



Allegato A al
Rep. 109545/24040

Perizia Ex art. 2465 Codice Civile

Azioni della società Romagna Acque – Società delle Fonti S.p.A.
possedute dal Comune di Riccione



[Handwritten signature]

[Handwritten signature]



Indice

1	Premessa.....	3
2	Documentazione esaminata.....	3
3	La descrizione della partecipazione oggetto di conferimento - Romagna Acque Società delle Fonti S.p.A.....	3
3.1	Romagna Acque Società delle Fonti S.p.A. - cenni storici e descrizione dell'attività svolta.....	3
3.2	Romagna Acque Società delle Fonti S.p.A. - Dati significativi.....	6
4	I criteri di valutazione seguiti.....	7
4.1	La valutazione della partecipazione oggetto di conferimento.....	7
4.2	La nozione di capitale economico.....	8
4.3	Le metodologie di valutazione del capitale economico.....	10
4.3.1	I metodi patrimoniali.....	11
4.3.2	I metodi reddituali.....	12
4.3.3	I metodi misti reddituali - patrimoniali.....	13
4.3.4	I metodi finanziari.....	17
4.4	Le metodologie specificamente applicabili al caso delle partecipazioni in società non controllate.....	21
4.5	I criteri di valutazione utilizzati nella valutazione della partecipazione.....	22
5	Conclusioni.....	24



1 Premessa

In data 12 ottobre 2021, il Comune di Riccione ha conferito allo Studio Boldini & Pesaresi ("Studio") con sede in Rimini, Via Gambalunga n. 102 P.IVA 02488350402 nella persona della scrivente collaboratrice dello Studio, Giuseppina Angelini, Dottore Commercialista e Revisore contabile, con studio in Rimini, Via Gambalunga n. 102, revisore legale iscritto al n. 74967 l'incarico per la redazione di una relazione giurata di stima ai sensi dell'art. 2465 c.c. della propria partecipazione nella società Romagna Acque – Società delle Fonti S.p.A. (di seguito anche "Romagna Acque") rappresentata da n. 22.829 azioni, in vista del conferimento, così come indicato alla sottoscrizione da parte degli uffici comunali del comune di Riccione, di n. 22.828 azioni da parte del Comune di Riccione nella società "GEAT S.r.l." con sede in Viale Lombardia 17 - 47838 Riccione C.F./P. IVA 02418910408 (di seguito anche "GEAT").

2 Documentazione esaminata

Ai fini della stesura della presente Perizia, la sottoscritta ha fatto riferimento alla seguente principale documentazione di supporto:

- Sito internet Romagna Acque – Storia ed altre informazioni della società;
- Bilanci di esercizio di Romagna Acque relativi agli esercizi 2019 e 2020;
- Report semestrale della Relazione previsionale 2021 del Consiglio di Amministrazione di Romagna Acque del 28 luglio 2021;
- Verbale di Assemblea ordinaria dei soci di Romagna Acque del 26 maggio 2021 di approvazione del bilancio di esercizio, dividendi e distribuzioni di riserve;
- Visura camerale Romagna Acque Società delle Fonti S.p.A.

3 La descrizione della partecipazione oggetto di conferimento – Romagna Acque Società delle Fonti S.p.A.

Nei paragrafi seguenti la scrivente procederà, ai sensi dell'articolo 2465 del Codice civile, alla descrizione della partecipazione oggetto di conferimento. Ovviamente la descrizione concerne le caratteristiche dell'azienda a cui la partecipazione al capitale si riferisce. Si ritiene peraltro che questa modalità di indagine sia coerente con la tipologia del bene formante oggetto di conferimento, vale a dire quota di partecipazione in società di capitali, per la quale è prassi consolidata fare riferimento ai dati ed alle informazioni indicati nei documenti ufficiali della società. Il presente processo di valutazione ha dunque lo scopo di stimare il valore generale del capitale economico delle azioni oggetto del conferimento in Geat, affinché l'Aumento di Capitale in Natura venga deliberato per un importo complessivo non superiore al Valore Definitivo delle Azioni, determinato dalla presente Perizia di Stima.

3.1 Romagna Acque Società delle Fonti S.p.A. – cenni storici e descrizione dell'attività svolta

Agosto 1966 - Si costituisce il Consorzio Acque Per le Province di Forlì e Ravenna formato dall'Amministrazione Provinciale di Forlì e dai Comuni di Ravenna, Forlì, Faenza e Santa Sofia. Il

Presidente è il Sindaco di Forlì, Icilio Missiroli. Con un primo contributo in conto capitale di 9 miliardi di lire e con la partecipazione economica diretta degli Enti consorziati per un importo di 5 miliardi, prende forma il progetto esecutivo della diga e può cominciare la costruzione. Il nuovo presidente è il Sindaco di Forlì Angelo Satanassi, in carica dal 1971 al 1979.

1977 – 1981 - Dopo due anni di intensa attività di cantiere e scavi molto avanzati, arriva la più grave crisi della storia del Consorzio: ci sono dubbi sulla possibilità di acquisire tutti i finanziamenti necessari e polemiche sulla sicurezza della diga nei confronti delle popolazioni della vallata. Dopo una dura battaglia sul piano politico, tecnico-scientifico e finanziario, la situazione torna alla normalità e i lavori possono riprendere. La Regione Emilia-Romagna commissiona un nuovo studio: è stabilito che l'opera può diventare economicamente valida se l'acquedotto servirà tutto il territorio romagnolo, incluso il comprensorio riminese. Il Consiglio regionale approva il nuovo piano idrico: il Consorzio servirà 38 Comuni al posto dei 25 previsti. Lo Stato assegna un primo contributo base, pari al 30% (elevato poi a 60% ed infine esteso alla revisione dei prezzi). L'Enel riconosce l'utilità della futura centrale idroelettrica, oltre all'intero onere per la costruzione della galleria di derivazione e della condotta forzata.

1982 – 1993 La diga è ultimata e partono gli altri cantieri: dall'impianto di potabilizzazione alla condotta principale; dal serbatoio di carico e compenso di Monte Casale all'intera rete di adduzione di oltre 300 km; fino alla connessione con tutte le reti urbane. L'attivazione dell'acquedotto con gli allacciamenti dei primi Comuni avviene nel 1987. L'estensione della rete a tutti i Comuni si completa nell'arco di un biennio: nel '89-'90 entrano i nuovi soci dell'area riminese. Nei primi anni '90 sorge il Centro Operativo dell'Acquedotto, un nuovo impianto in cui ha sede la centrale di telecomando e telecontrollo che consente oggi ai tecnici della centrale di ricevere dati in tempo reale da ogni punto dell'acquedotto e, allo stesso tempo, di governare tutte le varie fasi dell'erogazione dell'acqua.

1994 - 2009 Il Consorzio Acque per le Province di Forlì e Ravenna prende il nome di Romagna Acque e la forma giuridica di società per azioni a prevalente capitale pubblico locale. Il vecchio Consorzio da Ente Locale diventa a tutti gli effetti Società per Azioni, aperto quindi alla partecipazione di altri soggetti pubblici e privati. Nel 2004 parte il progetto Società delle Fonti, con il conferimento in Romagna Acque-Società delle Fonti della proprietà dei principali impianti di produzione dell'acqua potabile della Romagna. Il 31 dicembre 2008 vi è l'acquisizione della gestione delle fonti locali. Romagna-Acque Società delle Fonti S.p.A è così l'unico produttore di acqua potabile per uso civile in Romagna.

2010 – 2013 Cominciano i lavori per la costruzione del nuovo potabilizzatore di Ravenna (NIP 2) in zona Standiana. E si firma con Hera l'atto finale della cessione di ramo d'azienda che conclude il progetto Società delle Fonti. Nel 2011 viene approvato dall'Assemblea dei Soci il Piano Operativo 2011-2023 che permetterà la creazione di nuove infrastrutture volte al miglioramento della rete distributiva e valorizzerà il patrimonio impiantistico esistente. Nel 2013 vengono ufficialmente inaugurati i lavori di costruzione del NIP2.

2014 – 2015 Nel 2014 inizia un rapporto di collaborazione con il DICAM dell'Università di

3.2 Romagna Acque Società delle Fonti S.p.A. - Dati significativi

Si espongono nel seguito i dati relativi al conto economico, in valore assoluto e percentuale, degli ultimi due esercizi disponibili approvati (2019 e 2020) e del 2021 (previsione di chiusura al 31/12/2021).

Conto economico						
Romagna Acque - Società delle Fonti S.p.A. (dati in €)						
	2021*	%	2020	%	2019	%
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	46.849.275	80,62%	46.171.945	80,78%	50.568.234	83,36%
Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	450.000	0,77%	510.146	0,89%	344.646	0,57%
Altri ricavi e proventi	10.813.594	18,61%	10.476.734	18,33%	9.748.158	16,07%
Valore della Produzione	58.112.869	100,00%	57.158.825	100,00%	60.661.038	100,00%
Costi operativi esterni	-23.433.848	-40,32%	-22.209.814	-38,86%	-24.455.247	-40,31%
Valore Aggiunto	34.679.021	59,68%	34.949.011	61,14%	36.205.791	59,69%
Costi del personale	-9.040.000	-15,56%	-8.728.711	-15,27%	-8.886.132	-14,65%
Margine Operativo Lordo	25.639.021	44,12%	26.220.300	45,87%	27.319.659	45,04%
Ammortamenti ed Accantonamenti	-18.268.085	-31,44%	-18.556.913	-32,47%	-19.016.350	-31,35%
Reddito Operativo	7.370.936	12,68%	7.663.387	13,41%	8.303.309	13,69%
Proventi e Oneri finanziari	764.603	1,32%	1.069.405	1,87%	1.285.679	2,12%
Risultato ante imposte	8.135.539	14,00%	8.732.792	15,28%	9.588.988	15,81%
Imposte	-2.226.086	-3,83%	-2.234.443	-3,91%	-2.547.380	-4,20%
Utile (perdita)	5.909.453	10,17%	6.498.349	11,37%	7.041.608	11,61%

*Preconsuntivo 31/12/ 2021 - Documento Report semestrale della Relazione previsionale 2021 - Consiglio di Amministrazione del 28.07.2021

Nel periodo considerato si rileva una leggera contrazione del valore della produzione (-4,2% '21/'19) e dell'incidenza percentuale degli utili, che passa dal 11,61% del 2019 al 10,17% del previsionale 2021.

Stato patrimoniale				
Romagna Acque - Società delle Fonti S.p.A. (dati in €)				
	2020	%	2019	%
Immobilizzazioni Immateriali	1.219.550	0,28%	1.505.531	0,34%
Immobilizzazioni Materiali	338.183.907	77,02%	336.194.478	75,12%
Immobilizzazioni Finanziarie	14.813.245	3,37%	17.638.266	3,94%
Ratei e risconti oltre 12 m	3.183.447	0,72%	2.475.770	0,55%
Attivo fisso	357.357.149	81,39%	357.814.045	79,95%
Magazzino	1.936.624	0,44%	1.897.258	0,42%
Liquidità differite	89.850.326	15,91%	73.493.084	16,42%
Liquidità immediate	9.923.789	2,26%	14.322.906	3,20%
Attivo corrente	81.700.740	18,61%	89.713.249	20,05%
Capitale investito	439.057.889	100,00%	447.527.294	100,00%
Passività consolidate	10.492.713	2,39%	11.572.107	2,59%
Passività correnti	21.845.976	4,98%	21.196.036	4,74%
Totale passività	32.338.689	7,37%	32.768.143	7,32%
Patrimonio netto	406.719.200	92,63%	414.759.151	92,68%
Totale fonti di finanziamento	439.057.889	100,00%	447.527.294	100,00%

I dati degli stati patrimoniali della società confermano il mantenimento di importanti livelli di solidità patrimoniale e finanziaria.

4 I criteri di valutazione seguiti

4.1 La valutazione della partecipazione oggetto di conferimento



L'oggetto dell'incarico è relativo alla valutazione del valore attribuibile alle azioni di Romagna Acque possedute dal Comune di Riccione ed oggetto di conferimento in GEAT ai sensi dell'articolo 2465 del codice civile.

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.

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. 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:

- 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);
- 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 della società la cui partecipazione è oggetto di conferimento, la scrivente è ricorsa a tecniche di valutazione con input non osservabili sul mercato o di terzo livello in quanto non disponibili prezzi fatti in mercati attivi o in transazioni recenti di strumenti finanziari identici a quelli oggetto di valutazione ma su mercati non attivi.

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 economico unitario di ogni azione/quota (pari al rapporto fra il valore economico riferito all'intera azienda e il numero di azioni/quote in cui è suddiviso il capitale sociale, arrotondato alla quinta cifra decimale) ed il numero di azioni/quote costituenti la partecipazione detenuta.

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 valori equi determinati con riferimento alle categorie sopra indicate sono dedicate le pagine seguenti della relazione.

4.2 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;

Carlo



- 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 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.

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.

4.3.1. 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, ovverossia 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 abbatta 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.

4.3.2 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 composto 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.

4.3.3 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:

$$W = K + (R - iK) a \cdot n \cdot i'$$

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 $n-1$ 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 sopra 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 sovrareddito, 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.

4.3.4 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.

- *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;
- *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;
- *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:

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

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 " K_e " 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:

$$k_e = r_f + \beta (R_m - r_f)$$

dove:

r_f = tasso di remunerazione degli investimenti privi di rischio;

$(R_m - r_f)$ = 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:

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

Dove:

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

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:

$$W = \sum_{t=1}^n CF_t \cdot v^t + V_f \cdot v^n$$

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:

$$I = \sum_1^n CF_t \cdot v^t + V_t \cdot v^n$$

$$W = I - D_a$$

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_t = 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:

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

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:

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

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, la 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 la caratteristica dell'azienda descritta nelle pagine precedenti, inducono la scrivente a ritenere che non vi siano le condizioni per discostarsi da una valutazione del capitale economico della oggetto di conferimento secondo una metodologia differente dal metodo del patrimonio netto.

4.5 I criteri di valutazione utilizzati nella valutazione della partecipazione

La valutazione della partecipazione oggetto di conferimento è stata effettuata in base alle metodologie illustrate nei paragrafi 4.1 e seguenti della presente relazione, 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 della partecipazione oggetto di conferimento, è stato possibile ricorrere ai criteri di cui al punto 3 ed in particolare ricorrendo alla metodologia della frazione di patrimonio netto.

Si è pertanto dapprima utilizzata una tecnica di valutazione del capitale economico 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 della partecipazione azionaria, il valore economicamente attribuibile a ciascuna azione è stato moltiplicato per il numero delle azioni costituenti la partecipazione detenuta dal Comune di Riccione.

Attesa la percentuale di partecipazione del Comune di Riccione in Romagna Acque - Società delle Fonti S.p.A., la scrivente, come meglio precedentemente descritto, ha optato per una metodologia di valutazione largamente accettata in questi casi e rappresentata dalla corrispondente frazione del patrimonio netto della società.

La sottoscritta ha utilizzato il Patrimonio netto della società così come risultante dal bilancio di esercizio chiuso al 31 dicembre 2020, diminuendolo della distribuzione dei dividendi relativi all'utile dell'esercizio 2020 e della distribuzione della riserva facoltativa e straordinaria deliberati dall'Assemblea dei Soci del 26/05/2021 ed, infine, incrementandolo per l'utile in corso di formazione a tutto il 30 settembre 2021 (quale quota proporzionale dell'utile risultante dal preconsuntivo 2021 predisposto dall'organo amministrativo di Romagna Acque). Tenuto conto di quanto sopra, in relazione alle modalità di determinazione del patrimonio netto contabile stimato alla data del 30 settembre 2021, dai calcoli eseguiti e rappresentati nella tabella di seguito riportata, si evince che il valore complessivo del pacchetto azionario di Romagna Acque detenuta dal Comune di Riccione (n. 22.829 azioni) risulta pari a euro 12.615.561,86.

Totale Patrimonio Netto 31/12/2020	406.719.200,00 €
Dividendo su utili 2020	- 5.815.320,00 €
Distribuzione 2021 riserva facoltativa e straordinaria	- 3.634.575,00 €
Stima utili 2021 dal 01/01/2021 al 30/09/2021	4.432.089,75 €
Patrimonio Netto al 30 settembre 2021	401.701.395,00 €
Numero azioni complessive	726.915,00 €
Valore ad azione	552,61 €
N. Azioni possedute dal Comune di Riccione	22.829
Valore delle azioni del Comune di Riccione	12.615.561,86 €



In conclusione, la scrivente, a seguito dell'applicazione degli algoritmi di stima di cui al paragrafo precedente, è pervenuta alle conclusioni indicate nel prospetto riportato di seguito.

Stima del Patrimonio Netto al 30 settembre 2021 di Romagna Acque - Società delle Fonti S.p.A.	€	401.701.395
N. Azioni Complessive		726.915
Valore ad azione	€	552,611234
N. Azioni di proprietà del Comune di Riccione		22.829
N. Azioni oggetto di conferimento da parte del Comune di Riccione		22.828
Valore delle azioni del Comune di Riccione oggetto di conferimento	€	12.615.009,25

Pertanto, il valore delle n. **22.828** azioni di Romagna Acqua- Società delle Fonti S.p.A. oggetto di conferimento da parte del Comune di Riccione in GEAT S.p.A. ammonta ad **euro 12.615.009,25 (leggonsi euro dodicimilioni seicentoquindicimila nove/25)**.

Sulla base dei metodi impiegati e dei dati a disposizione, come sopra esplicitato, ai fini e per gli effetti di quanto previsto dall'art. 2465 del Codice Civile, la scrivente stima che il valore massimo complessivo attribuibile al capitale sociale ed alle eventuali riserve, in sede di conferimento da parte del Comune di Riccione in GEAT S.r.l., delle n. **22.828** azioni di Romagna Acque - Società delle Fonti S.p.A., sia pari ad **euro 12.615.009,25 (leggonsi euro dodicimilioni seicentoquindicimila nove/25)** e quindi attesta che detto valore non sarà inferiore al valore nominale delle quote e dell'eventuale sovrapprezzo che, complessivamente, saranno assegnate da GEAT S.p.A.

Con la valutazione della partecipazione da conferire ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2465 del Codice civile, la sottoscritta 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.

Rimini, 18.10.2021

Dott.ssa Giuseppina Angelini


