comune di Civitella di Romagna	2.244,00	0,31%
Comune di Dovadola	79,00	0,01%
Comune di Rocca S.Casciano	136,00	0,02%
Comune di Portico e S.Benedetto	128,00	0,02%
Comune di Galeata	1.331,00	0,18%
Comune di Premilcuore	545,00	0,07%
Comune di Modigliana	23,00	0,00%
Comune di Tredozio	23,00	0,00%
Totale	30.498,00	4,20%

Start Romagna S.p.A.		
Comune partecipante	n. azioni	% di partecipazione
Comune di Forlimpopoli	22.511	0,08%
Comune di Castrocaro Terme e TdS	8.121	0,03%
Comune di Predappio	13.916	0,05%
Comune di Meldola	17.189	0,06%
Comune di Bertinoro	16.242	0,06%
Comune di Santa Sofia	14.902	0,05%
Comune di Civitella di Romagna	5.894	0,02%
Comune di Dovadola	1.735	0,01%
Comune di Rocca S.Casciano	3.114	0,01%
Comune di Portico e S.Benedetto	1.143	0,00%
Comune di Galeata	5.835	0,02%
Comune di Premilcuore	1.143	0,00%
Comune di Modigliana	611	0,00%
Comune di Tredozio	-	
Totale	112.356	0,39%

Unica Reti S.p.A.		
Comune partecipante	n. azioni	% di partecipazione
Comune di Forlimpopoli	1.778.425	2,53%
Comune di Castrocaro Terme e TdS	963.762	1,37%
Comune di Predappio	1.309.053	1,86%
Comune di Meldola	1.174.432	1,67%
Comune di Bertinoro	1.747.464	2,48%
Comune di Santa Sofia	1.045.626	1,49%
Comune di Civitella di Romagna	592.092	0,84%
Comune di Dovadola	311.443	0,44%
Comune di Rocca S.Casciano	339.052	0,48%
Comune di Portico e S.Benedetto	203.322	0,29%
Comune di Galeata	379.299	0,54%
Comune di Premilcuore	196.532	0,28%
Comune di Modigliana	945.626	1,34%
Comune di Tredozio	194.325	0,28%
Totale	11.180.453	15,89%

3. LA DESCRIZIONE DELLE PARTECIPAZIONI OGGETTO DI CONFERIMENTO.

Nelle pagine seguenti lo scrivente procederà, ai sensi dell'articolo 2343-ter, comma 2, lett. b) del codice civile, alla descrizione delle partecipazioni oggetto di conferimento da parte dei Comuni conferenti nella società Livia Tellus Governance S.p.A..

Ovviamente la descrizione concerne le caratteristiche delle aziende di pertinenza dei soggetti giuridici di cui il Comune detiene una partecipazione al capitale e viene effettuata soprattutto sulla base delle informazioni indicate nell'ultimo bilancio regolarmente approvato, che quasi sempre coincide con il bilancio al 31 dicembre 2010.

Si ritiene peraltro che questa modalità di indagine sia coerente con la tipologia di beni formanti oggetto di conferimento, vale a dire partecipazioni in società di capitali, per le quali è prassi consolidata fare riferimento ai dati ed alle informazioni indicati nell'ultimo bilancio regolarmente approvato. Nella maggior parte dei casi esso coincide con il bilancio al 31.12.2010 approvato dall'assemblea dei soci, ma ove le società ricorressero al maggiore termine di approvazione concesso dall'art. 2364 c.c., ultimo comma si è fatto riferimento al progetto di bilancio approvato dai consigli di amministrazione.

Ove disponibili, si citeranno, infine, informazioni in merito ad operazioni che abbiano determinato recenti modifiche dell'oggetto, della compagine sociale e dell'ammontare del capitale sociale o del patrimonio netto complessivo delle società le cui partecipazioni formano oggetto della presente relazione di stima.

3.1. ROMAGNA ACQUE SOCIETÀ DELLE FONTI S.P.A..

I Comuni conferenti detengono una partecipazione di n. 30.498 azioni di nominali € 516,46 cadauna nella società “Romagna Acque - Società delle Fonti S.p.A.” con sede in Forlì, Piazza del Lavoro n. 35, C.F. e iscrizione al Registro Imprese di Forlì/Cesena n. 00337870406, complessivamente pari al 4,20%.

Romagna Acque S.p.A. (fino al 1994 Consorzio acque per le province di Forlì e Ravenna) è la società per azioni a capitale pubblico che gestisce la diga di Ridracoli (FC) e l'Acquedotto della Romagna. I suoi soci sono rappresentati da gran parte dei Comuni romagnoli e dalle cinque “Società degli Asset idrici” aventi sede in Romagna ed originate dalla costituzione di Hera S.p.A.. Il Consorzio Acque per le province di Forlì e Ravenna nasce inizialmente per provvedere alla gestione dell'invaso di Ridracoli ed alla distribuzione dell'acqua in esso raccolta fino alle reti locali di distribuzione. Successivamente (1994) il Consorzio si trasforma in società per azioni e procede al completamento dell'infrastruttura di distribuzione nota come “Acquedotto della Romagna”, opera che raggiunge 47 comuni della pianura romagnola e della Repubblica di San Marino attraverso 300 km di condotte e serbatoi di compenso che permettono il funzionamento dell'intero acquedotto per caduta gravitazionale, nonché la produzione di energia elettrica venduta a terzi.

Negli ultimi anni la Società ha attuato il progetto noto come “Società delle fonti”, di cui si espongono in sintesi contenuto ed obiettivi:

1. concentrazione in un unico soggetto societario di tutti gli impianti di approvvigionamento dell'acqua potabile presenti nel territorio romagnolo;
2. acquisizione della gestione degli impianti in oggetto in ossequio alla legge regionale;
3. attuazione degli investimenti necessari per garantire la risposta al fabbisogno idropotabile del territorio Romagnolo (sulla base dei Piani d'ambito predisposti dalle A.T.O.) e ottenimento di una remunerazione economica tale da consentire il ritorno degli investimenti (seppur con una particolare attenzione a contenere l'impatto sulle tariffe all'utenza).

Tale progetto si è concretizzato in un'operazione di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione, deliberata dall'assemblea straordinaria della società in data 18 marzo 2004, che ha determinato il conferimento in Romagna Acque della parte di assetti tecnici relativi all'approvvigionamento dell'acqua detenuti dalle Società degli Asset sopra indicate (precedentemente non socie) e da 26 Comuni dell'area romagnola (di cui 22 già soci e 4 non precedentemente soci).

In questo modo Romagna Acque S.p.A. è diventata l'unico gestore delle principali fonti idriche di produzione e fornitore dell'acqua all'ingrosso per l'intero fabbisogno idropotabile al

gestore del Servizio Idrico Integrato (attualmente rappresentato da HERA) in Romagna, affiancando all'invaso di Ridracoli (che garantisce da solo, a seconda delle annate idrologiche, il soddisfacimento del 50-60% dei fabbisogni totali) tutte le altre fonti locali di approvvigionamento idrico. A seguito dell'operazione, Romagna Acque ha cambiato la propria denominazione in "Romagna Acque – Società delle Fonti S.p.A."

La Società ha inoltre varato un piano decennale di investimenti di oltre 300 milioni di euro totalmente auto-finanziato nei seguenti settori di attività:

- struttura acquedottistica: realizzazione delle opere relative al nuovo sistema di produzione e fornitura dell'acqua, costituito sia dall'invaso di Ridracoli che dalle fonti locali, in un'ottica di reale interconnessione e di interdipendenza tra i vari schemi idrici e conseguente gestione di tali impianti sulla base delle determinazioni delle A.T.O.;
- depurazione e fognatura: opere di cui la società avrà solo la proprietà, poiché saranno affidati al gestore del servizio idrico integrato, a fronte del ricevimento da quest'ultimo di un canone periodico;
- altri interventi: investimenti relativi alla nuova sede, agli impianti e reti per gli usi plurimi nonché all'infrastruttura di fibre ottiche che ha un'estensione di circa 295 km e viene utilizzata anche come dorsale per il sistema di comunicazione delle pubbliche amministrazioni regionali (denominato Lepida).

Il percorso attuativo del progetto Società delle Fonti si è completato nel 2008. Facendo seguito al Protocollo d'Intesa sottoscritto a fine 2007 fra la Società e le tre Agenzie d'Ambito Territoriale (AATO) della Romagna, si è perfezionato l'iter che ha coinvolto Romagna Acque, Hera e le AATO per dare avvio alla gestione integrata di tutte le fonti da parte di Romagna Acque a partire dal primo gennaio 2009.

Tale percorso ha portato da un lato alla sottoscrizione tra Hera e Romagna Acque del Contratto di trasferimento del ramo d'azienda "gestione fonti locali" e alla risoluzione dei rapporti di natura patrimoniale precedentemente in essere fra le stesse, dall'altro alla sottoscrizione della "Convenzione per la regolamentazione della gestione dei sistemi di captazione, adduzione, trattamento e distribuzione primaria e della fornitura del servizio idrico all'ingrosso negli ambiti territoriali ottimali di Forlì-Cesena, Ravenna e Rimini, ex art.14, comma 4, della LR. 6/9/1999 n.25", che regola l'affidamento del suddetto servizio dalle AATO a Romagna Acque fino al 31/12/2023. Tutto ciò ha portato alla successiva definizione del Contratto che disciplina l'intera fornitura d'acqua all'ingrosso da Romagna Acque ad Hera fino alla fine del 2012.

Il percorso di affidamento del servizio e i contenuti della Convenzione rispettano puntualmente la normativa anche più recente. La Convenzione suddetta rappresenta l'elemento

fondamentale del quadro amministrativo-regolatorio relativo alla Società e, congiuntamente al ‘Piano di prima attivazione per l’organizzazione e la gestione del servizio di fornitura all’ingrosso della risorsa per il periodo 2009-2012 (che costituisce parte integrante della Convenzione stessa) definisce le condizioni, le modalità e i vincoli di svolgimento dell’attività regolamentata.

Il principale cliente di Romagna Acque è pertanto rappresentato da Hera S.p.A. che, in qualità di gestore del servizio idrico integrato nei Comuni romagnoli, acquisisce all’ingrosso l’acqua dalla Società prelevandola dai terminali dell’Acquedotto di Romagna o dalle fonti di approvvigionamento locali conferite a Romagna Acque nel progetto “Società delle Fonti” per immetterla in rete e fornirla agli utenti finali.

Il nuovo ruolo di fornitore all’ingrosso per l’intero fabbisogno idropotabile della Romagna, assunto dalla Società dal 1° gennaio 2009, ha determinato una produzione e fornitura su base annua di circa 106,6 milioni di metri cubi durante il 2010 (fino a tutto il 31/12/2008 tale produzione era legata alla sola diga di Ridracoli era pari mediamente a circa il 50% del fabbisogno annuo). Ciò sta determinando una serie di idonei e significativi adeguamenti organizzativi e gestionali nonché consistenti variazioni nei flussi complessivi dei costi e dei ricavi.

Si espongono nella pagina seguente i dati relativi al conto economico degli ultimi tre esercizi disponibili (2014, 2013 e 2012), in valore assoluto e percentuale, precisando che, con riferimento ai dati del 2014, si fa riferimento al conto economico preconsuntivo:

Romagna Acque - Società delle Fonti S.p.A. (dati in €)	2014*	%	2013	%	2012	%
Ricavi caratteristici	40.171.000,00	76,82%	40.837.532,00	77,09%	38.087.024,00	85,97%
Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	650.000,00	1,24%	665.153,00	1,26%	665.910,00	1,50%
Altri ricavi e proventi	11.470.000,00	21,93%	11.472.358,00	21,66%	5.549.101,00	12,53%
Valore della Produzione	52.291.000,00	100,00%	52.975.043,00	100,00%	44.302.035,00	100,00%
Costi operativi esterni	- 20.146.000,00	-38,53%	- 17.060.019,00	-32,20%	- 18.570.789,00	-41,92%
Valore Aggiunto	32.145.000,00	61,47%	35.915.024,00	67,80%	25.731.246,00	58,08%
Costi del personale	- 7.674.000,00	-14,68%	- 7.513.239,00	-14,18%	- 7.471.929,00	-16,87%
Margine Operativo Lordo	24.471.000,00	46,80%	28.401.785,00	53,61%	18.259.317,00	41,22%
Ammortamenti ed Accantonamenti	- 15.020.000,00	-28,72%	- 17.327.194,00	-32,71%	- 14.180.983,00	-32,01%
Reddito Operativo	9.451.000,00	18,07%	11.074.591,00	20,91%	4.078.334,00	9,21%
Proventi e Oneri finanziari	2.120.000,00	4,05%	3.413.278,00	6,44%	4.590.399,00	10,36%
Reddito ordinario	11.571.000,00	22,13%	14.487.869,00	27,35%	8.668.733,00	19,57%
Proventi e Oneri Straordinari	90.000,00	0,17%	433.688,00	0,82%	315.529,00	0,60%
Risultato ante imposte	11.661.000,00	22,30%	14.921.557,00	28,17%	8.984.262,00	20,28%
Imposte	- 3.866.010,07	-7,39%	- 4.947.000,00	-9,34%	- 2.911.000,00	-6,57%
Utile (perdita)	7.794.989,93	14,91%	9.974.557,00	18,83%	6.073.262,00	13,71%

L’andamento dei ricavi caratteristici, legati alla cessione della risorsa idrica al gestore del servizio Hera S.p.A. è funzione della quantità di metri cubi di acqua effettivamente ceduti. Essa dipende sia da elementi esogeni alla società, quali ad esempio le condizioni di minore o maggiore siccità che caratterizzano i singoli anni solari, che da elementi endogeni, quali ad esempio la

progressiva implementazione del citato progetto “Società delle fonti”, che ha visto la sua attuazione a regime a partire dall’anno 2009.

I ricavi accessori sono in larga parte rappresentati dai contributi in conto esercizio trentennali erogati dallo Stato per la realizzazione delle opere infrastrutturali legate alla gestione dell’invaso di Ridracoli, da ricavi e proventi per la concessione in uso della rete a fibre ottiche sviluppata dalla società lungo la propria rete di condotte acquedottistiche, nonché da canoni per impianti fognari e di depurazione.

Si segnala inoltre il considerevole contributo alla redditività aziendale derivante dall’investimento dell’ingente massa di liquidità creatasi a seguito degli elevati flussi di cassa prodotti dall’azienda rispetto al reddito per effetto dell’ingente incidenza degli ammortamenti della struttura tecnico-produttiva.

Nel periodo considerato, il contributo al risultato economico delle operazioni straordinarie si è mantenuto a livelli estremamente contenuti rispetto al totale dei componenti positivi di reddito.

Le condizioni di svolgimento delle combinazioni produttive aziendali consentono di ritenere che l’andamento della redditività della società possa mantenersi in futuro in linea con l’incremento dei livelli di attività legati alla definitiva implementazione del progetto “Società delle Fonti”.

La situazione patrimoniale della società degli esercizi 2012 e 2013 è esposta di seguito:

Stato patrimoniale				
Romagna Acque - Società delle Fonti S.p.A. -Voci (in €)	31.12.2013	%	31.12.2012	%
Immobilizzazioni Immateriali	6.296.889	1,34%	2.814.187	0,61%
Immobilizzazioni Materiali	303.324.110	64,59%	292.918.192	81,95%
Immobilizzazioni Finanziarie	48.853.586	10,40%	61.721.587	17,27%
Totale immobilizzazioni	358.474.585	76,33%	357.453.966	77,56%
Magazzino	3.453.218	0,74%	2.467.558	0,54%
Liquidità differite	65.952.093	14,04%	64.597.312	14,02%
Liquidità immediate	41.741.478	8,89%	36.376.325	7,89%
Totale attivo	469.621.374	100,00%	460.895.161	100,00%
Passività consolidate	35.636.602	7,59%	34.511.934	7,49%
Passività correnti	27.274.446	5,81%	25.067.899	5,44%
Totale passività	62.911.048	13,40%	59.579.833	12,93%
Patrimonio netto	406.710.326	86,60%	401.315.328	87,07%
Totale fonti di finanziamento	469.621.374	100,00%	460.895.161	100,00%

Come si evince agevolmente dalle cifre riportate, la Società è caratterizzata da un invidiabile livello di solidità patrimoniale, testimoniato dal fatto che, da un lato, le ingenti immobilizzazioni materiali sono interamente coperte dal patrimonio netto e, dall’altro, che il rapporto fra le passività finanziarie consolidate ed i mezzi propri è di gran lunga inferiore all’unità (ci sono circa 11 euro di patrimonio netto per ogni euro di debito finanziario consolidato). Ciò, assieme alle ingenti liquidità immediate e differite, consente di affermare che vi sono margini amplissimi per il sostenimento in

totale autofinanziamento di eventuali programmi di ampliamento della capacità produttiva della società, nonché di ammodernamento della relativa rete infrastrutturale.

Tutto ciò induce lo scrivente a ritenere che non sussistano ad oggi elementi di sorta che possano pregiudicare il modello di business che caratterizza la società per come lo stesso è stato delineato a livello economico, finanziario e patrimoniale nelle pagine precedenti.

3.2. START ROMAGNA S.P.A..

I Comuni conferenti detengono una partecipazione di n. 112.356 azioni ordinarie di v.n. pari a € 1,00 nella società Start Romagna S.p.A., con sede in Cesena, Via A. Spinelli 140, C.F. e P.I. 03836450407, pari allo 0,39% del capitale della società.

La Società Start Romagna S.p.A. è il soggetto prescelto per esercitare il servizio di Trasporto Pubblico Locale (TPL) nei tre bacini territoriali delle Province di Forlì-Cesena, Ravenna e Rimini a seguito dell'operazione di concentrazione che ha determinato dapprima il conferimento nella Holding delle partecipazioni nelle Società AVM S.p.A., ATM S.p.A. e TRAM Servizi S.p.A. precedentemente possedute dai principali enti pubblici territoriali soci, successivamente la creazione di un'azienda unica per effetto della fusione per incorporazione delle partecipate nella holding.

La situazione economica degli ultimi tre esercizi è riportata di seguito:

Start Romagna S.p.A. (dati in €)	2014*	%	2013	%	2012	%
Ricavi caratteristici	76.999.894	92,06%	70.535.188	84,11%	67.638.152	79,90%
Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	880.000	1,05%	731.913	0,87%	970.739	1,15%
Altri ricavi	5.757.075	6,88%	12.589.236	15,01%	16.041.540	18,95%
Valore della Produzione	83.636.969	100,00%	83.856.337	100,00%	84.650.431	100,00%
Costi operativi esterni	- 34.806.303	-41,62%	- 36.006.293	-42,94%	- 38.926.398	-45,98%
Valore Aggiunto	48.830.666	58,38%	47.850.044	57,06%	45.724.033	54,02%
Costi del personale	- 42.255.000	-50,52%	- 40.482.632	-48,28%	- 39.137.789	-46,23%
Margine Operativo Lordo	6.575.666	7,86%	7.367.412	8,79%	6.586.244	7,78%
Ammortamenti ed Accantonamenti	- 5.160.000	-6,17%	- 6.599.891	-7,87%	- 7.956.346	-9,40%
Reddito Operativo	1.415.666	1,69%	767.521	0,92%	1.370.102	-1,62%
Proventi e Oneri finanziari	- 200.000	-0,24%	- 205.397	-0,24%	- 146.186	-0,17%
Reddito ordinario	1.215.666	1,45%	562.124	0,67%	1.516.288	-1,79%
Proventi e Oneri Straordinari	48.000	0,06%	984	0,00%	419.881	0,50%
Risultato ante imposte	1.263.666	1,51%	561.140	0,67%	1.096.407	-1,30%
Imposte	- 1.092.000	-1,31%	- 860.000	-1,03%	- 845.493	-1,00%
Utile (perdita)	171.666	0,21%	298.860	-0,36%	1.941.900	-2,29%
*preconsuntivo						

Si nota un considerevole miglioramento dei risultati aziendali che nel giro di due esercizi passano da un perdita di quasi due milioni di euro ad un utile di 172.000, raggiunto senza fare ricorso a proventi di natura straordinaria.

Si sottolinea il miglioramento della incidenza percentuale dei costi operativi esterni, che calano di circa quattro punti percentuali assoluti dal 2011 al 2013 e del valore dei ricavi, che aumentano sia con riferimento ai ricavi da contratti di servizi che alla vendita dei titoli di viaggio.

Con riferimento alla situazione patrimoniale, di seguito sono indicati gli stati patrimoniali relativi agli esercizi chiusi al 31.12.2012 e 2013:

Stato Patrimoniale				
Start Romagna S.p.A. Voci (in €)	31.12.2013	%	31.12.2012	%
Immobilizzazioni Immateriali	1.158.293	1,54%	1.545.636	1,85%
Immobilizzazioni Materiali	33.375.430	95,87%	36.664.868	95,26%
Immobilizzazioni Finanziarie	278.829	0,80%	278.829	0,72%
Totale immobilizzazioni	34.812.552	46,40%	38.489.333	45,99%
Magazzino, Ratei e risconti	3.398.582	4,53%	3.192.710	3,81%
Liquidità differite	36.055.023	48,06%	40.538.373	48,44%
Liquidità immediate	762.185	1,02%	1.473.893	1,76%
Totale attivo	75.028.342	100,00%	83.694.309	100,00%
Passività consolidate	27.816.468	37,07%	29.168.893	34,85%
Passività correnti	21.054.947	28,06%	28.069.628	33,54%
Totale passività	48.871.415	65,14%	57.238.521	68,39%
Patrimonio netto	26.156.927	34,86%	26.455.788	31,61%
Totale fonti di finanziamento	75.028.342	100,00%	83.694.309	100,00%

La struttura patrimoniale è tutto sommato equilibrata con le attività materiali, essenzialmente rappresentate dal materiale rotabile (autobus) con cui la società svolge i propri servizi di TPL coperte da passività differite o da patrimonio netto.

3.3. UNICA RETI S.P.A..

I Comuni conferenti detengono una partecipazione di n. 11.180.453 azioni ordinarie di valore nominale € 1,00 nella società denominata Unica Reti S.p.A., con sede in Savignano sul Rubicone (FC), Via Rubicone dx I° tratto 1950, C.F. e P.I. 03249890405, pari complessivamente al 15,89% del capitale della Società.

Unica Reti S.p.A. è proprietaria delle reti di distribuzione del gas realizzate fino al 31 dicembre 2001 dalle Società CIS S.p.A., AMGA S.p.A., AURA S.p.A. partecipanti all'atto di fusione mediante costituzione di nuova Società del 23 novembre 2001.

In data 30 dicembre 2003, ai sensi dell' art. 113, comma 13, del D.Lgs. n. 267/2000, ii Comuni conferenti ha conferito nella medesima società, le reti di captazione, adduzione, ed allontanamento idriche realizzate nel territorio comunale fino al luglio 2003.

In data 24 febbraio 2003 Unica Reti S.p.A. ed Hera S. p.A. hanno stipulato un contratto di affitto di ramo d'azienda ai sensi del quale, inter alia, con decorrenza dal 1° gennaio 2002, Unica Reti S.p.A. ha concesso in affitto ad Hera S.p.A. il ramo d'azienda finalizzato all'esercizio dell'attività relativa ai servizi pubblici afferenti il ciclo idrico integrato, costituito dagli impianti di prelievo e captazione di acque sotterranee, di derivazioni di acque superficiali, di reti di adduzione, di potabilizzatori, di reti di distribuzione, serbatoi di stoccaggio, pensili, vasche, punti di consegna agli utenti, costituiti da derivazioni delle reti di distribuzione e da misuratori (contatori).

In pari data Unica Reti S.p.A. ed Hera S. p.A. hanno stipulato un ulteriore contratto di affitto di ramo d'azienda ai sensi del quale, inter alia, con decorrenza dal 1° gennaio 2002, Unica Reti ha concesso in affitto ad Hera il ramo d'azienda finalizzato all'esercizio dell'attività di produzione, trasporto, trattamento, distribuzione e vendita di gas, costituito da impianti quali punti di consegna e misura del gas, cabine primarie di decompressione, rete di distribuzione gas a media pressione, cabine secondarie di decompressione, rete di distribuzione gas a bassa pressione, impianti di protezione catodica, punti di consegna agli utenti a media ed a bassa pressione, costituiti da derivazioni delle reti di distribuzione e da misuratori (contatori).

Con convenzione stipulata in data 1 febbraio 2005, l'Agenzia d'ambito di Forlì-Cesena (ATO) ha affidato in esclusiva ad Hera S.p.A. la gestione del servizio idrico integrato, così come definito dall'art. 4, comma 1, lett. f), della Legge 5 gennaio 1994, n. 36, nei Comuni facenti parte dell'Ambito territoriale ottimale di Forlì-Cesena. Le reti conferite in Unica Reti S.p.A. sono quindi state tutte poste a disposizione di Hera S.p.A. ai fini dell'erogazione del servizio idrico integrato e del servizio di produzione, trasporto, trattamento, distribuzione e vendita del gas.

In data 22 dicembre 2005 i Comuni conferenti ha conferito nella società Unica Reti S.p.A., sempre ai sensi dell'art. 113, comma 13, del D.Lgs. n. 267/2000, le reti fognarie miste realizzate nel territorio comunale fino al giugno 2005.

Le quote di ammortamento dei cespiti inseriti in tale contratto, confluiscono nel bilancio della società affittuaria, mentre i conferimenti di reti ed impianti idrici e fognari, effettuati dai Comuni Soci negli anni 2004-2006 sono invece ammortizzati dalla Società.

Unica Reti S.p.A. si configura pertanto come tipica "Società degli Asset" ed ha per oggetto l'esercizio in via diretta, anche mediante locazione od affitto d'azienda, delle seguenti attività:

- l'amministrazione e la gestione di reti ed impianti afferenti ai servizi del ciclo idrico integrato, ivi comprese le reti fognarie e gli impianti di depurazione dei reflui;
- l'amministrazione e la gestione di reti di gasdotti locali ed impianti connessi ed accessori;
- l'amministrazione e la gestione di mezzi ed impianti, fissi e mobili, per la raccolta, il trasporto e lo smaltimento di rifiuti solidi urbani e di rifiuti assimilati;
- l'espletamento delle procedure di evidenza pubblica per l'individuazione del/dei soggetti gestori dei servizi pubblici a rilevanza economica e non economica, ove consentito dalle normative generali e di settore;
- l'amministrazione, gestione e la valorizzazione, ivi compresa la commercializzazione, di beni immobili afferenti il patrimonio pubblico locale;
- la gestione di servizi pubblici locali privi di rilevanza economica;

- servizi di consulenza tecnica, amministrativa, gestionale, progettazioni, studi di fattibilità, direzione lavori, che siano funzionali e compatibili con le attività sopra elencate e fondati sul profilo delle competenze aziendali.

Di seguito si presentano i conti economici della società per gli esercizi 2012-2014:

Unica Reti S.p.A. (dati in €)	2014*	%	2013	%	2012	%
Ricavi caratteristici	8.750.662	93,33%	8.916.945	97,37%	8.760.840	97,35%
Altri ricavi	625.694	6,67%	240.700	2,63%	238.544	2,65%
Valore della Produzione	9.376.356	100,00%	9.157.645	100,00%	8.999.384	100,00%
Costi operativi esterni	- 738.869	-7,88%	- 694.346	-7,58%	- 1.127.780	-12,53%
Valore Aggiunto	8.637.487	92,12%	8.463.299	92,42%	7.871.604	87,47%
Costi del personale	- 132.837	-1,42%	- 127.641	-1,39%	- 77.874	-0,87%
Margine Operativo Lordo	8.504.650	90,70%	8.335.658	91,02%	7.793.730	86,60%
Ammortamenti ed Accantonamenti	- 4.217.086	-44,98%	- 4.217.934	-46,06%	- 4.215.422	-46,84%
Reddito Operativo	4.287.564	45,73%	4.117.724	44,96%	3.578.308	39,76%
Proventi e Oneri finanziari	- 903.826	-9,64%	- 894.745	-9,77%	- 1.137.639	-12,64%
Reddito ordinario	3.383.738	36,09%	3.222.979	35,19%	2.440.669	27,12%
Proventi e Oneri Straordinari	- 9.663	-0,10%	619.343	6,76%	2.095.082	23,28%
Risultato ante imposte	3.374.075	35,98%	3.842.322	41,96%	4.535.751	50,40%
Imposte	- 1.140.110	-12,16%	- 1.034.562	-11,30%	- 1.576.285	-17,52%
Utile (perdita)	2.233.965	23,83%	2.807.760	30,66%	2.959.466	32,89%
*preconsuntivo						

I ricavi delle vendite e delle prestazioni sono rappresentati dai canoni di locazione dei rami concessi in affitto di azienda ad Hera S.p.A. e della Sede di Savignano sul Rubicone.

Per il servizio idrico integrato, il canone è stato fissato dalla Autorità d'Ambito (ATO) a decorrere dal 01.01.2005, mentre per il gas esso è fissato da apposito contratto di affitto di ramo d'azienda. A fine 2009 il canone è stato rivisto per il periodo per il periodo 2007 – 2012 e ciò ha comportato una iniziale contrazione per il periodo 2007-2009, mentre dal 2010 in avanti è stata concordata una crescita del canone gas che ha comportato un maggiore fatturato ed una ripresa dei ricavi di esercizio.

La voce Altri ricavi si riferisce in massima parte a Contributi in conto esercizio riconosciuti dai Comuni Soci per lo svolgimento delle attività di amministrazione del patrimonio di competenza della Società, fra le quali rientrano, a titolo esemplificativo, quelle di inventariazione dei beni, collaudi, verifica delle estensioni, vigilanza e controllo sul patrimonio.

I costi operativi sono in larga misura rappresentati dalle prestazioni di servizi necessari al funzionamento della società (quali ad esempio, compensi agli organi sociali, consulenze, prestazioni di servizi, personale dipendente e simili), mentre la voce preponderante del costo della produzione è rappresentata dagli ammortamenti delle immobilizzazioni materiali relative all'infrastruttura fognaria conferita alla società dai Comuni soci, che pur essendo inclusi fra i cespiti del servizio idrico integrato messi a disposizione di Hera S.p.A. continuano ad essere ammortizzati dalla società.

Ulteriore voce che incide fortemente sui risultati finali di Unica S.p.A. è rappresentata dagli oneri finanziari a servizio dei debiti contratti per il finanziamento delle opere infrastrutturali realizzate dalla società, che tuttavia sono in progressivo calo sia per la diminuzione dei debiti finanziari che per la progressiva riduzione dei tassi di finanziamento nel periodo considerato.

Gli stati patrimoniali degli esercizi 2012 e 2013 sono i seguenti:

Stato patrimoniale				
Unica Reti S.p.A. Voci (in €)	31.12.2013	%	31.12.2012	%
Immobilizzazioni Immateriali	48.236	0,02%	52.400	0,02%
Immobilizzazioni Materiali	240.523.197	99,58%	244.689.445	99,59%
Immobilizzazioni Finanziarie	955.526	0,40%	955.526	0,39%
Totale immobilizzazioni	241.526.959	98,21%	245.697.371	97,68%
Magazzino, Ratei e risconti	11.249	0,00%	9.821	0,00%
Liquidità differite	3.286.028	1,34%	5.820.786	2,31%
Liquidità immediate	1.098.278	0,45%	6.156	0,00%
Totale attivo	245.922.514	100,00%	251.534.134	100,00%
Passività consolidate	23.581.570	9,59%	27.177.218	10,80%
Passività correnti	4.905.526	1,99%	7.529.257	2,99%
Totale passività	28.487.096	11,58%	34.706.475	13,80%
Patrimonio netto	217.435.418	88,42%	216.827.659	86,20%
Totale fonti di finanziamento	245.922.514	100,00%	251.534.134	100,00%

La struttura patrimoniale è quella tipica delle cd. Società degli *Asset*, caratterizzate da una struttura composta per la maggior parte da immobilizzazioni materiali acquisite prevalentemente attraverso operazioni straordinarie, quali ad esempio, scissioni, fusioni o conferimenti da parte degli enti soci.

Le poste dell'attivo circolante sono composte prevalentemente dai crediti verso Hera S.p.a. per il corrispettivo non ancora pagato per il canone gas o quale corrispettivi della messa disposizione delle infrastrutture del ciclo idrico integrato.

Le passività consolidate sono relative per la maggior parte ai mutui cui si faceva riferimento in sede di commento della voce oneri finanziari nel conto economico.

4. I CRITERI DI VALUTAZIONE SEGUITI

4.1. LA VALUTAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI OGGETTO DI CONFERIMENTO.

L'oggetto dell'incarico è relativo alla valutazione del valore attribuibile alle azioni/quote delle società possedute dai Comuni conferenti ed oggetto di conferimento in Livia Tellus Governance S.p.A. ai sensi dell'articolo 2343-ter, comma 2, lett. b) del codice civile.

Per espressa decisione del legislatore, in tal caso l'obiettivo della valutazione deve essere rappresentato dal valore risultante da una valutazione riferita ad una data precedente di non oltre sei mesi il conferimento e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto di conferimento.

Dal punto di vista della natura, le azioni/quote costituiscono strumenti finanziari rappresentativi di patrimonio netto, cioè, secondo quanto indicato all'interno dei principi contabili internazionali IAS-IFRS (Cfr IAS 39 - strumenti finanziari: rilevazione e valutazione, paragrafo 9), “...qualsiasi contratto che rappresenti una quota ideale di partecipazione residua nell'attività di un'impresa dopo aver estinto tutte le sue passività....”.

Nell'ottica del soggetto detentore, le azioni configurano tipicamente attività finanziarie e sono caratterizzate dal regime della circolazione; di conseguenza, il loro trasferimento determina il cambiamento della composizione del soggetto giuridico dell'impresa, con effetti analoghi, in caso di compravendita di pacchetti di azioni di maggioranza assoluta o relativa, a quelli derivanti dalla compravendita dell'azienda ad esse afferente. Considerazioni analoghe, ma temperate dalla considerazione in merito alla mancanza di quel regime di circolazione che intrinsecamente caratterizza le azioni, possono essere effettuate con riferimento alle quote rappresentative di capitale delle società a responsabilità limitata.

Alla luce delle considerazioni appena svolte, per determinare il *fair value* delle partecipazioni, tradotto in italiano con il termine “valore equo”, si è ricorsi alla definizione di cui principi contabili internazionali IAS-IFRS (Cfr. IFRS 13, paragrafo 9), secondo cui esso rappresenta “...il prezzo che si percepirebbe per la vendita di un'attività ovvero che si pagherebbe per il trasferimento di una passività in una regolare operazione tra operatori di mercato alla data di valutazione”. In particolare, il par. 27 sottolinea come “una valutazione del *fair value* di un'attività finanziaria considera la capacità di un operatore di mercato di generare benefici economici impiegando l'attività nel suo massimo e migliore utilizzo o vendendola a un altro operatore di mercato che la impiegherebbe nel suo massimo e migliore utilizzo”.

A commento di tale definizione, si deve innanzitutto osservare che la transazione deve essere libera, quindi non forzata, cioè, ad esempio, non deve avvenire in fattispecie quali la liquidazione o il sensibile ridimensionamento dell'attività aziendale. Lo IAS 39 prima e l'IFRS 13 poi, infatti, precisano che il *fair value* deve essere configurato nell'ipotesi di impresa in funzionamento e pienamente operativa, come è appunto il caso delle imprese relative alle partecipazioni oggetto di valutazione. Si rinvia in proposito a quanto indicato nella presente relazione in sede di descrizione delle vicende societarie delle società oggetto di valutazione (Cfr. •paragrafi 3.1, 3.2 e 3.3).

Il principio contabile individua tre principali tecniche di valutazione del *fair value* nel metodo basato sulla valutazione di mercato, nel metodo del costo e nel metodo reddituale. Tali tecniche di valutazione devono massimizzare l'utilizzo di input osservabili rilevanti e ridurre al

minimo l'utilizzo di input non osservabili. L'IFRS 13, par. 87 sottolinea che gli input non osservabili devono essere utilizzati per valutare il *fair value* nella misura in cui gli input osservabili rilevanti non siano disponibili. Tuttavia la finalità della valutazione del *fair value* resta la stessa, ossia un prezzo di chiusura alla data di valutazione dal punto di vista di un operatore di mercato che possieda l'attività o la passività.

L'IFRS 13 individua una gerarchia di cosiddetti "elementi di input" per la determinazione del *fair value* attraverso le tecniche di valutazione.

In particolare, se esiste un mercato attivo nel quale lo strumento oggetto di valutazione è quotato, il *fair value* coincide con il prezzo indicato nel mercato principale o nel mercato più vantaggioso per lo specifico strumento finanziario (cosiddetti input osservabili di primo livello secondo i paragrafi 72, 76, 77, 78 dell'IFRS 13).

Se non è possibile configurare un mercato attivo per la rarefazione o l'assenza totale di quotazioni, il *fair value* deve essere determinato ricorrendo ad altri elementi, fra cui il principio ammette i seguenti:

1. valore di mercato di strumenti finanziari sostanzialmente analoghi a quello oggetto di valutazione, valore di mercato di strumenti finanziari identici o simili su mercati non attivi, elementi diversi da prezzi di mercato ma osservabili (cosiddetti input osservabili di secondo livello secondo i paragrafi 81-85 dell'IFRS 13);
2. valori determinati in base a elementi di input non osservabili sul mercato, ma tenuti in considerazione dai partecipanti al mercato nella determinazione del prezzo dell'attività finanziaria in una operazione corrente di mercato (cosiddetti input di terzo livello).

Nell'ambito della valutazione del capitale economico/*fair value* delle società le cui partecipazioni sono oggetto di conferimento in Livia Tellus Governance S.p.A., per la stima del valore delle partecipazioni lo scrivente ha utilizzato l'una o l'altra delle metodologie di determinazione del *fair value* sopra indicate a seconda dei dati e delle informazioni disponibili. Poiché non erano disponibili prezzi fatti in transazioni recenti si è proceduto con una tecnica di valutazione del capitale economico coerente con le tecniche di valutazione indicate dal principio IFRS 13. Tali tecniche sono finalizzate alla determinazione del valore del capitale economico dell'azienda, quale valore attribuibile al patrimonio dell'impresa nell'ipotesi che l'azienda stessa sia oggetto di cessione. Ovviamente nel caso di partecipazioni non totalitarie il valore ad esse attribuibile risulta dal prodotto tra il valore del capitale economico riferito all'intera azienda e la percentuale di partecipazione detenuta. Tali metodologie di stima sono state impiegate anche per

la stima del valore dei rami di azienda detenuti direttamente dalla Società senza il tramite di un veicolo giuridico distinto.

La determinazione del capitale economico è funzione dei valori attribuibili agli elementi del patrimonio, dei flussi reddituali o finanziari che la gestione è in grado di generare e dei tassi di attualizzazione/capitalizzazione di tali flussi.

Ad una sintetica rassegna delle tecniche di valutazione, utilizzate in assenza di *fair value* determinati con riferimento alle categorie *sub.1* e *sub.2*, sono dedicate le pagine seguenti della relazione.

4.1 LA NOZIONE DI CAPITALE ECONOMICO

La teoria economico-aziendale ha configurato tre principali nozioni di capitale-valore, cioè del valore attribuibile al patrimonio aziendale.

Le tre configurazioni di capitale di cui si argomenta si connettono alle ipotesi assunte per la loro determinazione e sono di seguito indicate:

- capitale di gestione;
- capitale di liquidazione;
- capitale economico.

Il capitale di gestione è normalmente inteso come l'insieme dei fattori di produzione (attività) a disposizione dell'impresa, nell'ipotesi di continuazione della gestione tipica, e dei vincoli (passività) che ne condizionano il suo svolgimento. La raffigurazione del capitale di gestione mediante il sistema dei valori del bilancio ci dà la nozione di capitale di bilancio o di funzionamento, costituito dagli elementi dell'attivo e del passivo; la loro differenza evidenzia il capitale netto che, a sua volta, può essere suddiviso nelle parti ideali costituite dal capitale sociale e dalle riserve. Il capitale di bilancio o di funzionamento è dunque il sistema dei valori attribuito al patrimonio dell'impresa in funzione della corretta configurazione periodica dei redditi di esercizio. La determinazione di tali valori è regolata dagli artt. 2423 e seguenti del codice civile.

Nell'ipotesi che l'azienda, per qualsivoglia motivo, non continui l'attività di gestione tipica, ma sia destinata a cessare, si ha il capitale di liquidazione. Questa nozione di capitale-valore riferita al patrimonio dell'impresa è determinata attribuendo i presunti futuri ricavi di realizzo e i costi di estinzione rispettivamente alle attività e alle passività del patrimonio aziendale.

Il capitale di liquidazione può dunque essere inteso come un aggregato di valori determinato configurando la liquidazione per stralcio dell'impresa.

La terza nozione di capitale-valore è riferita al patrimonio dell'impresa nell'ipotesi che l'azienda stessa sia oggetto di cessione.

La sua determinazione è funzione dei valori attribuibili agli elementi del patrimonio, dei flussi reddituali o finanziari che la gestione è in grado di generare e dei tassi di attualizzazione/capitalizzazione di tali flussi.

Il valore del patrimonio di impresa, in ipotesi di cessione, è inteso dalla teoria economico-aziendale come un valore unico ed è denominato capitale economico.

La determinazione del capitale economico può avvenire seguendo metodologie operative tra loro alternative, modellate sulla base degli aspetti nei quali può essere indagata la gestione aziendale; si hanno così metodologie orientate a privilegiare o a mediare l'aspetto patrimoniale, economico e finanziario.

Nella valutazione del capitale economico di un'azienda i metodi utilizzati devono rispettare i seguenti principi:

- **generalità**: la valutazione deve prescindere da elementi contingenti quali ad esempio le particolari situazioni di domanda e di offerta, le caratteristiche delle parti interessate alla negoziazione (di acquisizione, apporto, fusione, ecc.) e le rispettive forze contrattuali;
- **razionalità**: il valore di stima del capitale economico deve basarsi su uno schema logico, chiaro e condivisibile, che normalmente correla il valore dell'azienda in un dato momento ai flussi di risultati attesi (flussi di reddito, flussi di cassa), alla loro distribuzione nel tempo, al valore d'uso dei mezzi finanziari espresso dai tassi di investimenti alternativi, al rischio che si associa all'investimento;
- **dimostrabilità**: le quantità economiche impiegate nella metodologia valutativa prescelta devono avere un accettabile grado di credibilità (e quindi di obiettività). I flussi di reddito ed i flussi di cassa del passato, ad esempio, sono dati certi (o relativamente certi); mentre gli stessi flussi riferiti ad anni a venire assumono un crescente grado d'incertezza. In generale, dunque, la dimostrabilità appare spesso associata alla natura obiettiva, anziché stimata o presunta, delle quantità accolte nelle formule valutative ed al rigore con cui si conduce il processo di previsione dei flussi reddituali o finanziari futuri;
- **stabilità**: la stima deve garantire la determinazione di un valore tendenzialmente stabile nel tempo. Ciò implica, ad esempio nella determinazione dei flussi reddituali o finanziari presi a riferimento per la valutazione, l'esclusione dei componenti straordinari e difficilmente ripetibili, nonché l'esecuzione di ulteriori rettifiche tese alla determinazione di valori medi-normali di riferimento. La stima del capitale economico deve quindi tendere per quanto possibile a esprimere valori non modificabili nel tempo se non in presenza di un mutamento sostanziale delle premesse che li originano.

Dai principi cardine di valutazione discende anche che, nella determinazione del capitale

economico di un'azienda, si deve fare esclusivo riferimento alle condizioni di gestione in essere nell'azienda, senza considerare l'effetto di eventuali interventi attuabili da specifici potenziali acquirenti.

Il processo di valutazione, quindi, è un processo razionale che porta a sintetizzare, nel giudizio di valore, gli apprezzamenti di tipo quantitativo e qualitativo circa le prospettive economiche dell'azienda nel contesto in cui opera.

Nel caso di partecipazioni al capitale di altre imprese, quale è il caso dei beni oggetto della presente relazione di valutazione, il valore di stima deriva dal prodotto fra il valore del capitale economico riferito all'intera azienda (cioè al 100% delle azioni) e la percentuale di partecipazione al capitale rappresentata dal pacchetto azionario oggetto di valutazione, pari al rapporto fra le azioni oggetto di valutazione e il totale delle azioni in circolazione. Nel caso la società sia costituita in forma di S.r.l. il valore delle quote oggetto di valutazione deriva dal prodotto fra il valore del capitale economico determinato con riferimento all'intera azienda ed il rapporto fra il valore delle quote oggetto di valutazione e l'intero capitale sociale.

Ad una sintetica rassegna delle tecniche di valutazione, utilizzate in assenza di *fair values* determinati con riferimento alle categorie *sub.1* e *sub.2*, sono dedicate le pagine seguenti della relazione.

La teoria economico-aziendale ha configurato tre principali nozioni di capitale-valore, cioè del valore attribuibile al patrimonio aziendale.

Le tre configurazioni di capitale di cui si argomenta si connettono alle ipotesi assunte per la loro determinazione e sono di seguito indicate:

- capitale di gestione;
- capitale di liquidazione;
- capitale economico.

Il capitale di gestione è normalmente inteso come l'insieme dei fattori di produzione (attività) a disposizione dell'impresa, nell'ipotesi di continuazione della gestione tipica, e dei vincoli (passività) che ne condizionano il suo svolgimento. La raffigurazione del capitale di gestione mediante il sistema dei valori del bilancio ci dà la nozione di capitale di bilancio o di funzionamento, costituito dagli elementi dell'attivo e del passivo; la loro differenza evidenzia il capitale netto che, a sua volta, può essere suddiviso nelle parti ideali costituite dal capitale sociale e dalle riserve. Il capitale di bilancio o di funzionamento è dunque il sistema dei valori attribuito al patrimonio dell'impresa in funzione della corretta configurazione periodica dei redditi di esercizio.

La determinazione di tali valori è regolata dagli artt. 2423 e seguenti del codice civile.

Nell'ipotesi che l'azienda, per qualsivoglia motivo, non continui l'attività di gestione tipica, ma sia destinata a cessare, si ha il capitale di liquidazione. Questa nozione di capitale-valore riferita al patrimonio dell'impresa è determinata attribuendo i presunti futuri ricavi di realizzo e i costi di estinzione rispettivamente alle attività e alle passività del patrimonio aziendale.

Il capitale di liquidazione può dunque essere inteso come un aggregato di valori determinato configurando la liquidazione per stralcio dell'impresa.

La terza nozione di capitale-valore è riferita al patrimonio dell'impresa nell'ipotesi che l'azienda stessa sia oggetto di cessione.

La sua determinazione è funzione dei valori attribuibili agli elementi del patrimonio, dei flussi reddituali o finanziari che la gestione è in grado di generare e dei tassi di attualizzazione/capitalizzazione di tali flussi.

Il valore del patrimonio di impresa, in ipotesi di cessione, è inteso dalla teoria economico-aziendale come un valore unico ed è denominato capitale economico.

La determinazione del capitale economico può avvenire seguendo metodologie operative tra loro alternative, modellate sulla base degli aspetti nei quali può essere indagata la gestione aziendale; si hanno così metodologie orientate a privilegiare o a mediare l'aspetto patrimoniale, economico e finanziario.

Nella valutazione del capitale economico di un'azienda i metodi utilizzati devono rispettare i seguenti principi:

- **generalità**: la valutazione deve prescindere da elementi contingenti quali ad esempio le particolari situazioni di domanda e di offerta, le caratteristiche delle parti interessate alla negoziazione (di acquisizione, apporto, fusione, ecc.) e le rispettive forze contrattuali;
- **razionalità**: il valore di stima del capitale economico deve basarsi su uno schema logico, chiaro e condivisibile, che normalmente correla il valore dell'azienda in un dato momento ai flussi di risultati attesi (flussi di reddito, flussi di cassa), alla loro distribuzione nel tempo, al valore d'uso dei mezzi finanziari espresso dai tassi di investimenti alternativi, al rischio che si associa all'investimento;
- **dimostrabilità**: le quantità economiche impiegate nella metodologia valutativa prescelta devono avere un accettabile grado di credibilità (e quindi di obiettività). I flussi di reddito ed i flussi di cassa del passato, ad esempio, sono dati certi (o relativamente certi); mentre gli stessi flussi riferiti ad anni a venire assumono un crescente grado d'incertezza. In generale, dunque, la dimostrabilità appare spesso associata alla natura obiettiva, anziché stimata o presunta, delle quantità accolte nelle formule valutative ed al rigore con cui si conduce il processo di previsione dei flussi reddituali o finanziari futuri;

- **stabilità:** la stima deve garantire la determinazione di un valore tendenzialmente stabile nel tempo. Ciò implica, ad esempio nella determinazione dei flussi reddituali o finanziari presi a riferimento per la valutazione, l'esclusione dei componenti straordinari e difficilmente ripetibili, nonché l'esecuzione di ulteriori rettifiche tese alla determinazione di valori medi-normali di riferimento. La stima del capitale economico deve quindi tendere per quanto possibile a esprimere valori non modificabili nel tempo se non in presenza di un mutamento sostanziale delle premesse che li originano.

Dai principi cardine di valutazione discende anche che, nella determinazione del capitale economico di un'azienda, si deve fare esclusivo riferimento alle condizioni di gestione in essere nell'azienda, senza considerare l'effetto di eventuali interventi attuabili da specifici potenziali acquirenti.

Il processo di valutazione, quindi, è un processo razionale che porta a sintetizzare, nel giudizio di valore, gli apprezzamenti di tipo quantitativo e qualitativo circa le prospettive economiche dell'azienda nel contesto in cui opera.

4.3. LE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO.

La determinazione del capitale economico può avvenire seguendo metodologie operative fra loro alternative o complementari, modellate sulla base degli aspetti nei quali può essere indagata la gestione aziendale. Le metodologie utilizzate sono orientate a privilegiare l'aspetto reddituale piuttosto che quello patrimoniale così come criteri che cercano di mediare tra le teoriche di specie redditualistiche e quelle patrimonialistiche. Si applica infatti un metodo misto quando si tende a contemperare la prospettiva reddituale con quella patrimoniale, cioè la razionalità ipotetica derivante dalla prima impostazione concettuale con la maggior concretezza e verificabilità delle determinazioni risultanti dalla seconda.

Il procedimento di valutazione è infatti un processo razionale che porta a sintetizzare, nel giudizio di valore, gli apprezzamenti di tipo quantitativo e qualitativo circa la situazione patrimoniale ed economica dell'azienda nel contesto in cui opera.

I METODI PATRIMONIALI

Le metodologie patrimonialistiche si fondano sul principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale.

Principio base di ogni metodologia di stima patrimoniale è l'espressione a valori correnti dei singoli elementi attivi e passivi che compongono il patrimonio dell'azienda, prendendo come punto di partenza il capitale netto espresso da una situazione contabile.

Con riguardo ai criteri utilizzati, si fa riferimento, quando possibile, al prezzo corrente di mercato. La stima secondo il valore corrente di mercato è applicabile ai componenti del patrimonio aziendale per i quali siano disponibili quotazioni considerate significative e comunemente accettate.

Qualora, invece, fosse necessario adottare un criterio differente da quello che si basa sul valore - prezzo di mercato, la dottrina economico-aziendale indica, due opzioni, rappresentate dalla stima del costo di ricostruzione dell'elemento patrimoniale in oggetto, nel caso sia possibile ricreare un bene avente caratteristiche analoghe a quelle del cespite oggetto di valutazione, oppure dalla determinazione del cosiddetto valore di sostituzione, ovvero del costo di un cespite svolgente funzioni analoghe a quello oggetto di valutazione ma intrinsecamente diverso da quello per le variazioni nel frattempo intervenute nella modalità costruttiva o nella tecnologia di riferimento.

Quale che sia il criterio utilizzato, si determina dapprima il costo "a nuovo" del bene e lo si abbatte successivamente fino al livello di vetustà del bene oggetto di valutazione, sempre che la vetustà sia causa di deperimento fisico e/o di obsolescenza tecnica. Mentre il grado di deperimento fisico specifica la perdita di valore conseguente all'uso, l'obsolescenza è collegata invece tanto a fattori generali, quale ad esempio l'evoluzione tecnologica, quanto ad elementi specifici del cespite, come nel caso di inadeguatezza funzionale del bene oggetto di valutazione rispetto al nuovo corrispondente.

Infine, quando si vuole attribuire un valore agli elementi immateriali che sono parte costituente del patrimonio aziendale e si sono formati nel tempo a seguito del normale funzionamento dell'impresa (quali ad esempio il know-how tecnologico, i marchi, le autorizzazioni, le concessioni, le licenze, i brevetti, le reti di vendita, il portafoglio clienti e via dicendo) ma che non trovano rappresentazione all'interno del sistema dei valori patrimoniali registrati nella contabilità dell'impresa, si utilizza il metodo patrimoniale complesso. Tale metodo procede alla stima del valore dei beni immateriali "intangibili" attraverso l'utilizzo di criteri analitici, cioè in base ad una costruzione logica fondata su dati documentati, oppure tramite l'impiego di criteri empirici, basati su parametri e formule dedotti dal comportamento negoziale degli operatori sul mercato.

I metodi patrimoniali analitici sono spesso soggetti alla cosiddetta "verifica reddituale", vale a dire all'accertamento del tasso di redditività del capitale determinato con la stima analitico patrimoniale. Se, infatti, a seguito del rapporto fra il reddito normale atteso quale flusso derivante da quello stock di capitale (si anticipano qui concetti che saranno ripresi in tema di analisi dei metodi reddituali e misti reddituali-patrimoniali) ed il capitale medesimo come sopra determinato, si ottiene un tasso di remunerazione del capitale allineato al costo del capitale proprio (per i riferimenti a tale grandezza si veda quanto indicato nelle pagine successive della presente

relazione), allora si considera superata la verifica e si mantiene il valore così determinato quale stima analitico-patrimoniale. Se, invece, il tasso di redditività ottenuto non è soddisfacente, si procede alla correzione della stima patrimoniale per effetto di un *badwill* derivante dall'insoddisfacente redditività.

In molte situazioni, per evitare costose stime analitico-patrimoniali che, confrontate con il reddito normale atteso da esse generato, sarebbero successivamente vanificate dalla verifica reddituale, si procede preventivamente ad effettuare il test di redditività a partire dal capitale netto contabile. Solo se il test viene ampiamente superato con il riferimento a tale grandezza capitale si procede alla rideterminazione del valore corrente con le metodologie proprie della stima patrimoniale. Vi possono essere inoltre situazioni intermedie nelle quali è possibile procedere ad una rivalutazione del valore degli asset aziendali per effetto della stima economico-patrimoniale, che ne collochi il valore al di sotto del loro teorico valore corrente pieno in considerazione della insufficiente redditività che deriverebbe dal confronto fra i redditi attesi ed i valori di stima. In tal caso la migliore dottrina aziendalistica in tema di valutazioni di azienda (L. Guatri, M. Bini, Trattato sulla valutazione delle aziende, EGEA, 2005) ha introdotto la nozione di "rivalutazione controllata" dei cespiti aziendali in sede di stima analitico patrimoniale, onde esprimere la porzione del valore corrente degli elementi attivi tale da consentire il superamento della verifica reddituale.

Nonostante le indubbie caratteristiche del metodo patrimoniale in termini di obiettività, legato com'è solo all'accertamento di fatti e di considerazioni storiche od attuali, e di generalità, per i suoi tipici riferimenti al mercato, lo schema logico ad esso relativo si allontana dalla definizione di capitale economico quale valore attuale dei frutti futuri complessivamente prodotti dalla gestione di una impresa. La carenza accertata di razionalità ne sconsiglia quindi l'utilizzo quale unico metodo di valutazione di un'azienda effettivamente operante sul mercato.

Ciò non toglie, peraltro, che in situazioni del tutto peculiari, che si incontreranno anche nelle successive elaborazioni di valutazione, il metodo patrimoniale possa essere utilizzato come unico elemento di valutazione del compendio patrimoniale di un'azienda, come ad esempio nel caso di società immobiliari impegnate nella sola attività di concessione in locazione di immobili di proprietà o nel caso delle holding pure. In tali circostanze è intuitivo che il valore economico della società è necessariamente legato al solo valore di mercato dei beni di proprietà o delle partecipazioni, e non, in generale, a elementi di diversa natura.

I METODI REDDITUALI.

Le metodologie redditualistiche di valutazione del capitale economico di un'azienda si fondano sull'idea che il valore dell'azienda dipende dai redditi che si ritiene questa sarà in grado di produrre. Si collega quindi il valore dell'azienda (W) al flusso di redditi attesi (R).

In generale, per applicare correttamente tali metodi di valutazione occorre quindi determinare:

- la grandezza del reddito che l'azienda è in grado di produrre stabilmente;
- l'orizzonte temporale da prendere in esame;
- il tasso di capitalizzazione dei flussi reddituali futuri corrispondente al saggio prospettico di remunerazione del capitale proprio.

Il metodo reddituale maggiormente diffuso si basa sulla formula della "rendita perpetua" di seguito indicata:

$$W = R / i$$

dove:

W = valore dell'azienda

R = reddito medio atteso

i = tasso di capitalizzazione

Il metodo in questione presuppone che l'azienda perduri all'infinito e che sia in grado di generare lungo tutta la sua vita un flusso reddituale medio.

Il valore dell'azienda coincide quindi con il valore attuale della rendita perpetua avente come rata costante il reddito medio "R" della formula.

Una seconda metodologia reddituale presuppone invece la limitazione della durata della vita dell'azienda ed esprime il valore del capitale economico in funzione di una rendita limitata agli anni indicati nell'orizzonte previsionale prescelto.

La misura del reddito medio-normale da utilizzare nella formula della rendita perpetua o di quella limitata può essere determinata in base alla media aritmetica o ponderata delle serie reddituali considerate in sede di determinazione dei risultati storici e/o prospettici.

Un'ulteriore analisi concerne la determinazione del tasso in base al quale deve essere effettuata la capitalizzazione del reddito. In genere si tende ad assumere un tasso composito che tenga conto del rendimento medio corrente di un investimento privo di rischio e di un tasso incrementale per il rischio specifico di impresa, come meglio specificato in sede di analisi dei metodi misti patrimoniali-reddituali.

Ove vi siano capitali accessori (*extra-asset* nella denominazione anglosassone) che non abbiano contribuito alla configurazione dei redditi attesi utilizzati per la valutazione, gli stessi devono essere aggiunti al risultato degli algoritmi di calcolo, al netto dell'eventuale imposizione fiscale latente sugli stessi.

I METODI MISTI REDDITUALI – PATRIMONIALI.

Esistono molte combinazioni possibili per considerare l'influsso che la valutazione patrimoniale e quella reddituale debbono avere sulla determinazione del capitale economico.

I metodi di valutazione "misti" fondono i principi essenziali dei procedimenti patrimoniali e reddituali. Loro caratteristica principale è la ricerca di un risultato finale che consideri contemporaneamente sia l'elemento di obiettività e verificabilità proprio dell'aspetto patrimoniale, sia le attese reddituali, che sono concettualmente una componente primaria del valore del capitale economico determinato secondo uno schema razionale.

Con l'applicazione di una metodologia "mista", il valore del patrimonio netto rettificato dalla valutazione analitico-patrimoniale ed il valore derivato dalla capitalizzazione del reddito medio normalizzato prospettico concorrono, secondo diversi livelli di ponderazione, a determinare il valore del capitale economico dell'azienda.

Le metodologie utilizzate più frequentemente determinano il capitale economico quale somma algebrica del patrimonio netto rivalutato e di un valore per avviamento (positivo o negativo) ovvero considerano un "valore medio" dato dalla media semplice o ponderata del valore attribuito al capitale economico utilizzando rispettivamente la metodologia patrimoniale e quella reddituale.

Una forma particolare di metodo misto patrimoniale-reddituale è quella che consente la stima autonoma dell'avviamento (*goodwill* nella letteratura anglosassone), qui inteso come sistema di condizioni produttive immateriali – possedute in quantità maggiori o in qualità migliori – che genera un soprareddito attribuibile all'azienda da valutare rispetto al rendimento normale del capitale netto rettificato della medesima determinato secondo il metodo analitico patrimoniale (semplice o complesso).

Anche se nulla osta, sul piano concettuale, alla capitalizzazione del soprareddito per un periodo illimitato, più spesso essa viene calcolata per un numero finito di esercizi.

E' intuitivo che il metodo in esame può anche condurre a un avviamento negativo (*badwill* o *negative goodwill* nella letteratura anglosassone), qualora i futuri flussi di risultato attribuibili all'impresa siano inferiori al rendimento degli investimenti alternativi e/o vi siano prospettive di perdite future.

Una delle varianti più utilizzate del metodo misto con stima autonoma dell'avviamento è stata elaborata dall'U.E.C. (*Union des Experts Comptables*) e prevede l'applicazione della formula seguente:

$$W = K + (R - iK) a \cdot n^{-i}$$

dove:

W = valore del capitale economico;

K = capitale netto rettificato a valori correnti;

R = reddito annuo atteso

n = orizzonte temporale considerato;

i = rendimento ipotetico attribuibile ad investimenti alternativi;

i' = tasso di attualizzazione del soprareddito.

In tale accezione, quindi, il sopra o sotto reddito che rettifica il risultato della valutazione analitico patrimoniale si ottiene dal confronto fra la redditività medio normale attesa dell'azienda di cui si deve stimare il capitale economico e il cosiddetto "costo opportunità" del capitale, cioè il rendimento normale che si perde decidendo di investire un ammontare di risorse finanziarie pari al capitale netto rettificato nell'azienda considerata piuttosto che in altre forme di investimento.

Tale rendimento medio-normale è solitamente espresso dalla formula indicata di seguito :

$$i = r + s$$

Esso quindi si compone di due diversi elementi:

- il tasso di rendimento "r" di investimenti privi di rischio di durata comparabile (ed al netto dell'imposizione fiscale sui medesimi);
- la maggiorazione "s" per il rischio dell'investimento specifico, che può essere riferito rispettivamente o all'impresa considerata o al settore di appartenenza della medesima.

Il tasso deve essere depurato in tutto o in parte dall'inflazione ove si ritenga che la misura del sopra/sotto reddito sia espressa rispettivamente in termini reali, cioè al riparo dal processo di erosione del potere di acquisto causato dal fenomeno inflattivo.

Con riferimento alla stima dell'addendo "K" si possono fare considerazioni analoghe a quelle già indicate per le stime analitico-patrimoniali in relazione all'eventuale rivalutazione controllata dei cespiti aziendali o alla utilizzazione, nella formula, del capitale netto contabile. Infatti, ove la componente K sia manifestamente sovrastimata rispetto alle prospettive di reddito futuro derivanti da quello stock di risorse, essa verrebbe comunque depressa dalla successiva correzione reddituale conseguente alla determinazione di un sottoreddito $(R - iK)$ a $n \cdot i'$ negativo. In tali circostanze si ritiene opportuno non sottoporre a rivalutazione piena le attività, ma esporle o ad un valore inferiore al loro valore teorico pieno o al valore netto contabile, evitando il ricorso a stime costose e prive di un adeguato rapporto costi-benefici.

Il reddito annuo atteso "R" viene considerato in base alla misura-medio normale di redditività attesa per il futuro e può essere determinato o in base ai risultati storici conseguiti dall'impresa o come risultato dell'attività di pianificazione formalizzata dell'impresa o attraverso una ponderazione fra dati storici e dati prospettici.

Il processo di normalizzazione prevede essenzialmente la rettifica delle plus o minusvalenze aventi carattere di infrequenza ed eccezionalità e l'eliminazione di politiche di bilancio tese a non evidenziare correttamente i risultati aziendali (es. politiche di conguaglio temporale dei redditi, pianificazione fiscale e quant'altro).

Inoltre vi deve essere necessaria coerenza fra le grandezze di capitale e di reddito prese a riferimento per la determinazione del valore con il metodo misto, nel senso che, ad esempio, se si determina un valore di capitale netto rettificato K che tiene conto di incrementi di valore delle immobilizzazioni materiali o immateriali ammortizzabili, la determinazione del reddito medio normale atteso R deve necessariamente considerare gli ammortamenti sui valori differenziali delle immobilizzazioni rispetto a quelli contabili;

Ove vi siano capitali accessori (*extra-asset* nella denominazione anglosassone) che non abbiano contribuito alla configurazione dei redditi attesi utilizzati per la valutazione, gli stessi devono essere aggiunti al risultato degli algoritmi di calcolo, al netto dell'eventuale imposizione fiscale latente sugli stessi.

L'orizzonte temporale "n" preso a riferimento per apprezzare la prospettiva reddituale deve coincidere con il periodo di tempo per il quale si presume permangano le condizioni di sovra o sottoreddito e comunque si ritiene che, salvo giustificazioni oggettive, non possa spingersi oltre gli 8-10 anni. Nel caso di imprese operanti in regime di concessione si deve anche verificare che l'orizzonte temporale prescelto non sia superiore alla durata residua della concessione, a meno che non sia ragionevole ipotizzarne il rinnovo.

Infine il tasso di attualizzazione "i" viene determinato differentemente a seconda che si debbano attualizzare sopraredditi (*goodwill*) o sottoredditi (*badwill*). Nel primo caso, infatti, esso può essere determinato secondo due diverse impostazioni:

- in base al tasso che serve a esprimere il valore finanziario del tempo ed è quindi determinato in misura corrispondente al rendimento di titoli aventi durata comparabile all'orizzonte previsionale di manifestazione del soprareddito, depurato o meno del fattore inflativo per opportuna omogeneità con il tipo di flusso considerato;
- incorporando nella misura del tasso il rischio economico specifico dell'impresa cioè il rischio di non conseguire la redditività attesa.

In tale seconda ipotesi, la misura del tasso di attualizzazione può essere sensibilmente superiore alla prima.

Con riferimento al caso del *badwill*, tuttavia, la fissazione di un tasso di attualizzazione del secondo tipo (comprendente anche la misura del rischio economico specifico relativo all'impresa)

avrebbe un effetto paradossale, poiché diminuirebbe, a parità di altri elementi, l'ammontare del *badwill* in seguito al maggiore fattore di correzione derivante dalla attualizzazione dei flussi reddituali negativi attesi in base al rischio.

In altre parole, la considerazione del rischio economico specifico farebbe aumentare il valore del capitale economico, invece di diminuirlo. Pertanto, in tale ipotesi si è soliti utilizzare tassi di attualizzazione molto bassi o, addirittura, non considerare fattori di attualizzazione delle singole componenti del complessivo *badwill*.

In caso di imprese che hanno dato in affitto a terzi la propria azienda è ragionevole pensare che la componente di rischio specificamente attribuibile all'impresa oggetto di valutazione si trasferisca interamente o quasi in capo all'affittuario. Pertanto il tasso di rendimento utilizzato dovrebbe essere logicamente composto:

- dalla remunerazione degli impieghi di capitale privi di rischio, normalmente indicato dal rendimento pro-tempore di titoli di Stato la cui scadenza sia coerente con l'orizzonte temporale di riferimento per la durata del contratto di locazione;
- da una porzione residuale del rischio economico specifico che rimane comunque in capo al locatore. Tale componente, definita in un intervallo compreso fra il 10 ed il 25% del premio al rischio pieno, si riferisce ai possibili danneggiamenti dei beni materiali costituenti l'azienda e, soprattutto, alla possibilità che l'affittuario possa pregiudicare l'avviamento dell'azienda affittata per effetto delle diverse modalità di gestione da questi attuate.

I METODI FINANZIARI.

La logica sottostante i metodi finanziari è altamente razionale in quanto, secondo queste metodologie, il valore di un'azienda è pari al valore attualizzato di tutti i flussi di cassa che la stessa genererà in futuro. I metodi finanziari, infatti, considerano l'impresa come un qualsiasi bene produttivo di frutti futuri e applicano ad essa principi sviluppati per la valutazione degli investimenti. I metodi finanziari possono essere suddivisi in tre grandi categorie.

- a) *metodi finanziari analitici*: si caratterizzano per una previsione dei flussi di cassa effettuata analiticamente "anno per anno", sino al termine della durata attesa dell'azienda;
- b) *metodi finanziari sintetici*: si qualificano come tali in quanto si fondano sulla costanza di alcuni parametri, almeno per certi orizzonti temporali allo scopo di snellire il processo di previsione analitica su archi temporali molto protratti;
- c) I metodi *finanziari misti o analitico - sintetici* (metodi finanziari analitici con *terminal value*): sono metodi in cui, data la difficoltà di elaborare previsioni di flusso oltre il

medio termine, il valore del capitale economico è dato dalla somma fra il valore attuale dei flussi di cassa analiticamente determinati entro un orizzonte esplicito di previsione ed il valore attuale dei flussi di cassa determinati in modo sintetico con riferimento al successivo periodo della vita dell'azienda (c.d. *terminal value*).

La dottrina prevalente, inoltre, è solita operare una distinzione tra metodi basati sui flussi di cassa complessivi disponibili (approccio *levered*) e metodi basati sui flussi di cassa prima degli oneri finanziari (approccio *unlevered*).

Con il primo metodo si determina direttamente il valore del capitale economico (c.d. *equity side*) come attualizzazione dei flussi monetari attesi disponibili per gli azionisti, che si configurano come flussi di cassa netti generati dalla gestione nel suo complesso ivi inclusa l'area finanziaria. Con il secondo metodo si determina in primo luogo il valore economico del capitale investito operativo (c.d. *asset side*) quale valore attuale dei flussi di cassa operativi attesi derivanti dalla gestione caratteristica, a prescindere dalle modalità con cui tale attività è stata finanziata, per giungere poi alla definizione del valore del capitale economico quale somma algebrica fra il valore economico del capitale investito operativo e il valore dell'indebitamento finanziario netto (c.d. posizione finanziaria netta). Esistono anche varianti reddituali di tali metodi, che sostituiscono alle grandezze dei flussi di cassa disponibili per gli investitori o per gli azionisti, il reddito operativo al netto delle tasse nel caso di metodologia di stima *asset side* ed il reddito netto in caso di metodologia di stima *equity side*.

I tassi di attualizzazione utilizzati nei due metodi sono diversi in coerenza con la diversa natura delle grandezze di flusso. Nel primo metodo (*equity side*), poiché i flussi da attualizzare sono quelli disponibili per gli azionisti, il tasso di attualizzazione coincide con il costo del capitale proprio (pari al rendimento-opportunità di investimenti alternativi in capitale azionario di imprese comparabili). Nel metodo *unlevered*, invece, poiché i flussi da attualizzare sono di tipo operativo ed afferiscono indifferentemente agli azionisti ed ai conferenti di capitale di prestito, il tasso utilizzato per l'attualizzazione coincide con il rendimento-opportunità per tutti i conferenti di capitale ed è quindi rappresentato dal costo medio ponderato del capitale o WACC (acronimo inglese di *Weighted Average Cost of Capital*).

Il WACC è definito dalla seguente formula:

$$\text{WACC} = K_e \cdot \frac{E}{E+D} + K_d \cdot (1-t) \cdot \frac{D}{E+D}$$

Dove:

K_e = costo del capitale proprio;

$K_d \cdot (1-t)$ = costo del capitale di debito al netto dello scudo fiscale;

- E+D = capitale investito netto, pari alla somma fra mezzi propri e debiti finanziari netti;
 E/(E+D) = frazione del capitale investito finanziata da capitale proprio;
 D/(E+D) = frazione del capitale investito finanziata da capitale di debito.

La componente “Ke” rappresenta il tasso di rendimento che un ipotetico investitore vorrebbe realizzare nell'ipotesi di attività caratterizzate dal medesimo profilo di rischio.

La scelta del tasso di remunerazione del capitale proprio è legata a fattori specificamente riferibili al settore di attività in cui opera un'azienda e tiene conto:

- di un tasso di riferimento per investimenti privi di rischio;
- di una maggiorazione di rendimento che riflette quanto l'ipotetico investitore in capitale di rischio esige in più rispetto all'investimento privo di rischio, rapportato al fattore β , che rappresenta la rischiosità tipica del settore di riferimento e della società stessa rispetto al mercato nel suo insieme.

Il costo del capitale proprio viene normalmente determinato adottando la tecnica denominata *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) espresso dalla seguente relazione:

$$k_e = k_f + \beta (k_m - k_f)$$

dove:

- k_f = tasso di remunerazione degli investimenti privi di rischio;
 $(k_m - k_f)$ = premio tipico dei rendimenti per capitali di rischio rispetto ad investimenti senza rischio;
 β = rischio sistematico d'impresa determinato in base al rischio del settore, calcolato come fattore di regressione tra il rendimento del mercato azionario ed il rendimento del settore specifico.

Il coefficiente β , normalmente calcolato con riferimento ai prezzi di mercato, è tipicamente un coefficiente *levered*, vale a dire un coefficiente che tiene conto di tutti i profili di rischio dell'impresa, tanto di tipo finanziario che di tipo operativo. Se però ci si pone in ottica *asset side* e si deve valutare il capitale investito operativo, appare maggiormente significativo determinare un tasso di rendimento del capitale proprio che tenga conto del solo rischio operativo e non anche di quello finanziario, rischio che il generico investitore può evitare attraverso un'opportuna diversificazione del proprio portafoglio di attività finanziarie. Per passare dal β *levered* al β *unlevered* si utilizza nella prassi la seguente formula:

$$\beta_u = \beta_l / [(1 + D/E) * (1 - t)]$$

Dove:

- β_l = coefficiente β *levered* nell'accezione sopra ricordata;

SS

D/E = rapporto fra debito finanziario e patrimonio netto;

(1-t) = scudo fiscale.

La composizione della struttura finanziaria del passivo (che influenza il WACC quale fattore di ponderazione fra il peso del costo del capitale proprio e quello dell'indebitamento oneroso) può essere definita secondo due criteri differenti:

- considerazione della *mix* di struttura finanziaria giudicato ottimale dal mercato per il tipo di attività svolta (in presenza di dati osservabili con riferimento ad imprese quotate appartenenti al medesimo settore di quella oggetto di valutazione);
- considerazione di una struttura finanziaria c.d. *target* cui tendere.

I metodi finanziari più utilizzati sono quelli misti, cioè quelli analitici con *terminal value*. La formula matematica utilizzata dal metodo finanziario misto nella variante *equity side* è la seguente:

$$W = \sum_1^n CF_i \cdot v^i + V_f \cdot v^n$$

dove:

W = valore del capitale economico;

CF = flussi di cassa attesi disponibili per gli azionisti anno per anno;

n = durata del periodo di previsione analitica del flusso di cassa;

v = coefficiente di attualizzazione in base al costo del capitale proprio;

V_f = Valore terminale dell'investimento nell'anno n.

La formula matematica impiegata nel metodo finanziario misto variante *asset side* è invece esposta di seguito:

$$I = \sum_1^n CF_i \cdot v^i + V_f \cdot v^n$$

$$W = I - D_a$$

dove:

W = valore del capitale economico;

I = valore del capitale investito operativo netto;

CF = flussi di cassa attesi disponibili per gli investitori anno per anno;

n = durata del periodo di previsione analitica del flusso di cassa;

v = coefficiente di attualizzazione (costo medio ponderato del capitale);

V_f = Valore terminale dell'investimento nell'anno n;

D_a = Valore attuale dei debiti finanziari netti.

Il valore terminale dell'azienda impiegato nei metodi finanziari misti viene solitamente

determinato quale valore attuale della rendita perpetua di un flusso di cassa a regime (a disposizione degli azionisti nella variante *equity side* o operativo nella variante *asset side*) che si manifesterà a partire dalla fine del periodo di previsione puntuale dei flussi di cassa. Spesso il flusso a regime viene “normalizzato” cioè depurato delle componenti non ricorrenti o per tenere conto, nella determinazione del flusso a regime, di politiche di investimento necessarie a garantire l’incremento dei flussi secondo la progressione ipotizzata.

In questa accezione e con particolare riferimento alla variante *asset side*, la formula di determinazione del valore terminale è la seguente:

$$\text{Valore Terminale} = \frac{\text{FCFO}}{\text{WACC}} \bigg/ (1 + \text{WACC})^t$$

dove:

FCFO = flusso di cassa a regime disponibile per gli investitori;

WACC = costo medio ponderato del capitale proprio;

t = anno finale del periodo analitico di previsione

In tal caso l’assunto di fondo è quello che, a partire dalla fine del periodo di previsione analitica dei flussi di cassa, l’impresa sia in grado di produrre all’infinito un determinato flusso di cassa medio-normale atteso a regime (c.d. *steady state*).

In una ulteriore variante, per la determinazione del valore terminale si stima che l’impresa oggetto di valutazione, una volta raggiunto il flusso di cassa a regime, possa incrementare indefinitamente nel tempo tale flusso ad un tasso “g” di crescita perpetua, secondo la formula di seguito esposta:

$$\text{Valore Terminale} = \frac{\text{FCFO}(t+1)}{(\text{WACC} - g)} \bigg/ (1 + \text{WACC})^t$$

dove:

FCFO (t+1) = flusso di cassa a regime disponibile per gli investitori;

WACC = costo medio ponderato del capitale proprio;

g = tasso di crescita costante perpetuo di FCFO dal tempo t+1

t = anno finale del periodo analitico di previsione

Con riferimento alle modalità di determinazione dei tassi di attualizzazione dei flussi di cassa, si deve poi ricordare che la componente di rendimento priva di rischio deve essere assunta al lordo o al netto dell’inflazione a seconda delle modalità di determinazione dei flussi di cassa prospettici utilizzati nella valutazione.

In particolare, se si impiegano flussi nominali, che tengono cioè conto nella loro formazione del fenomeno inflattivo, il tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio dovrà essere assunto in termini nominali, mentre esso dovrà essere considerato in termini reali, cioè al netto della

componente inflattiva, in caso contrario.

Ove i flussi siano di tipo nominale, la prassi valutativa e la dottrina più evoluta consigliano di considerare un tasso “g” di crescita dei flussi di cassa disponibili per gli azionisti almeno pari al tasso di inflazione prevedibile nell’orizzonte di previsione.

Si deve infine osservare che la componente del tasso utilizzato per l’attualizzazione dei FCFO (vale a dire il WACC) relativa agli investimenti privi di rischio (cioè il K_e) deve essere determinata in modo coerente con l’arco temporale preso a riferimento per la valutazione. Ciò implica, ad esempio nel caso di metodi finanziari misti, la possibilità di utilizzare WACC diversi con riferimento ai flussi dei singoli periodi considerati nel metodo (di previsione analitica e successivo), considerando i rendimenti di titoli di Stato a medio termine per determinare il tasso di attualizzazione dei flussi di cassa realizzati nei periodi di previsione analitica (solitamente non superiori a 5 anni) e i rendimenti di titoli di Stato a lungo termine per il calcolo del tasso di capitalizzazione del flusso di cassa a regime, e ciò proprio per esprimere la diversità degli orizzonti temporali di riferimento.

Ovviamente il *terminal value* così ottenuto sarà poi comunque attualizzato al tasso definito in base ai rendimenti dei titoli *free risk* a lungo termine.

Anche in questo caso, ove vi siano capitali accessori (*extra-asset* nella denominazione anglosassone) che non abbiano contribuito alla configurazione dei flussi di cassa attesi disponibili per gli investitori utilizzati per la valutazione, gli stessi devono essere aggiunti al risultato degli algoritmi di calcolo, al netto dell’eventuale imposizione fiscale latente sugli stessi.

4.4 LE METODOLOGIE SPECIFICAMENTE APPLICABILI AL CASO DELLE PARTECIPAZIONI IN SOCIETÀ NON CONTROLLATE.

Le partecipazioni in società non controllate sono spesso caratterizzate da percentuali di possesso del capitale sociale che non consentono l’esercizio dell’influenza dominante e l’ottenimento di tutte le informazioni necessarie alla determinazione di una stima di capitale economico. Ove sia disponibile un valore di mercato attivo, ad esempio in caso di partecipazioni non di controllo in società quotate su mercati regolamentati, si farà riferimento al prezzo medio delle quotazioni di un congruo periodo di negoziazioni.

Nel caso di partecipazioni non di controllo in società non quotate, quale è quello di specie, si è soliti utilizzare il metodo del patrimonio netto, oppure ricorrere a metodologie relative di stima, attraverso parametri quali i multipli di grandezze economico-finanziarie (ad esempio, il *cash flow* operativo, il margine operativo lordo e simili) costruiti facendo riferimento ad un congruo campione di aziende comparabili a quella oggetto della valutazione. Fra i due metodi proposti, lo scrivente

propende tuttavia per il primo, vale a dire per il metodo del patrimonio netto, in quanto caratterizzato da minori margini di incertezza nella determinazione delle operazioni di stima.

Si deve tuttavia osservare che, in presenza di indizi che inducano l'esperto a ritenere che il valore del capitale economico si discosti dal valore del patrimonio netto contabile, ad esempio per effetto di plusvalenze latenti nel valore delle immobilizzazioni materiali, immateriali o finanziarie rispetto al loro valore contabile o perché le prospettive reddituali siano stabilmente positive quale risultanza del generale assetto delle combinazioni produttive aziendali, anche nel caso di partecipazioni in imprese collegate, l'esperto può determinare il valore ricorrendo ad una tecnica di valutazione del capitale economico da rapportare alla percentuale di partecipazione al capitale della Società, anche semplicemente per verificare la capacità di ammortamento degli esercizi futuri al fine di valutare l'opportunità di considerare le plusvalenze latenti nel patrimonio immobilizzato delle differenti società le cui azioni formano oggetto di conferimento. Tuttavia le caratteristiche delle singole partecipazioni, le cui aziende sono state descritte nelle pagine precedenti, indicano lo scrivente a ritenere che non vi siano le condizioni per discostarsi da una valutazione del capitale economico delle società le cui partecipazioni al capitale sono oggetto di conferimento secondo una metodologia differente dal metodo del patrimonio netto.

4.5. I CRITERI DI VALUTAZIONE UTILIZZATI NELLA VALUTAZIONE DELLE SINGOLE PARTECIPAZIONI ED IL VALORE ALLE STESSE ATTRIBUITO.

La valutazione delle partecipazioni oggetto di conferimento è stata effettuata in base alle metodologie illustrati nei paragrafi 4.1 e seguenti della presente relazione, perché, secondo quanto esposto in precedenza, gli stessi costituiscono i principi ed i criteri generalmente riconosciuti cui fa riferimento il testo dell'art. 2343-ter, comma 2, lett. b) c.c., (Cfr. in particolare il paragrafo 4.1).

Pertanto il criterio di determinazione del valore delle singole partecipazioni segue la gerarchia di fonti utilizzabili nella determinazione del *fair value* precedentemente indicata e coincidente:

1. con il prezzo indicato all'interno del mercato attivo per lo specifico strumento finanziario;
2. con prezzi fatti in operazioni precedenti intervenute tra parti consapevoli e disponibili in assenza di prezzi quotati su mercato attivo e nell'ipotesi di invarianza delle condizioni che hanno portato alla determinazione dei prezzi medesimi (in caso contrario prevedendo, se possibili, adeguate rettifiche);
3. con i valori determinati in base a flussi finanziari attualizzati o ad altre tecniche di valutazione utilizzate comunemente dagli operatori nel caso di indisponibilità di valori di cui ai punti precedenti.

Con riferimento alla valutazione delle partecipazioni oggetto di conferimento, è stato possibile ricorrere ai criteri di cui al punto 3.

Si è pertanto dapprima utilizzata una tecnica di valutazione del capitale economico dell'azienda esercitata attraverso ciascun soggetto giuridico, utilizzando una delle metodologie di stima descritte al paragrafo 4.3 della presente relazione e successivamente, in caso di partecipazioni azionarie, si è determinato il valore economicamente attribuibile (*fair value*) per azione, come rapporto fra il valore del capitale economico ed il numero delle azioni che compongono il capitale sociale della società. Per ottenere il valore di stima di ogni partecipazione azionaria, il valore economicamente attribuibile a ciascuna azione è stato moltiplicato per il numero delle azioni costituenti la partecipazione detenuta dai Comuni conferenti.

Quanto infine alle partecipazioni non azionarie, una volta determinato il valore del capitale economico di ciascuna società, lo si è rapportato alla percentuale di partecipazione al capitale sociale identificata come rapporto fra la quota nominale detenuta dal Comuni conferenti ed il capitale sociale complessivo.

Di seguito si fornisce l'elenco delle Società per le quali è stata necessaria la stima del valore del capitale economico e la metodologia utilizzata per la stima:

Società	Metodologia utilizzata
Romagna Acque-Società delle Fonti S.p.A.	Metodo del patrimonio netto
Start Romagna S.p.A.	Metodo del patrimonio netto
Unica Reti S.p.A.	Metodo del patrimonio netto

Poiché il metodo del patrimonio netto presuppone il confronto con l'ultimo bilancio approvato, che risulta essere disponibile con la fine del mese di aprile dell'anno successivo o nel maggiore termine di cui all'articolo 2364, ultimo comma del codice civile, e che tale valore viene tenuto fermo fino all'approvazione del bilancio successivo, si ritiene che la data riferimento delle valutazioni di cui alla presente relazione di stima coincida con quella della sottoscrizione della medesima. Considerazioni simili possono essere fatte per le valutazioni nelle quali il metodo patrimoniale semplice o il metodo del patrimonio netto hanno subito una verifica di natura reddituale.

Nelle pagine successive si procede all'esplicitazione dei criteri di stima ed alla presentazione dei risultati derivanti dall'applicazione degli algoritmi di calcolo.

Attesa la percentuale di partecipazione dei singoli Comuni conferenti al capitale delle tre Società Romagna Acque – Società delle Fonti S.p.A, Start Romagna S.p.A. e Unica reti S.p.A., di minoranza spesso non qualificata, lo scrivente, come meglio descritto nelle pagine che precedono, ha optato per una metodologia di valutazione largamente accettata in questi casi e rappresentata dalla corrispondente frazione del patrimonio netto della singola società al 31.12.2014, come desumibile dalla somma fra il patrimonio netto al 31.12.2013 e il risultato di bilancio dell'esercizio 2014 determinato sulla base dei preconsuntivi ad oggi disponibili.

Di seguito si indicano le modalità di effettuazione dei conteggi per determinare il patrimonio netto al 31.12.2014 delle singole società:

Società	PN 31.12.2013	Risultato preconsuntivo 2014	PN 31.12.2014
Start Romagna	26.156.927,00	171.666,00	26.328.593,00
Romagna Acque	406.710.326,00	7.794.989,93	414.505.315,93
Unica reti	217.435.418,00	2.233.965,00	219.669.383,00

Si segnala che, con riferimento a Romagna Acque, il preconsuntivo non indicava le imposte di esercizio, che sono state calcolate dallo scrivente applicando al risultato ante imposte 2014 l'incidenza delle imposte calcolata in base al rapporto fra imposte di competenza relative al 2013 e risultato ante imposte riferito al medesimo esercizio.

Si evidenziano di seguito le valutazioni relative alla determinazione del valore per azione delle singole società nonché del valore complessivo dei pacchetti azionari conferendi, mentre alla pagina successiva sono riportati i valori dei pacchetti di partecipazione di ciascun comune aderente all'Unione per singola società. Il valore per azione è stato determinato dividendo il valore delle aziende per il numero di azioni in circolazione, troncando i decimali successivi al quarto:

	Romagna Acque	Start Romagna	Unica Reti
Valore delle aziende	414.505.315,93	26.328.593,00	219.669.383,00
Azioni complessive	726.915	29.000.000	70.373.150
Valore per azione	570,2253	0,9079	3,1215
Numero azioni complessivamente da conferire	30.498	112.356	11.180.453
Percentuale di partecipazione	4,20%	0,39%	15,89%
Valore pacchetto	17.390.731,20	102.008,01	34.899.784,04

a questo punto il valore relativo alle partecipazioni detenute dai singoli Comuni conferenti è stato determinato come prodotto fra il valore per azione così determinato ed il numero delle azioni detenute da ciascun comune, come indicato nei prospetti riportati alle pagine successive.

Unica Reti S.p.A.			
Comune partecipante	n. azioni	% di partecipazione	Valore partecipazione
Comune di Forlimpopoli	1.778.425	2,53%	5.551.353,64
Comune di Castrocaro Terme e TdS	963.762	1,37%	3.008.383,08
Comune di Predappio	1.309.053	1,86%	4.086.208,94
Comune di Meldola	1.174.432	1,67%	3.665.989,49
Comune di Bertinoro	1.747.464	2,48%	5.454.708,88
Comune di Santa Sofia	1.045.626	1,49%	3.263.921,56
Comune di Civitella di Romagna	592.092	0,84%	1.848.215,18
Comune di Dovadola	311.443	0,44%	972.169,32
Comune di Rocca S.Casciano	339.052	0,48%	1.058.350,82
Comune di Portico e S.Benedetto	203.322	0,29%	634.669,62
Comune di Galeata	379.299	0,54%	1.183.981,83
Comune di Premilcuore	196.532	0,28%	613.474,64
Comune di Modigliana	945.626	1,34%	2.951.771,56
Comune di Tredozio	194.325	0,28%	606.585,49
Totale	11.180.453	15,89%	34.899.784,04
Start Romagna S.p.A.			
Comune partecipante	n. azioni	% di partecipazione	Valore partecipazione
Comune di Forlimpopoli	22.511	0,08%	20.437,74
Comune di Castrocaro Terme e TdS	8.121	0,03%	7.373,06
Comune di Predappio	13.916	0,05%	12.634,34
Comune di Meldola	17.189	0,06%	15.605,89
Comune di Bertinoro	16.242	0,06%	14.746,11
Comune di Santa Sofia	14.902	0,05%	13.529,53
Comune di Civitella di Romagna	5.894	0,02%	5.351,16
Comune di Dovadola	1.735	0,01%	1.575,21
Comune di Rocca S.Casciano	3.114	0,01%	2.827,20
Comune di Portico e S.Benedetto	1.143	0,00%	1.037,73
Comune di Galeata	5.835	0,02%	5.297,60
Comune di Premilcuore	1.143	0,00%	1.037,73
Comune di Modigliana	611	0,00%	554,73
Comune di Tredozio	-	-	-
Totale	112.356	0,39%	102.008,01
Romagna Acque S.p.A.			
Comune partecipante	n. azioni	% di partecipazione	Valore partecipazione
Comune di Forlimpopoli	7.319,00	1,01%	4.173.478,97
Comune di Castrocaro Terme e TdS	3.410,00	0,47%	1.944.468,27
Comune di Predappio	3.362,00	0,46%	1.917.097,46
Comune di Meldola	5.045,00	0,69%	2.876.786,64
Comune di Bertinoro	4.419,00	0,61%	2.519.825,60
Comune di Santa Sofia	2.434,00	0,33%	1.387.928,38
Comune di Civitella di Romagna	2.244,00	0,31%	1.279.585,57
Comune di Dovadola	79,00	0,01%	45.047,80
Comune di Rocca S.Casciano	136,00	0,02%	77.550,64
Comune di Portico e S.Benedetto	128,00	0,02%	72.988,84
Comune di Galeata	1.331,00	0,18%	758.969,87
Comune di Premilcuore	545,00	0,07%	310.772,79
Comune di Modigliana	23,00	0,00%	13.115,18
Comune di Tredozio	23,00	0,00%	13.115,18
Totale	30.498,00	4,20%	17.390.731,20

SS

5. CONCLUSIONI

A seguito delle valutazioni effettuate lo scrivente è giunto alla determinazione dei valori esposti nel seguente prospetto:

Partecipazione	Valore
Romagna Acque – Società delle Fonti S.p.A.	€ 34.899.784,04
Start Romagna S.p.A.	€ 102.008,01
Unica Reti S.p.A.	€ 17.390.731,20
Totale	€ 52.392.523,25

Il sottoscritto determina quindi il valore complessivamente attribuito agli elementi di cui sopra in € **52.392.523,25** (**leggonsi euro cinquantaduemilioni cinquecentonovantaduemila cinquecentoventitre/25**).

Ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2343-ter, comma 2, lo scrivente attesta che il valore attribuito alle suddette partecipazioni ai fini dell'aumento di capitale e dell'eventuale sovrapprezzo di Livia Tellus Governance S.p.A. non potrà essere superiore ad € **52.392.523,25** (**leggonsi euro cinquantaduemilioni cinquecentonovantaduemila cinquecentoventitre/25**).

Con la valutazione delle partecipazioni da conferire ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2343-ter, comma 2, lett. b) del codice civile il sottoscritto reputa di aver esaurientemente adempiuto all'incarico affidatogli, rimane a disposizione per ogni chiarimento o delucidazione in merito al contenuto della perizia, ringrazia per la fiducia che gli è stata accordata e porge ossequio.

Milano, 9 aprile 2015

Dottor Stefano Santucci

